

**Benedikt Schröder**Portfolio Manager und Analyst
Unternehmensanleihen

Analyse

High-Yield-Anleihen: Nischenthemen behaupten sich in Marktturbulenzen

5. Mai 2022

www.bantleon.com

Die Marktturbulenzen im 1. Quartal 2022 haben auch die meisten Anleihensegmente unter Druck gebracht und zu starken Kursverlusten geführt. Es gab aber auch Nischenthemen, die kaum abgestraft wurden. So konnten sich High-Yield-Anleihen mit einer verkürzten Restlaufzeit aufgrund einer möglichen vorzeitigen Rückzahlung durch den Emittenten mit -1,7% sehr gut behaupten. Auch die Drawdowns dieser Anleihen waren im Vergleich mit den breiten Indizes gering. Es sollte sich also lohnen, den Ertragsbaustein High-Yield-Nischenthemen in die Portfolioallokation aufzunehmen. Tragen sie doch in turbulenteren Marktphasen als stabilisierendes Instrument mit geringer Korrelation gegenüber dem breiten Anleihenmarkt zu einer reduzierten Volatilität bei.

Im turbulenten 1. Quartal 2022 sind alle traditionellen Anlagesegmente massiv abgestraft worden. Im Anleihenbereich wurden europäische Investment-Grade-Unternehmensanleihen (-5,3%) ebenso abverkauft wie Hybrid-Unternehmensanleihen mit Investment-Grade-Rating (-5,5%). Aber auch konventionelle High-Yield-Unternehmensanleihen auf europäischer (-4,8%) und globaler Ebene (-5,8%) wiesen eine negative Performance auf. Die europäischen High-Yield-Anleihen, waren aufgrund technischer Faktoren wie einer kürzeren Duration und ihrer höheren Coupons etwas stabiler als Investment-Grade-Unternehmensanleihen und Corporate Hybrids. Es gab aber auch Nischenthemen, die kaum abgestraft wurden. So konnten sich High-Yield-Anleihen mit einer verkürzten Restlaufzeit aufgrund einer möglichen vorzeitigen Rückzahlung durch den Emittenten mit -1,7% sehr gut behaupten.

Entscheidend für den Anlageerfolg ist gerade im High-Yield-Universum eine akribische Analyse der einzelnen Emittenten. Das gilt auch für Sondersituationen, beispielsweise eine bevorstehende Restrukturierung, Tenderrückkäufe und weitere Themen, die eine Abweichung von üblichen Abläufen in einem Unternehmen darstellen. Diese Sondersituationen treten eher unabhängig von der allgemeinen Marktentwicklung auf und bieten daher Investmentchancen mit geringer Korrelation und meist nur kurzzeitiger Kapitalbindung.

Sondersituationen mit vorzeitiger Rückzahlung sind besonders attraktiv ...

Zum Segment der High-Yield-Unternehmensanleihen zählen auch diejenigen Nischenthemen, bei denen ein frühzeitiger Rückkauf durch den Emittenten wahrscheinlicher geworden ist. In diesem Fall führt die eingebettete Option zu einem Phänomen, welches mathematisch ausgedrückt als partielle negative Konvexität sichtbar wird: Durch die Rückkaufmöglichkeit des Emittenten weit vor der eigentlichen Fälligkeit der Anleihe entsteht eine weitestgehend zinsunabhängige Preisentwicklung, bei der sich der Anleihenwert dem Rückkaufpreis nähert. Nimmt die Wahrscheinlichkeit einer

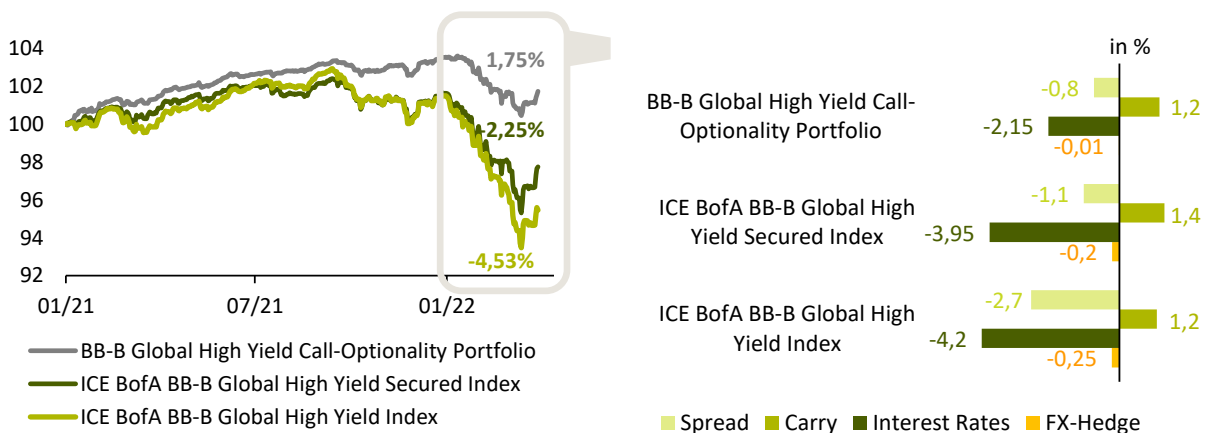
Ausübung dieser Option weiter zu, entsteht ein Pull-to-Call-Effekt, bei dem sich der Anleihenkurs größtenteils unabhängig von der allgemeinen Marktentwicklung bewegt. Der Investor erwirbt in diesem Fall eine (implizite) Stillhalter-Option (Short Call) und erhält dadurch eine höhere Rendite als bei einer Anleihe ohne entsprechende Optionalität. Der Preis, den der Emittent für den vorzeitigen Rückkauf der entsprechenden Anleihe zahlen müsste, liegt in der klassischen Struktur bei 100 (Par) plus 50% des Coupons am erstmöglichen Kündigungstermin: zum Beispiel bei einem Preis von 102,5% bei einem Coupon von 5%. Folglich kann hier eine Prämie von 2,5%-Punkten gegenüber der Rücknahme bei Fälligkeit zu Par vereinnahmt werden. So entstehen Alphaquellen, die bei meist nur kurzzeitiger Kapitalbindung effizient genutzt werden können.

Besonders attraktiv sind gerade diejenigen Anleihen, die kurz vor oder nach ihrem ersten Kündigungstermin stehen. Bei diesen liegt die Prämie noch bis zum Datum des zweiten Kündigungstermins bei 50% des Coupons, wohingegen die Prämie ab Beginn des zweiten Termins auf 25% des Coupons reduziert wird. Vor einem Kauf dieser Anleihen ist es jedoch zwingend erforderlich, nicht nur den Emittenten gründlich zu analysieren, sondern auch auf eine Reihe anderer Faktoren zu achten, beispielsweise auf die Qualität der Gläubigerschutzklauseln, die in das Endergebnis einbezogen werden müssen.

... und resilient in Phasen erhöhter Unsicherheit sowie zügig steigender Marktrisikoprämien

Im laufenden Jahr haben sich Anleihen der Kategorie Sondersituationen mit vorzeitiger Rückkaufoptionalität besonders gut behaupten können. Ein globales Portfolio mit solchen Anleihen konnte voll überzeugen. Für einen Vergleich wurde das Distressed-Segment, das ein durchschnittliches Rating von »CCC« hat, ausgeschlossen, und der Fokus auf die Ratingsegmente »BB-B« gelegt. Der Einfachheit halber bezeichnen wir dieses Portfolio als »Sondersituationen mit Call-Optionalität«. Es kann sowohl mit dem globalen High-Yield-Index »BB-B« als auch mit dem globalen Secured-High-Yield-Index »BB-B« verglichen werden. Die Ergebnisse dieses Vergleichs werden jeweils aus der Sicht eines Euro-Investors mit vollständiger Währungsabsicherung dargestellt: links seit Januar 2021 und rechts für das 1. Quartal 2022 im Detail nach Faktoren zerlegt.

Performance überzeugt sowohl seit Januar 2021 als auch im 1. Quartal 2022



Quellen: Bloomberg, ICE BofA, BANTLEON

Stand: 31. März 2022

Das Portfolio der Sondersituationen mit Call-Optionalität hat im Vergleich sowohl den breiten High-Yield-Markt als auch den schwächer gerateten High-Yield-Secured-Index über den gesamten Zeitraum – also seit Januar 2021 – klar outperformt. Dabei liegen das Portfolio und der breite globale High-Yield-Markt mit Fokus auf den Ratingsegmenten »BB-B« per Ende März 2022 sogar 6,3%-Punkte auseinander. Die Treiber dafür sind die wesentlich niedrigere effektive Duration, die sogar noch sehr viel tiefer ist, wenn man bei den Anleihen auf den ersten Kündigungstermin rechnet. Effektiv ist dadurch die Zinskomponente weniger anfällig für Zinsänderungsrisiken. Zudem ist auch die Volatilität der Spreadkomponente reduziert – bei nahezu ähnlich hohem Anteil der Carry-Komponente, die einen regelmäßigen Ertrag unabhängig von Marktbewegungen sicherstellt.

Schaut man vor allem auf die Erfolgskennzahlen für das 1. Quartal dieses Jahres, lag die Volatilität mit 2,5% gegenüber 4,4% für den globalen High-Yield-Index beziehungsweise 4,3% für den globalen High-Yield-Secured-Index deutlich tiefer. Die Drawdowns waren mit circa -3% weniger als halb so hoch wie die der anderen beiden Indizes. Es sollte sich also lohnen, diese Ertragsbausteine in die Portfolioallokation aufzunehmen. Tragen sie doch in turbulenteren Marktphasen als stabilisierendes Instrument mit geringer Korrelation gegenüber dem breiten Anleihenmarkt zu einer reduzierten Volatilität bei und können sich auch in positiverem Marktumfeld durchaus behaupten. Das zeigt der Blick auf das vergangene Jahr, in dem sich die Risikoprämien gerade in riskanteren Anlagesegmenten wie High-Yield auf globaler Ebene eingeeengt haben.

Sondersituationen mit Call-Optionalität bei BANTLEON

BANTLEON bewirtschaftet Sondersituationen mit Call-Optionalität im ausgewogenen Anleihenfonds BANTLEON YIELD PLUS. Dort sind sie ein Baustein innerhalb der Strategie Smart Credit.

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.