



„High Yield hat keine Angst vor steigenden Zinsen“

Philipp Bieber, CFA, Fondsmanager FAM Renten Spezial

Philipp Bieber, Fondsmanager des FAM Renten Spezial, über die Auswirkungen der Inflation, den Ausblick für High Yield und die Erfolgsstrategie des FAM Renten Spezial. Auf Sicht von fünf Jahren liegt der Fonds in der Morningstar Peergroup EUR Flexible Bond derzeit auf Platz 1 von über 400 Vergleichsfonds.

BOND MAGAZINE: Für viele Investoren sind Renten seit Jahren ein rotes Tuch. Und jetzt kommen noch das US-Tapering und die hohe Inflation hinzu. Wie schätzen Sie die Anleihemärkte ein?

Bieber: Renten sind eine sehr heterogene Assetklasse, daher muss hier eine differenzierte Betrachtung erfolgen. Die FAM Frankfurt Asset Management AG ist spezialisiert auf das kleine, aber hochinteressante Segment der Hochzinsfirmenanleihen. Und gerade jetzt ist das „High Yield-Buffer“ mit zahlreichen spannenden Einzeltiteln durchaus reichlich gedeckt. Andererseits sind von ca. 800 europäischen Titeln in diesem Segment bei Weitem nicht alle lohnenswert. Die FAM fokussiert sich hier aktuell auf rund 60 Namen.

BOND MAGAZINE: Und dennoch sind auch Sie bzw. ist auch Ihr Segment vom Tapering und der Geldentwertung betroffen, oder nicht?

Bieber: Sicherlich gibt es hier eine Korrelation zu anderen „Risk-On-Assetklassen“ wie z.B. Aktien. Ein starkes oder schnelles Tapering, das die Marktteilnehmer auf dem falschen Fuß erwischt, kann deshalb durchaus zu Rückschlägen führen. Diesmal scheint die Anmoderation durch die Fed jedoch recht gut zu gelingen. Davon abgesehen hat High Yield in der Vergangenheit aber auch immer einen guten Schutz vor inflationären Tendenzen bzw. Zinsanstiegen geboten. So konnte der FAM Renten Spe-

zial seit seiner Auflage im Herbst 2015 bislang in jedem Zinsanstieg Gewinne erzielen. Bei US High Yields haben wir zudem eine Auswertung seit 1993 vorliegen. Aus ihr ergibt sich, dass in insgesamt zwölf Phasen, in denen sich die 10-jährige US Yield um mindestens 100 Basispunkte erhöht hat, die jeweiligen Gewinne der amerikanischen Hochzinspapiere im Durchschnitt bei rund acht Prozent lagen. High Yield hat also keine Angst vor steigenden Zinsen!

BOND MAGAZINE: Entgegen der gängigen Lehrmeinung stellen steigende Inflationsraten also nicht zwangsläufig ein Problem für High Yield dar?

Bieber: High Yield wird bisweilen ja auch als „Quasi-Equity“ bezeichnet und ist als Assetklasse irgendwo zwischen AAA Staatspapieren und Aktien einzuordnen. Die entscheidende Frage ist nun, ob bzw. inwiefern die Unternehmen steigende Kosten an ihre Kunden weiterreichen können. Dies sehen wir bei unseren Portfoliounternehmen weitestgehend als gegeben an – teils sicherlich mit einer leichten zeitlichen Verzögerung. Grundsätzlich führt die Inflation somit zu höheren Firmenumsätzen. Bei gleichen Margen steigt daher das EBITDA an, der Leverage sinkt, d.h. die Kreditqualität kann sich verbessern. Dies bietet neben den hohen Renditen bei High Yield einen zusätzlichen Schutz vor Wertverlusten.

BOND MAGAZINE: Hohe Returns? Ist das aus heutiger Sicht noch möglich?

Bieber: Seit Fondsaufgabe erzielte der FAM Renten Spezial eine annualisierte Rendite von 5,6% nach allen Kosten. Die Bundrendite war in dieser Zeit durchweg bei oder unter null. Wichtiger ist aber natürlich der Blick nach vorne, und die aktuelle Portfoliorendite beträgt ca. 5,5%.

BOND MAGAZINE: Damit liegt die Wertentwicklung des FAM Renten Spezial in diversen Rankings in der Spitzengruppe. Schildern Sie uns doch bitte den Investmentansatz.

Bieber: Wir interessieren uns insbesondere für Unternehmen mit einem stabilen Geschäftsmodell, einer starken Markt- und Wettbewerbsposition und klaren Markteintrittsbarrieren und – ganz wichtig – einer soliden Cash-Generierung. Bei solchen Voraussetzungen kann ein höherer Verschuldungsgrad, welcher zwangsläufig zu einem Sub Investment Grade-Rating führt, in Kauf genommen werden. Wir nennen solche Firmen „Strong Horse Companies“. Gleichzeitig sortiert unser Investmentprozess über 90% der am Markt ausstehenden High Yield Bonds aus – einerseits mangels ausreichender Rendite und andererseits aufgrund zu hoher Risiken.

BOND MAGAZINE: Was verstehen Sie auf Ebene einzelner Anleihen unter „ausreichender Rendite“ und bedeuten höhere Renditen nicht auch gleichzeitig ein steigendes Default-Risiko?

Bieber: Bei europäischen High Yields liegt die durchschnittliche Markttrendite aktuell bei ca. 3%. Dies ist für den FAM Renten Spezial natürlich zu gering. Die Bonds, die wir uns anschauen, weisen auf Jahressicht i. d. R. Ertragsperspektiven (Zins und etwaige Kursgewinne) von fünf, mindestens aber von vier Prozent auf. Das Default-Risiko steigt dabei mit einem schlechteren Credit-Rating nicht automatisch an. Nehmen Sie z. B. die Fälle Wirecard (Baa3 Rating) oder auch Grenke (BBB+), bei denen die Bonds trotz eines Investment Grade-Ratings abgeschmiert sind. Umgekehrt gibt es auch die bereits erwähnten Strong Horse Companies, bei denen das Rating lediglich



aufgrund eines hohen Verschuldungsgrads schwach ausfällt. Da sich viele Investoren gemäß ihrer Anlagerichtlinien und/oder der eigenen Anlagephilosophie an den Ratings orientieren müssen oder wollen, ist die Investorenbasis hierfür sehr klein. Das drückt die Preise. So haben wir erst kürzlich einen auf Euro lautenden Zwölfprozenter mit gut 4 Jahren Restlaufzeit gekauft. Solche Papiere interessieren sich dann auch weniger für Themen wie Tapering, Inflation oder Bundrendite.

BOND MAGAZINE: Sie richten sich also nicht nach den offiziellen Credit-Ratings von S&P, Moody's oder Fitch?

Bieber: Das ist korrekt. Wir nehmen auf Basis unseres selbst entwickelten FAM Credit Scoring Models eine eigene, tiefgehende Fundamentalanalyse vor, bei der der qualitativen Analyse des jeweiligen Geschäftsmodells eine hohe Bedeutung zukommt. Die offiziellen Ratings, die stärker kennzahlgetrieben sind und oft einem Blick in

den Rückspiegel gleichkommen, nehmen wir natürlich auch zur Kenntnis. Aber unser hauseigenes Modell kommt in einigen Fällen dann doch zu deutlich abweichenden Ergebnissen. Seit Fondsaufgabe konnten alle bisherigen Defaults damit erfolgreich umschiffen werden.

BOND MAGAZINE: Ihre Strategie ist somit einzeltitelgetrieben, also komplett „Bottom-up“. In welchen Sektoren werden Sie denn aktuell fündig?

Bieber: Zu Jahresbeginn standen zwei Sektoren im Fokus: Das waren Shipping und Rohstoffe. Inzwischen verteilen sich die Top-Holdings auf viele verschiedene Branchen. Dazu zählen Technologie, Industrie, Private Equity, Rohstoffe, Lebensmittel und Telekom. Ein eindeutiger Branchenfokus ist derzeit also nicht vorhanden.

BOND MAGAZINE: OK, verstanden. Gibt es denn umgekehrt Sektoren, die man aus Ihrer Sicht unbedingt meiden sollte?

Bieber: Wir meiden größtenteils Emittenten aus den Bereichen Einzelhandel und Immobilien.

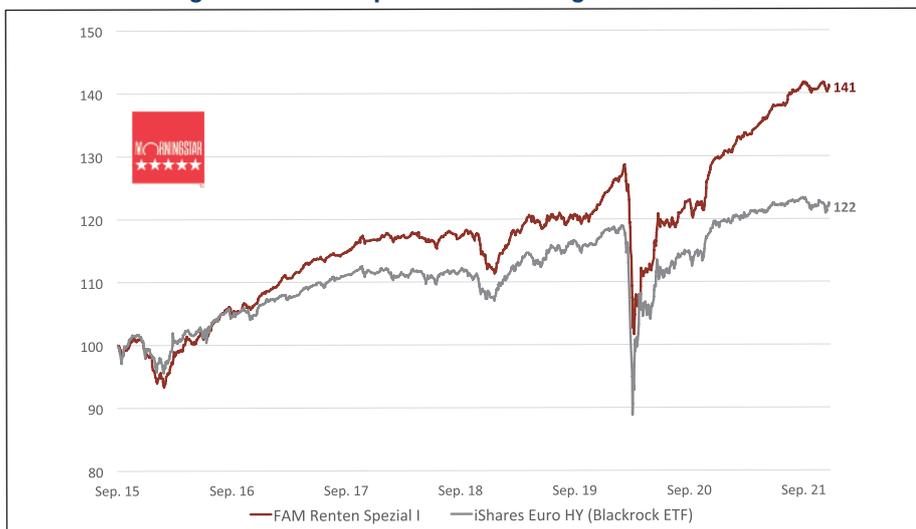
BOND MAGAZINE: Welche drei Bonds gefallen Ihnen, auch im Hinblick aufs kommende Jahr, am besten?

Bieber: In den letzten Wochen haben wir besonderen Gefallen u. a. an der kürzlich erfolgten Neuemission von Iliad gefunden. Die Anleihe des führenden Mobilfunkbetreibers in Frankreich (Nr. 3), Polen (Nr. 1) und Italien (Nr. 4) und dem Milliardär Xavier Niel als kontrollierenden Gesellschafter bietet bei Fälligkeit 2028 aktuell eine Rendite von 5%. Für interessant halten wir auch den lediglich bis April 2023 laufenden Bond von Coty, der weltweiten Nr. 3 bei Kosmetikprodukten und der Reimann-Familie als großen Ankerinvestor mit 4% Rendite, sowie die Anleihe von Upfield. Das Papier der globalen Nr. 1 bei Brotaufstrichen und Margarine (Rama, Becel, Flora), welche KKR 2018 von Unilever übernommen hat, bietet bei Fälligkeit im Mai 2026 eine Rendite von 8% p. a.

BOND MAGAZINE: Sie konzentrieren sich auf Senior Corporate Bonds aus Europa. Der US High Yield-Markt ist doch viel größer. Weshalb lassen Sie den US-Markt außen vor? Gerade bei Emittenten aus dem Rohstoff- bzw. Ölsektor haben Sie dort doch eine wesentlich größere Auswahl.

Bieber: Unser Fokus liegt in der Tat auf europäischen High Yields. Allerdings haben wir auch nordamerikanische Emittenten im Portfolio, u. a. in dem von Ihnen erwähnten Rohstoffsektor. Zu nennen sind hier z. B. Copper Mountain Mining aus Kanada oder eine Nachranganleihe von AT&T sowie aus dem Shipping-Bereich eine Schuldverschreibung von Seaspan.

Wertentwicklung FAM Renten Spezial vs. Euro High Yield ETF





BOND MAGAZINE: Wie sehen Sie das Thema „Pleitewelle“ insgesamt? Vor ca. einem Jahr gab es ja die große Sorge, dass infolge der Pandemie ein Massensterben einsetzen könnte.

Bieber: Das Massensterben ist ausgefallen, zumindest bei den kapitalmarktfinanzierten Unternehmen. Die enormen Hilfen seitens Politik und Notenbanken haben es verhindert. Ab dem zweiten Halbjahr 2020 war der Primärmarkt bei High Yields äußerst aktiv und nahezu alle Unternehmen haben frische Liquidität getankt. Insofern ist auch keine „Maturity Wall“ vorhanden.

BOND MAGAZINE: Das klingt nach tiefen Default Rates im kommenden Jahr.

Bieber: Richtig! Ohnehin ist die im Markt vorherrschende Default-Angst völlig übertrieben. So werden wir im kommenden Jahr vermutlich bei unter 2% landen, bei einer Loss Rate von ca. einem Prozent, denn die Recovery liegt typischerweise bei etwa 50%.

BOND MAGAZINE: Welche Ertragsperspektiven sehen Sie denn für das Jahr 2022?

Bieber: Ein Jahr ist natürlich ein recht kurzer Anlagezeitraum. Empfehlenswert ist eine Haltedauer von mindestens drei, besser fünf Jahren beim FAM Renten Spezial. Aber derzeit finden wir wirklich viele attraktive Opportunitäten mit geringen bzw. absolut vertretbaren Risiken. Daher gehen wir schwungvoll und zuversichtlich ins nächste Jahr! Unser Ziel für 2022 ist ein mittlerer einstelliger Return. Entscheidender ist aber aus unserer Sicht die Frage, ob es der FAM Renten Spezial kontinuierlich schafft, im Vergleich zum breiten europäischen High Yield-Markt eine Outperformance zu erzielen.

BOND MAGAZINE: Welche Anteilsklassen hat der FAM Renten Spezial?

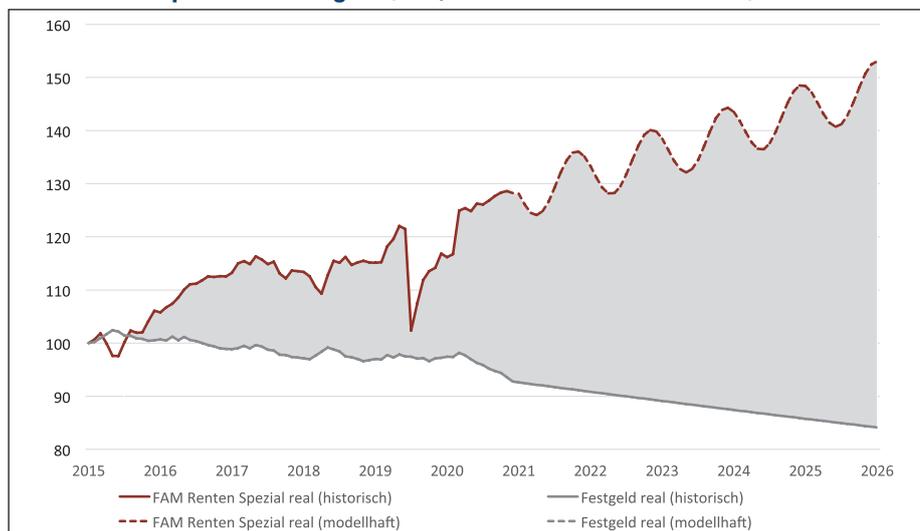
Bieber: Die aktuell größte Anteilsklasse ist die I-Tranche. Hier liegt die Management Fee bei 0,40% und die TER bei 0,71%. Wir

bieten also aktives Management zu ETF-Konditionen. Am 31. März 2022 werden wir diese Tranche allerdings für Neuinvestments schließen. Im Gegenzug wird Anfang März die neue A-Tranche gelauncht. Sie verfügt über eine besonders attraktive Ausschüttungspolitik. Geplant ist dabei eine quartalsweise Ausschüttung in Höhe von 1,2%, in Summe also 4,8% jährlich. Die Management Fee wird bei 0,70% liegen und die TER bei rund einem Prozent. Als dritte Anteilsklasse fungiert die R-Tranche, die als „Vertriebs-Tranche“ konzipiert ist. Hier beträgt die Management Fee 0,80% und wird zwischen der FAM als Fondsmanger und der Vertriebsplattform aufgeteilt.

BOND MAGAZINE: Danke für das interessante Gespräch, Herr Bieber, und weiterhin viel Erfolg!

Das Gespräch führte Christian Schiffmacher.

FAM Renten Spezial vs. Festgeld (real, historisch und modellhaft)



Kennzahlen iShares Euro HY vs. FAM Renten Spezial

	iShares Euro HY	FAM Renten Spezial
AKTUELLE KENNZAHLEN		
Yield to Maturity	2,9%	5,5%
Durchschnittliches Rating	Ba3	Ba3/B1
Modified Duration	3,1	3,8
HISTORISCHE KENNZAHLEN		
Volatilität	7,2%	4,9%
Kumulierte Performance	21,2%	40,5%
Performance p.a.	3,1%	5,6%
Gross Sharpe Ratio	0,43	1,15

Betrachtung vom 15.09.2015 (Auflagedatum FAM Renten Spezial) bis heute