

## Themendienst

18. März 2014

### Ausgewählte High-Yield-Unternehmensanleihen haben noch Potential – doch das Ende des Zyklus scheint nah

Interview mit Gregor Taraszow, Analyst High-Yield-Corporates und Portfoliomanager des Anleihemanagers BANTLEON

Die gestiegene Risikobereitschaft vieler Anleger hat seit Jahresanfang die Performance von High-Yield-Unternehmensanleihen getrieben: Gemessen am Index »BofA Merrill Lynch Euro Non-Financial High Yield Constrained« erzielte dieses Segment bislang 2,12%. Der kurze Dämpfer an den globalen Finanzmärkten konnte somit gut weggesteckt werden. Während die globalen Aktienmärkte in der zweiten Januarhälfte Verluste einfuhren, stieg der Bund-Future kontinuierlich und unterstützte somit die zinssensitiven Anleihen der großen High-Yield-Emittenten. Mit den gestiegenen Kursen sind die Risikoprämien vieler Anleihen deutlich gesunken. Ausgewählte Titel bieten dennoch attraktive Chancen für Anleger, die Alternativen zu Aktien suchen, meint Gregor Taraszow, Analyst High-Yield-Corporates und Portfoliomanager des Anleihemanagers BANTLEON. Derzeit empfiehlt er eine Übergewichtung in 4- bis 6-jährigen Anleihen mit »B« Rating – verstärkt aus den Bereichen Telekommunikation und Services – sowie die Beimischung zinssensitiver Anleihen mit »BB« Rating aus dem Telekommunikations- /Kabel-Sektor.

*Herr Taraszow, am Kapitalmarkt wird derzeit über eine große Rotation von Anleihen zu Aktien diskutiert. Gibt es konkrete Anzeichen dafür?*

**Gregor Taraszow:** Eine große Rotation hat unserer Meinung nach bis jetzt nicht stattgefunden – es scheint vielmehr ein gegenteiliger Effekt zuzutreffen: der Ausstieg aus Aktien zur Gewinnrealisierung sowie eine Umschichtung in Anleihen. Auffällig ist jedoch die höhere Risikobereitschaft, die sich insbesondere in den stark gesunkenen Risikoprämien der Peripherieanleihen spiegelt. Während viele Investoren Anleihen fast aller Peripheriestaaten vor weniger als zwölf Monaten nicht einmal in Ausnahmefällen gekauft haben, werden diese Anleihen inzwischen explizit zur Ertragsmaximierung gewünscht.

*Wie haben High-Yield-Unternehmensanleihen sich in den vergangenen Monaten entwickelt?*

**Taraszow:** Gemessen am Index »BofA Merrill Lynch Euro Non-Financial High Yield Constrained« beträgt die Performance für High-Yield-Unternehmensanleihen 2,12% seit Jahresbeginn. Der kurze Dämpfer an den globalen Finanzmärkten konnte somit gut weggesteckt werden. Während die globalen Aktienmärkte in der zweiten Januarhälfte Verluste einfuhren, stieg der Bund-Future kontinuierlich und unterstützte somit die zinssensitiven Anleihen der großen High-Yield-Emittenten, bei denen es sich meist um »BB« geratete »Fallen Angels« handelt. Von der umgehenden Erholung profitierten dann besonders Anleihen mit »B« Rating aufgrund ihrer höheren Korrelation zu den Aktienmärkten. Die Gründe hierfür sind vielschichtig. Zum einen wirkte sich der aktuell noch gute konjunkturelle Ausblick positiv aus. Zum anderen hat die von den Zentralbanken verursachte Geldschwemme zu einem Anlagentotstand geführt, der solche Investoren in den High-Yield-Sektor getrieben hat, die dieses Segment bis dahin gescheut hatten. Dies hat zu einem exogenen positiven Nachfrageschock geführt, der trotz Rekord-Emissionszahlen nicht ausgeglichen werden konnte.

*Wie sehen Sie die weitere Entwicklung von High-Yield-Unternehmensanleihen?*

**Taraszow:** Wir sehen High-Yield-Bonds auch aufgrund der sich im zweiten Halbjahr abzeichnenden schwächeren konjunkturellen Entwicklung in der Endphase ihres Zyklus und empfehlen sie nur noch mit einem begrenzten Zeithorizont von bis zu drei Monaten zur Portfolio-Beimischung. Darüber hinaus sehen wir den Hype um High-Yield-Anleihen kritisch, werden sie doch überall als Wunderwaffe gepriesen, die aufgrund eines möglichen weiteren Rückgangs der Risikoprämien selbst Zinsanstiege

Ein Unternehmen des Anleihemanagers BANTLEON BANK AG

kompensieren könne. Jegliche Neuemissionen der vergangenen Monate zeigen jedoch bedenkliche Merkmale. So werden »PIK-Anleihen« eingesetzt, bei denen der Emittent die Wahl hat, ob er den Kupon auszahlt oder darauf verzichtet und sich der Nominalbetrag entsprechend erhöht. Auffallend ist auch, dass Banken ihre Kredite nicht verlängern möchten und das Risiko an Investoren weitergeben. Hinzu kommen die verstärkte Finanzierung von Dividendenzahlungen durch Anleihe-Emissionen, sowie die Zunahme von durch Private Equity getriebene Transaktionen. Dazu passt ins Bild, dass der Markt für M&A-Transaktionen weltweit wieder anzieht. Der Trend am Primärmarkt untermauert, dass die Macht zurzeit deutlich auf Seiten der Emittenten ist: Sie konnten kontinuierlich schlechtere Anleihenbedingungen durch beschränkte Rückgriffsrechte und Verpflichtungen (Covenants) durchsetzen und den Gläubigern darüber hinaus immer kürzere Laufzeiten abringen, in denen die Anleihen nicht vorzeitig vom Emittenten gekündigt werden dürfen (Non-Call-Periode) – und das auf einem historisch niedrigeren Zinsniveau. Zu guter Letzt ist anzumerken, dass 65% aller Anleihen des High-Yield-Universums mit einer Rendite unterhalb von 4% notieren.

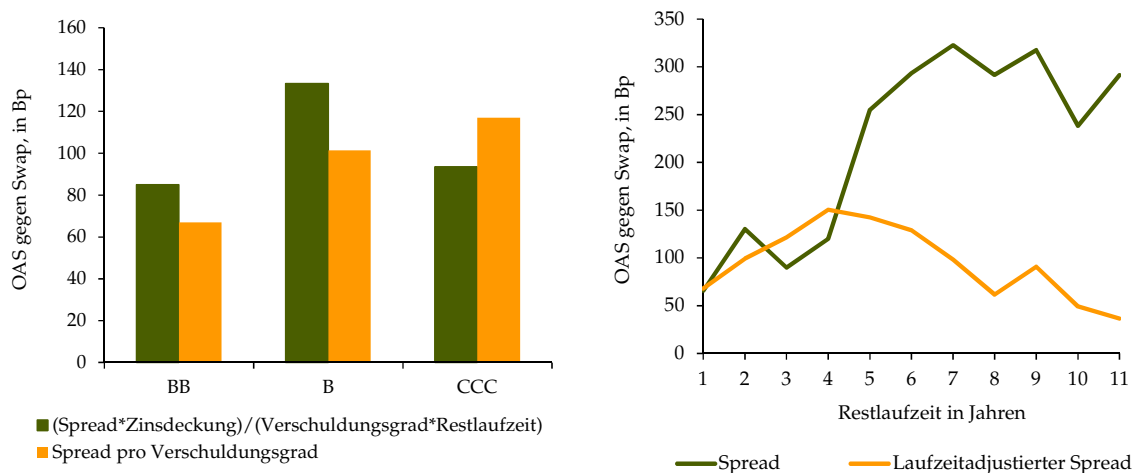
Was bedeutet das für die Risikoprämien?

**Taraszow:** Die Risikoprämien vieler Anleihen sehen wir als zu gering an. Dabei ist zu berücksichtigen, dass Banken aufgrund strikterer Vorgaben nicht nur weniger Kredite vergeben, was teilweise die hohe Zahl an Emissionen von Kapitalmarktneulingen erklärt, sondern auch weniger Risikobudgets für den Handel bereitstellen. Sowohl die Anzahl an Preisstellungen (Quotes) pro Anleihe als auch die von Market Makern gehaltenen Bestände sind massiv gesunken. Solange die Mehrzahl der Investoren als Käufer auftreten, stellt das kein Problem dar. Aber wenn viele Investoren Bestände verkaufen wollen, wird dies zu einer massiven Volatilitätserhöhung und damit einhergehenden Kursverlusten führen.

Welche High-Yield-Anleihen empfehlen Sie angesichts dieser durchwachsenen Einschätzung noch?

**Taraszow:** Derzeit empfehlen wir eine Übergewichtung in 4- bis 6-jährigen Anleihen mit »B« Rating – verstärkt aus den Bereichen Telekommunikation und Services – sowie die Beimischung zinsensitiver Anleihen mit »BB« Rating aus dem Telekommunikations-/Kabel-Sektor. Das sind beispielsweise Telecom Italia, UPC und Unitymedia. Im »Single-B-Bereich« erachten wir Anleihen aus Südeuropa wie Cerved und Maisons du Monde als attraktiv. Darüber hinaus raten wir, selektiv vom zusätzlichen Premium für Neuemissionen zu partizipieren, den Anleihen von Kapitalmarktneulingen noch bieten. Von Anleihen mit »CCC« Rating raten wir ab, weil deren Risikoprämie schon lange nicht mehr das enthaltene Risiko spiegelt.

## Aktuell sind mittlere Laufzeiten im Bereich »B« am attraktivsten



Quellen: Bloomberg, BANTLEON

**Kontakt:**

Dominik Runkel

Telefon +49.511.288 798-33

dominik.runkel@bantleon.com

**Über BANTLEON:**

Der Anleihemanager BANTLEON, im Dezember 1991 von Jörg Bantleon in Hannover gegründet, ist ein Spezialist für sicherheitsorientierte Kapitalanlagen. Dazu gehören Investment-Grade-Anleihenfonds, Absolute-Return-Fonds und vermögensverwaltende Fonds für institutionelle und private Anleger sowie Spezialfonds und Outsourcing-Mandate für institutionelle Anleger. Insgesamt verwaltet BANTLEON mit mehr als 30 Mitarbeitern über 10 Milliarden Euro für Kunden in Deutschland, Österreich, Spanien, Italien, Belgien, Luxemburg und der Schweiz. Zu den über 150 institutionellen Kunden gehören Banken und Sparkassen, Hypothekenbanken und Bausparkassen, Erst- und Rückversicherungen, Altersversorgungswerke, Pensionskassen, DAX-Industrieunternehmen, Vermögensverwalter und Dachfondsmanager. Weitere Informationen erhalten Sie unter [www.bantleon.com](http://www.bantleon.com).

**Rechtlicher Hinweis:**

Die in diesem Beitrag gegebenen Informationen, Kommentare und Analysen dienen nur zu Informationszwecken und stellen weder eine Anlageberatung noch eine Empfehlung oder Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Anlageinstrumenten dar. Die hier dargestellten Informationen stützen sich auf Berichte und Auswertungen öffentlich zugänglicher Quellen. Obwohl die BANTLEON BANK AG der Auffassung ist, dass die Angaben auf verlässlichen Quellen beruhen, kann sie für die Qualität, Richtigkeit, Aktualität oder Vollständigkeit der Angaben keine Gewährleistung übernehmen. Eine Haftung für Schäden irgendwelcher Art, die sich aus der Nutzung dieser Angaben ergeben, wird ausgeschlossen. Die Wertentwicklung der Vergangenheit lässt keine Rückschlüsse auf die künftige Wertentwicklung zu.