

FRÜHLINGSBERICHT

FAM Renten Spezial – Auszeichnung als bester EUR High Yield Fonds

FAM
FRANKFURT
ASSET MANAGEMENT



2023

FRANKFURT ASSET MANAGEMENT

Die FAM Frankfurt Asset Management AG ist eine unabhängige und inhabergeführte Vermögensverwaltung mit Sitz in Frankfurt am Main und wird von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) überwacht. Der Fokus liegt auf den Asset Klassen Hochzinsanleihen und Prämienstrategien.

Portfoliomanagement und Kundenbetreuung erfolgen bei der FAM aus einer Hand, der Portfoliomanager ist also gleichzeitig auch der Hauptansprechpartner für den jeweiligen Mandanten. Beim Portfoliomanagement wird großer Wert auf die fundamentale Analyse des Kapitalmarktes sowie einzelner

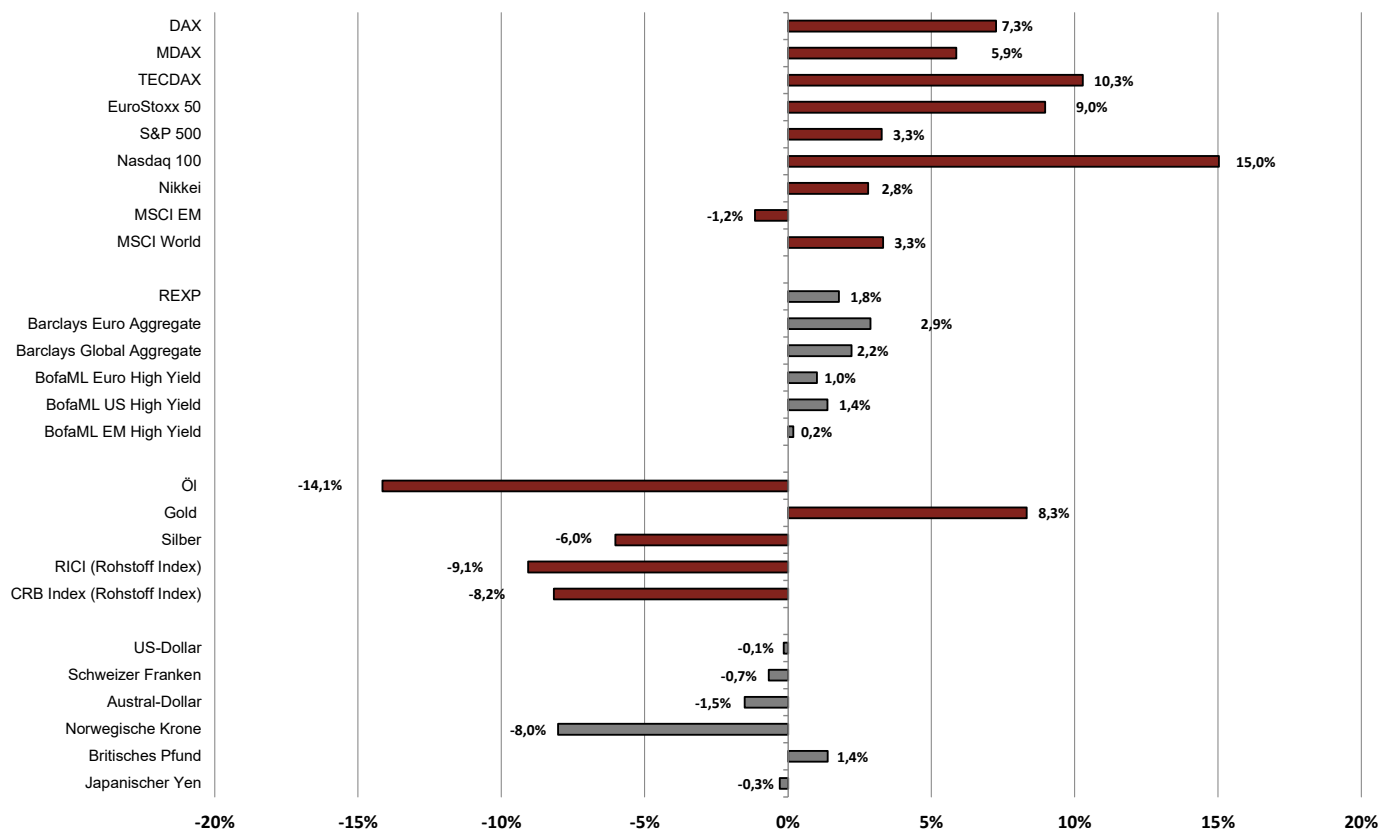
Firmen gelegt. Dabei stützt sich die FAM auf Senior-Mitarbeiter mit insgesamt über 100 Jahren Kapitalmarkterfahrung.

Der FAM-Investmentansatz ermöglicht die Generierung von interessanten Chance-Risiko-Profilen. Dabei ist der Ausgangspunkt stets die Rendite-Chance, wobei die dazugehörigen Risiken unter die Lupe genommen werden. Wenn dieses Verhältnis vorteilhaft erscheint, findet die Anlage den Eingang ins Portfolio. Ein besonderes Augenmerk liegt auf asymmetrischen Chance-Risiko-Profilen mit einer möglichst hohen Wahrscheinlichkeit für positive Erträge.

INHALTSANGABE

Frankfurt Asset Management	2
Inhaltsangabe	3
Kapitalmarktübersicht – Performance 31.12.2022 - 20.03.2023 (in Euro)	4
Vorwort	5
„Debatte um Soft Landing, Hard Landing, Higher for Longer ist interessant, aber irrelevant ...“ – Interview mit Rui Soares	7
Credit Default Swaps (CDS) und die übertriebene Risikoaversion am High Yield Markt	14
„Die Wette gegen Sturm und Erdbeben – so attraktiv, wie selten zuvor.“ – Interview mit Florian Steiger, Twelve Capital	20
FAM Prämienstrategie R	24
FAM Renten Spezial A	26

KAPITALMARKTÜBERSICHT – PERFORMANCE 31.12.2022 - 20.03.2023 (IN EURO)



Quelle: Bloomberg



VORWORT

Finanzkrise 2008/2009 reloaded? – Eindeutiges Nein!

Sehr geehrte Damen und Herren,

unser Finanzsystem ist 2008/2009 im künstlichen Koma gewesen. So richtig erholt hat es sich nie. Mehrere Bankpleiten in den USA (u.a. Silicon Valley Bank) sowie der Kollaps der Credit Suisse führen uns vor Augen, dass Banken zwingend das Vertrauen der Kunden und Investoren benötigen. Diesbezüglich haben die allermeisten europäischen Banken ihre Hausaufgaben gemacht. Der Sektor steht u.E. in den kommenden Jahren sogar vor einer deutlichen Gewinnexpansion.

Die heutige Situation ist in keiner Weise mit der Finanzkrise 2008/2009 zu vergleichen, die von Subprime-Hypotheken ausgelöst wurde. Bei Credit Suisse handelt es sich um einen Einzelfall. Im US-Bankensystem geht es aktuell in erster Linie um eine teilweise mangelnde Liquidität in Folge zu laxer Aufsicht – echte (dauerhafte) Verluste, wie dies vor 15 Jahren der Fall war, sind derzeit weder hierzulande noch in Amerika erkennbar. Wir sind davon überzeugt, dass der US-Regulator eine Bankenkrise stoppen kann und – falls erforderlich – auch stoppen wird.

Abgesehen von den Banken bleiben Inflation und Rezessionsgefahr an der Börse die Top-Themen. Wie hierzu die diesbezügliche Einschätzung der FAM aussieht, und warum das letztlich für unsere Anlagestrategie aber nur wenig Relevanz hat, erläutert Rui Soares in einem ausführlichen Interview, welches Sie ab Seite 7 lesen können.

Nach wie vor ist der Ruf von „High Yield Bonds“ ungerechtfertigterweise viel zu schlecht. Die Ausfallrisiken werden von fast allen Marktteilnehmern deutlich überschätzt. So preist

der europäische High Yield Markt aktuell ein, dass rund ein Drittel aller Emittenten in den kommenden 5 Jahren zahlungsunfähig werden. Wie sich dies aus den Marktdaten berechnen lässt, beschreibt der Artikel „Credit Default Swaps und die übertriebene Risikoaversion am High Yield Markt“ ab Seite 14.

Jeder Asset Manager ist auf der Suche nach unkorrelierten Anlagen zwecks Depotstabilisierung. Hierzu zählen zweifelsfrei die sog. „Cat Bonds“. Was sich dahinter verbirgt und warum diese Asset Klasse gerade jetzt interessant sein könnte, erläutert der Experte Florian Steiger von der Züricher Boutique Twelve Capital im Interview ab Seite 20.

Der FAM Renten Spezial konnte schon wieder einen Preis gewinnen: Der Fonds erhält den Lipper Fund Award für den besten europäischen High Yield Fonds der letzten drei Jahre! Wir sind dankbar und stolz auf diese weitere Auszeichnung, sehen darin aber auch eine Verpflichtung, die Verluste aus dem Jahr 2022 möglichst bald wieder wettzumachen. Aufgrund der aktuellen Portfoliorendite von 13% sind wir diesbezüglich sehr zuversichtlich.

Wir wünschen Ihnen allen weiterhin gute Nerven und ein im Vergleich zu Q1 langweiligeres zweites Börsen-Quartal!

O. Wolf Wiederholt

Ottmar Wolf und Peter Wiederholt



Auszeichnungen des FAM Renten Spezial

„DIE DEBATTE UM SOFT LANDING, HARD LANDING ODER HIGHER FOR LONGER IST INTERESSANT. WICHTIGER FÜR INVESTMENTENTSCHEIDUNGEN IST ALLERDINGS, WAS DIE FINANZMÄRKTE MOMENTAN EINPREISEN.“



Rui Soares, FAM

Selten zuvor war die Diskussion über die zukünftige Entwicklung an den globalen Finanzmärkten so spannend wie heute. Wie wird sich die Inflation entwickeln, kommt es zu einer Rezession, was machen die Notenbanken und vor allem wie sollten sich Anleger darauf einstellen. Die Antworten sind gar nicht einmal so kompliziert, fallen in Teilen aber sicherlich anders aus, als sich dies der ein oder andere Leser dieses Interviews vorher vielleicht gedacht hätte.

Herr Soares, fangen wir mit der Frage aller Fragen an: Wird sich die Inflation 2023 wieder normalisieren?

Hohe Inflation ist volatile Inflation – das lehrt uns die Geschichte. Dass wir in Europa oder in den USA über die nächsten 12-18 Monate einen linearen, sanften Desinflationsprozess Richtung 2%-2,5% erleben werden, ist unwahrscheinlich.

Kurzfristige Abschwächungstendenzen lassen sich gleichwohl erkennen. Dies liegt vor allem an den Basiseffekten, die im ersten Halbjahr sowohl für die Eurozone als auch für die USA sehr stark ausfallen werden. Die jährliche Gesamtinflation (nicht die Kerninflation!) wird dadurch sehr wahrscheinlich herunterkommen – aus rein arithmetischen Gründen. In der Eurozone könnte es zu einem Rückgang von 8,5% im Januar auf unter 6% im Juni kommen, in Deutschland ist im selben Zeitraum ein Absinken von über 9% auf unter 6% vorstellbar. Ob die Inflation dann aber weiter fallen und sich bis Ende des Jahres Richtung 2,5% bewegt wird, ist eine andere Frage.

Wie sieht die voraussichtliche Inflationsentwicklung aus?

Die Eurozone und die USA weisen derzeit unterschiedliche Inflationsdynamiken auf. Hierzulande ist die Inflation noch nicht in den Gehältern angekommen (mit der Ausnahme von Belgien). Sie ist im Wesentlichen auf die gestiegenen Energie- und Rohstoff-Preise zurückzuführen. Eine Entspannung hier im Laufe des Jahres würde zu einer Normalisierung der Inflation über die nächsten 12-18 Monate führen.

Anders in den USA. Dort ist die Inflation schon längst in den Gehältern angekommen. Diese steigen momentan mit einer jährlichen Rate von über 6%. Wenn man ein Produktivitätswachstum von 1,5% bis 2% unterstellt, kommt man auf eine Steigerung der Lohnstückkosten von 4% bis 4,5% pro Jahr. Das ist nicht konsistent mit einer jährlichen Inflationsrate von 2% bis 2,5%, welche die Fed als Inflationsziel anstrebt und als Preisstabilität definiert hat. Aufgrund von Basiseffekten wird bis Mitte des Jahres wahrscheinlich aber auch in den USA, die Gesamtinflation (nicht die Kerninflation!) stark herunterkommen. Die jährliche Inflation kann im Juni sogar schon im Bereich von 2,5% bis 3% liegen. Ohne Abschwächung des US-Arbeitsmarkts und Normalisierung der Gehaltssteigerungen wird sie Ende des Jahres allerdings wieder bei 4% oder höher liegen.

Diskussionen über die Wirtschaft und über Finanzmärkte verlaufen irgendwie immer gleich. Man fängt an, über Europa zu reden, und es endet immer mit Amerika. Warum diese Besessenheit bezüglich der USA? Die Eurozone ist doch auch ein sehr großer Wirtschaftsraum, der viele attraktive Investmentopportunitäten bietet?

Die USA machen ca. ein Viertel des weltweiten BIPs aus, die EU 18% und die Eurozone 15%. China bringt es auf 18% und die Japaner auf etwas über 5%. So gesehen sind auch die EU und die Eurozone eine Wirtschaftsmacht.

Nur haben die USA die absolut dominante Weltwährung, 60% der Währungsreserven werden in US-Dollar gehalten und nur 20%-25% in Euro. Der US-Anleihemarkt macht ca. 40% des globalen Anleihemarktes aus, sowohl in Staats- als auch in Unternehmensanleihen. Hinzu kommt, dass der Euro-Bond-Markt stark fragmentiert ist. Das risikofreie Asset der Eurozone sind de-facto Bundesanleihen, und die stehen gerade einmal für 3,5% des globalen Staatsanleihemarktes. Der US-Aktienmarkt bringt es auf 40% der globalen Marktkapitalisierung und hat eine Gewichtung von 65% in der Referenzbenchmark für Aktien der Industrieländer, dem MSCI World Index. Ca. 55% der internationalen Darlehen werden in USD vergeben, 30% in Euro. Bei knapp 90% aller Transaktionen im globalen Währungsmarkt steht der USD auf einer Seite des Trades. Für Euro und Yen lauten die entsprechenden Werte nur 30% bzw. 17%.

Die Fed ist damit nicht nur die Zentralbank der USA. Die Fed ist die Zentralbank der Welt. Sie bestimmt die globale Geld- und Zinspolitik und beeinflusst dementsprechend auch indirekt die Preise von Anleihen und Aktien weltweit. Dazu kommt, dass globale Portfolios von US-Wertpapieren dominiert werden. Wenn z.B. der US-Aktienmarkt fällt und Portfolio Manager ihr Risiko runterfahren wollen, verkaufen sie nicht nur US-Aktien. Sie müssen auch europäische und Schwellenländer-Aktien verkaufen, damit sich die relativen Gewichtungen im Portfolio, die oft innerhalb einer bestimmten Range vorgegeben sind, nicht stark verändern. Damit entstehen starke Korrelationseffekte und Abhängigkeit der globalen Finanzmärkte vom US-Markt.

Lange Rede, kurzer Sinn: Europa ist schön, lebenswert und der zweitwichtigste Wirtschaftsraum der Welt, in dem es tolle Investitionsmöglichkeiten gibt (derzeitig z.B. im HY Bereich). Den Takt geben aber der US-Dollar, die Fed und

die US-Finanzmärkte an. Der Rest der Welt folgt. Insofern sind wir gezwungen, bei der Diskussion über die zukünftige Entwicklung der europäischen Finanzmärkte in erster Linie über Amerika zu reden.

Gut, sprechen wir also über die USA: „Soft Landing“, „Hard Landing“ oder „Higher for Longer“?

Ein „Soft Landing“ würde bedeuten, dass die USA es schaffen, die Inflation ohne Rezession unter Kontrolle zu bringen. Wie schon erwähnt, müssten die jährlichen Gehaltssteigerungen auf 4% fallen, damit die US-Inflation nachhaltig auf 2%-2,5% herunterkommt. Wir haben eine Analyse durchgeführt und sind zu dem Schluss gekommen, dass es in den USA in der Vergangenheit (die Daten gehen bis Anfang der 1960er zurück) nie eine Situation gegeben hat, in der jährliche Gehaltssteigerungen von 6% (oder mehr) auf 4% (oder weniger) zurückgegangen sind, ohne dass die Arbeitslosenquote mindestens um 1%-Punkt gestiegen ist. Gleichzeitig gab es nie eine Situation, in der die Arbeitslosenquote mindestens um 1%-Punkt gestiegen ist, ohne dass dies zu einer Rezession geführt hätte.

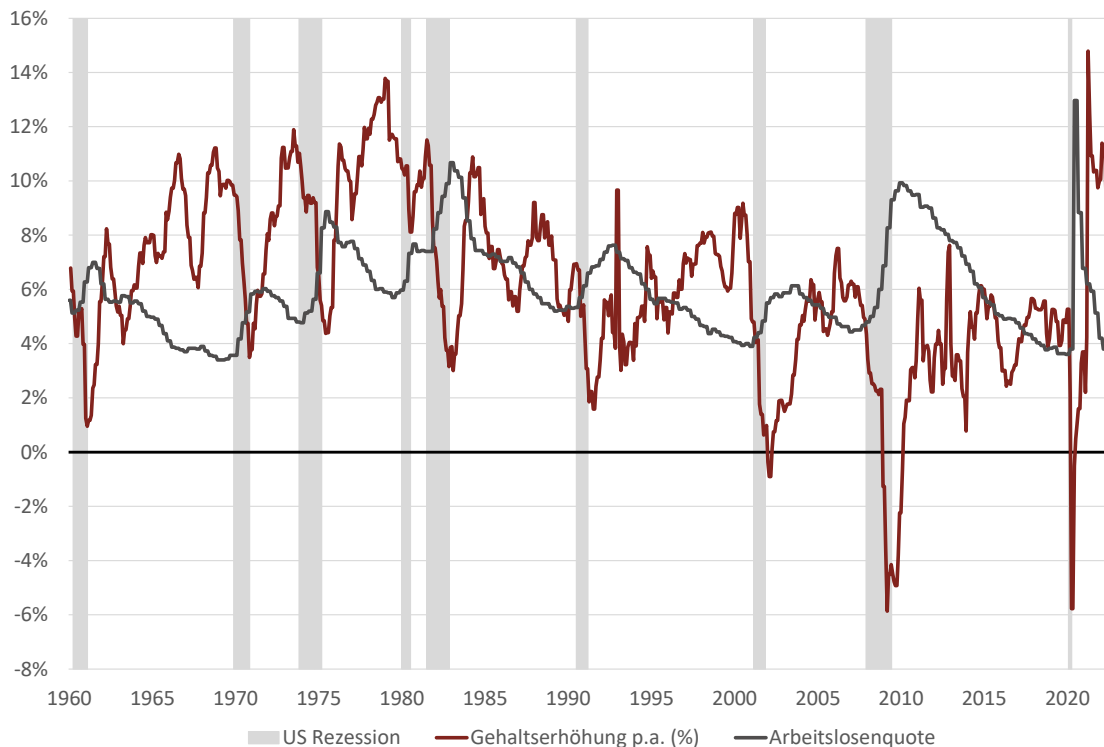
Wahrscheinlicher ist dementsprechend ein „Hard Landing“, bei der die Inflation infolge einer Rezession auf 2%-2,5% fällt.

Diese Rezession könnte allerdings durch Stimulationsmaßnahmen der chinesischen Behörden - die chinesische Zentralbank hat die Geldmenge (M2) seit Oktober um mehr als 13% erhöht - und ein damit verbundenes Comeback der Volksrepublik verhindert werden. Gleichzeitig bliebe aber auch die Abkühlung des US-Arbeitsmarktes aus und die Inflationsrate würde längere Zeit nachhaltig über der angestrebten Zielmarke verharren. Die Fed müsste die Zinsen weiter anheben, wobei die Peak Rate anstatt auf derzeit erwartete 5% wohl eher auf 6% gehen und dort länger verbleiben würde als aktuell eingepreist (September 2023).

Dies wäre das „Higher for Longer-Szenario“. Darüber hinaus liegt das Niveau der Impliziten Volatilität (IVs) bei Aktien seit dem Corona-Crash strukturell hoch. Das bedeutet, dass bereits am Jahresanfang ein hohes Maß an Schwankungen eingepreist wurde. So kommt es, dass aus dem Geld liegende Aktien-Optionen ein relativ ruhiges Jahr hatten, obwohl Basiswerte wie der S&P 500 Index einen Crash durchmachten.

This time is different?

Normalisierung der US-Gehaltssteigerungen ohne Rezession gab es so gut wie nie



Quelle: Bloomberg, BEA (US Bureau of Economic Analysis), BLS (US Bureau of Labour Statistics), Stand Februar 2023

Wenn Sie den drei Szenarien Eintrittswahrscheinlichkeiten zuordnen müssten, wie würden diese lauten?

Hard Landing: 60%, Higher for Longer: 30%, Soft Landing: 10%. Dies hätte ich vor der Silicon Valley Bank (SVB) Insolvenz und des Credit Suisse-Kollaps gesagt. Nach beiden Ereignissen und den daraus resultierenden restriktiveren Kreditbedingungen, die vor allem bei US Regionalbanken ab jetzt mit hoher Wahrscheinlichkeit angewendet werden, muss ich meine Einschätzung adjustieren:

Hard Landing: 70%, Higher for Longer: 25%, Soft Landing: 5%.

Ein US Soft Landing ist für Sie also praktisch ausgeschlossen?

Leider ja. Was ich denke was passieren wird - geschweige denn was ich mir wünsche was passieren sollte - ist für unsere Investmententscheidungen bei der FAM allerdings ziemlich irrelevant.

Wie jetzt?! Das klingt doch sehr überraschend und nach einer recht inkonsistenten Argumentation.

Was auf den ersten Blick inkonsistent klingt, kann bei genauerer Betrachtung sehr wohl logisch und konsequent sein. Wahrscheinlichkeiten zu berechnen, gibt uns das Gefühl von Wissen und Kontrolle. Es handelt sich dabei allerdings um Kontrollillusion. 10% ex-ante Eintrittswahrscheinlichkeit können ex-post 100% sein. Systematisch akkurate Prognosen für komplexe, nichtlineare Systeme abzugeben, ist eine logische Unmöglichkeit. Und die Wirtschaft ist nun einmal ein hochkomplexes und nichtlineares System.

Klingt schlimm!

Ist es aber gar nicht. Wichtig ist nicht, was man denkt was passieren wird, sondern zu wissen, was zu einem gegebenen Zeitpunkt im Markt eingepreist ist. Ist am Markt beispielsweise das Szenario des Hard Landings schon voll eingepreist, verlieren die Anleger kaum Geld, wenn dies dann auch tatsächlich eintritt. Sollte das Hard Landing aber wider

Erwarten doch nicht eintreten, können Investoren viel Geld verdienen. In so einem Fall ist das Upside-Potenzial enorm, das Downside-Risiko minimal. Das Chance-Risiko-Verhältnis ist sehr attraktiv und man kann relativ aggressiv investieren.

Aber das ist noch lange nicht das Beste.

Sondern?

Zu ermitteln, was am Markt eingepreist ist und sich das daraus ergebende Chance-Risiko-Profil abzuleiten, ist wahrlich kein Hexenwerk. In den meisten Fällen sind die unterschiedlichen Märkte sehr konsistent gepreist. D.h. alle preisen mehr oder weniger dasselbe Makro-Szenario ein. Renditepotenzial und Risiko verlaufen dann symmetrisch. Wollen Anleger mehr Rendite erzielen, müssen sie mehr Risiko eingehen. Will man weniger Risiko eingehen, muss auf Renditepotenzial verzichtet werden.

Es gibt allerdings Momente und / oder Situationen, in denen unterschiedliche Assetklassen unterschiedliche Makro-Szenarien einpreisen. In solchen Fällen können wir die preislichen Inkonsistenzen ausnutzen, um konvexe Portfolios zu bauen. Dies geschieht, indem wir verschiedene Assetklassen miteinander kombinieren bzw. verstärkt auf die Assetklasse mit dem besten Chance-Risiko-Profil setzen. Konvexität bedeutet dann, dass wir gut mitlaufen, wenn die Märkte steigen, wir aber wesentlich weniger als der

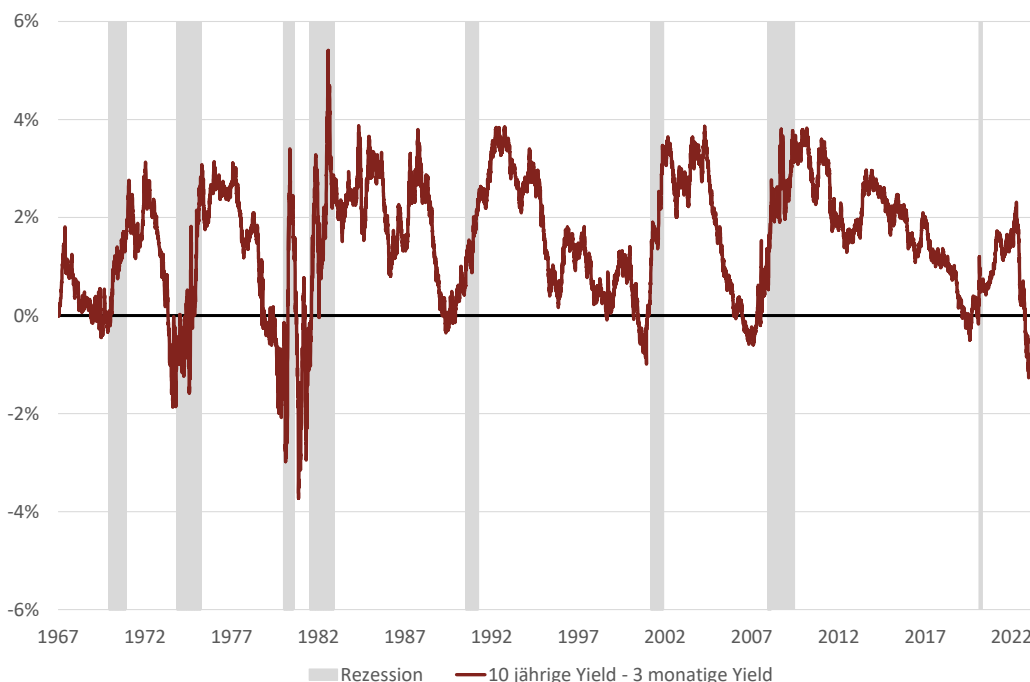
breite Markt verlieren, wenn sie fallen. Dies sind dann Investmentstrategien mit einem hoch-asymmetrischen Chance-Risiko-Profil.

Und so eine Situation durchleben wir im Moment?

So ist es. Der US-Aktienmarkt preist aktuell überwiegend ein Soft Landing ein. Die US-Anleihemärkte sehen es anders. So ist die US-Zinskurve im Bereich zwischen drei Monaten und zehn Jahren stark invertiert. Dies ist historisch betrachtet der zuverlässigste Indikator für eine US-Rezession in den kommenden 12-18 Monaten. In Europa beobachten wir eine noch stärkere preisliche Inkonsistenz zwischen Aktien- und Anleihemarkt. Der hiesige Aktienmarkt (Euro Stoxx 50) ist nur noch 5% vom Hoch im Jahr 2022 entfernt und preist eine Rezessionswahrscheinlichkeit von 10%-15% ein. Der Unternehmensanleihemarkt ist viel skeptischer. In Bezug auf Investment Grade-Emittenten ist hier eine Rezessionswahrscheinlichkeit von 50%-55% eingepreist, bei High Yield sind es sogar ca. 65%.

High Yield ist somit die Assetklasse mit dem besten Chance-Risiko-Profil. Sollte es zu einem Soft Landing kommen, wird sich durch die Einengung der Credit Spreads ähnlich viel verdienen lassen, wie mit Aktien. Sollte das Hard Landing eintreten, werden die Verluste viel geringer ausfallen als bei Aktien, da sich das Rezessionsszenario im Preis der High Yield Anleihen schon zu einem großen Teil widerspiegelt. High Yield ist die bessere Aktie.

This time is different? US-Zinskurve 3M-10J ist invertiert. So eine starke Inversion der Zinskurve im Bereich 3M-10J ohne Rezession gab es noch nie



Quelle: Bloomberg, Stand 20.03.2023

Das sagen Sie bei der FAM doch immer, oder?

Die Evidenz lässt nicht zu, dass wir etwas anderes behaupten. Über einen vollen ökonomischen Zyklus von 7-10 Jahren verdient man mit europäischen High Yield Anleihen tatsächlich genau so viel wie mit europäischen Aktien – allerdings mit einem Viertel der Volatilität und einem Drittel bis zwei Drittel des Drawdowns von Aktien. Es gibt natürlich Zeiträume innerhalb eines ökonomischen Zyklus, in denen Aktien kurzfristig ein besseres Chance-Risiko-Profil aufweisen als Anleihen. Aber auch dies ist momentan nicht der Fall. Das bedeutet, dass High Yield Anleihen auch kurzfristig, also für einen Zeitraum von 12-18 Monaten, das bessere Chance-Risiko-Profil haben.

Und wie ist das Chance-Risiko-Profil der FAM Prämienstrategie?

In der Prämienstrategie können wir die zuvor erwähnten preislichen Inkonsistenzen nutzen, um auch hier ein Portfolio mit einem asymmetrischen Chance-Risiko-Profil aufzubauen. Dazu agieren wir auf der Anleihe Seite offensiver und sind auf der Aktienoptionsseite defensiver positioniert.

Sollte es zu einem Soft Landing kommen, werden wir auf der Anleihe Seite durch die Credit Spread-Einengung ähnlich viel verdienen, wie wir in normalen Zeiten mit einer offensiven Positionierung auf Gesamt-Prämienstrategieebene verdienen würden. Ein zweistelliges Jahresergebnis ist in diesem Szenario absolut vorstellbar. Sollte das Hard Landing eintreten und die Aktienmärkte vom derzeitigen Stand aus 30% verlieren, werden wir auf der Optionsseite aufgrund der defensiven Positionierung relativ wenig Verluste machen. Auf der Anleihe Seite werden wir ebenfalls wesentlich weniger verlieren als der Aktienmarkt, weil (i) Unternehmensanleihen (inklusive HY) in einer Rezession strukturell wesentlich weniger verlieren als Aktien und (ii) der Unternehmensanleihermarkt nicht „von Null startet“, sondern in Bezug auf eine mögliche Rezession bereits viel Negatives eingepreist hat. Die Prämienstrategie wird in diesem Szenario sehr wahrscheinlich nur etwa ein Drittel bis die Hälfte der Verluste machen, die auf den Aktienmarkt zukommen.

Im Falle eines „Higher for Longer“ könnte die eventuelle Steigerung des Basiszins durch eine Einengung der Credit Spreads im HY-Bereich zumindest teilweise kompensiert werden. Sogenannte „Strong Horse Companies“ können ihre EBITDA-Margins halten, dadurch das EBITDA infolge steigender Preise erhöhen und den Leverage runterbringen (Wirtschaftswachstum reduziert Default-Wahrscheinlichkeit). Dies

sollte das Anleiheportfolio und damit die Prämienstrategie auch in solch einem Szenario relativ robust machen.

Sollten sich die Märkte seitwärts bewegen, welcher Renditeanteil der FAM Prämienstrategie wird über die nächsten zwölf Monate dann durch die Optionskomponente und welcher durch die Anleihekomponente generiert?

In einem Seitwärtsmarkt wird die FAM Prämienstrategie ca. 10% Rendite machen. Davon kommen ca. 20% von den Optionen und 80% vom Anleiheportfolio.

Warum brauchen Sie die Optionskomponente dann überhaupt noch?

Heute. Morgen. Und zwei Renditequellen.

Zunächst sollte man ein Fünftel der Erträge ja nicht grundlos verschenken. Zur Erreichung der Zielrendite spielt die Optionskomponente derzeit in der Tat aber nur eine untergeordnete Rolle. Ein Hochfahren des Investitionsgrades an dieser Stelle würde das Risiko hochschrauben, ohne dass wir dafür signifikant mehr Rendite bekommen würden – ein perfektes Beispiel von renditelosem Risiko.

Was passiert aber, wenn es in sechs oder zwölf Monaten an der Börse stark rappelt? Dann werden wir für das Schreiben von Put-Optionen auf Aktienindizes wie den EuroStoxx 50 oder den DAX mit einem Strike Price, der 15% unter dem dann schon stark gefallenem Indexniveau liegt, zweistellige Renditen bekommen. Haben wir dann aufgrund des niedrigen Investitionsgrads auf der Optionsseite ein großes Risikobudget zur Verfügung, können wir die Gelegenheit nutzen, um schnell ein sehr attraktives Optionsportfolio aufzubauen. Das Optionsportfolio alleine wird wahrscheinlich schon in der Lage sein, die ganzen (relativ geringen) Verluste, die wir im Falle eines Börsen-Crashes erleiden, innerhalb von 12-15 Monaten wettzumachen – selbst wenn die Aktienmärkte sich nicht erholen, sondern jahrelang seitwärts laufen. Gleichzeitig haben wir dann noch das Anleiheportfolio mit sehr attraktiven und dank des „Pull-to-Par“-Effekts zuverlässige Renditen.

Zwei Renditequellen zu haben, gibt uns Flexibilität und verbessert das Chance-Risiko-Profil der Strategie. Eine Fußballmannschaft mit einem 24-jährigen Leo Messi und einem 27-jährigen Andrés Iniesta im Kader hat auch mehr Chancen in unterschiedlichen Situationen zu gewinnen als eine, die nur einen der beiden hat.

Die meisten Vermögensverwalter definieren Risiko als Volatilität und versuchen dann optimale Portfolios bzw. Investmentstrategien auf Basis der Kombination von prognostizierten Renditen und Volatilität zu bauen. Sie verfolgen einen etwas anderen Ansatz. Können Sie uns das konzeptionelle Denken, das dahintersteckt, kurz erklären?

Alles fängt mit der Definition von Risiko an. Für uns ist Risiko nicht Volatilität. Vielmehr betrachten wir Volatilität eher als eine Opportunität. Unsere Definition von Risiko ist dagegen, dass mehr Sachen passieren können, als passieren werden. Hinzu kommt die Erkenntnis, dass wir Menschen sehr gerne etwas tun, was wir nicht gut können – nämlich die Zukunft zu prognostizieren.

Ziel der FAM ist es aber gerade nicht, auf Basis von Prognosen optimale Portfolios zu konstruieren. Uns geht es vielmehr darum, auf Basis der vom Markt eingepreisten

Erwartungen robuste Portfolios und Investmentstrategien zusammenzustellen, die in allen möglichen Szenarien überlebensfähig sind. Die Strategien müssen also so gestaltet sein, dass die Portfolios gut mitlaufen, wenn die Börse steigt. Wenn die Börsen gen Süden gehen, sollten die Portfolios weniger stark fallen als der breite Markt. Zudem sollten sie auch den schlimmsten Crash überleben und dazu in der Lage sein, auch größere Verluste innerhalb von 12-18 Monaten wieder auszugleichen, unabhängig davon, ob sich die Börse nach dem Crash erholt oder jahrelang seitwärts läuft.

Auf einen Satz zusammengestampft lautet unsere Investmentphilosophie dann auch für unsere Kunden: „Aktienähnliche Renditen über einen vollen ökonomischen Zyklus von 7-10 Jahren zu generieren und dabei bessere emotionale Erfahrungen beschieren als mit Aktiendirektinvestments.“ Momentan haben unsere beiden Kernstrategien High Yield und Prämienstrategie eine so hohe Konvexität, dass sie diese Investmentphilosophie perfekt abbilden.



Holzhausenschlößchen

CREDIT DEFAULT SWAPS (CDS) UND DIE ÜBERTRIEBENE RISIKOAVERSION AM HIGH YIELD MARKT

Der Markt für europäische Hochzinsanleihen weist aktuell erhebliche Bewertungsanomalien auf. Die Risikoaufschläge sind viel höher, als sie fundamental betrachtet eigentlich sein dürften. Das sorgt für attraktive Chancen, deren Wahrnehmung emotional allerdings nicht ganz einfach ist.

Niels Bohr, der legendäre dänische Physik-Nobelpreisträger, hat es früh erkannt: „Prognosen sind schwierig, besonders wenn sie die Zukunft betreffen.“ Dennoch lieben wir Menschen es, Prognosen abzugeben. Schade nur, dass wir darin hoffnungslos untalentierte sind und die Prognosequalität typischerweise zwischen schlecht und sehr schlecht pendelt. Dies gilt auch für das Gros der Finanzprofis.

Gegenüber der Allgemeinheit bzw. anderen Berufsgruppen haben Finanzprofis allerdings den Vorteil, dass sich ihre Vorhersagen oft auf Wertpapiere beziehen, die täglich gehandelt und gepreist werden. Dies ermöglicht es zu ermitteln, welche zukünftigen Entwicklungen bereits in den Kursen enthalten sind. Damit lässt sich abschätzen, inwiefern ein Investment ein attraktives Chance-Risiko-Profil aufweist – ohne präzise Prognosen über die Zukunft machen zu müssen.

HOHES MASS AN KALKULIERBARKEIT

Es gibt wohl kaum eine Anlageklasse, die sich hierfür besser eignet als Anleihen. Grund hierfür sind die fixierten Cash-Flows (Kupons und Rückzahlungsbetrag), welche im Gegensatz zu Aktien ein deutlich höheres Maß an Kalkulierbarkeit ermöglichen. Die Rendite einer (Unternehmens-)Anleihe besteht aus zwei Komponenten: Basiszins und Credit Spread. Der Credit Spread ist der Zinsaufschlag, den Investoren verlangen, um das mögliche Insolvenzrisiko („Default Risk“) des Emittenten zu übernehmen. Wenn eine in Euro denominierte 1-jährige Anleihe der Firma A eine 8%-ige Endfälligkeitsrendite aufweist und die 1-jährige Bundesanleihe (de-facto das risikofreie Asset in der Eurozone) eine 2%-ige Fälligkeitsrendite („Basiszins“), bedeutet dies, dass der Credit Spread des besagten Corporate Bonds bei 6% liegt.

Mit dieser Information lässt sich dann die vom Markt, also von der Investoren-Community, eingepreiste implizite Ausfallwahrscheinlichkeit („Implied Default Rate“) ermitteln. Wenn Investoren 6% Credit Spread für eine 1-jährige Anlage verlangen,

müsste dies im Prinzip bedeuten, dass sie für die kommenden zwölf Monate für die Firma A eine 6%-ige Ausfallwahrscheinlichkeit unterstellen.¹

Allerdings ist dies nur auf den ersten Blick korrekt. Geht ein Unternehmen nämlich Pleite, stehen die Anleihegläubiger nicht zwangsläufig mit null da. Die Firma A hat vermutlich noch Vermögenswerte, die der Insolvenzverwalter im Falle eines Defaults verkaufen würde. Damit könnte ein Teil der Anleihe zurückgezahlt werden. Im langfristigen historischen Durchschnitt beträgt diese sogenannte „Recovery Rate“ bei High Yield Bonds ca. 40%. Das bedeutet, dass Anleihegläubiger im Falle eines Defaults nicht 100%, sondern im Mittel nur 60% des Nominalwerts verlieren.

Wenn die Investoren 6% Credit Spread verlangen, um für einen potenziellen Verlust von 60% kompensiert zu werden, dann rechnen sie mit einer Auswahlwahrscheinlichkeit der Firma A über die kommenden 12 Monate von 10% ($6 / 60 = 10\%$).¹

¹Es handelt sich um eine vereinfachte Berechnung und nur gültig für niedrige Credit Spreads. Für höhere Credit Spreads überschätzt die vereinfachte Berechnung die tatsächlichen Ausfallwahrscheinlichkeiten - desto höher der Credit Spread, desto höher die Überschätzung. Die Logik, auf der die vereinfachte Berechnung basiert, ist im Grunde dieselbe für die komplexere, genauere Berechnung.

DER UMWEG ÜBER DIE VERSICHERUNGSPRÄMIE

Dieselbe Logik kann auch auf sogenannte Credit Default Swaps (CDS) angewendet werden. CDS sind derivative Kontrakte, die als Versicherungen gegen die Insolvenz einer Firma dienen. Ein CDS garantiert, dass Anleihegläubiger den Nominalwert einer Anleihe zurückgezahlt bekommen, wenn der Emittent in der Zwischenzeit zahlungsunfähig wird. Der Kurs eines CDS notiert in Basispunkten (bps). Wenn der 1-jährige CDS für Firma A mit 600 bps notiert, müssen Investoren also einen Betrag in Höhe von 6% des

Nominalwerts der Anleihe bezahlen, um sich gegen die Insolvenz zu versichern. Beträgt die Recovery Rate einer Anleihe im Insolvenzfall 40%, folgt daraus, dass CDS Investoren auch hier mit einer impliziten Auswahlwahrscheinlichkeit der Firma A über die kommenden zwölf Monate von 10% rechnen ($6 / 60 = 10\%$). Auf Basis des Preises eines 1-jährigen CDS lässt sich also die eingepreiste implizite Ausfallwahrscheinlichkeit eines Anleiheemittenten mit folgender (leicht vereinfachter) Formel berechnen:

$$\text{Preis CDS} = (1 - RR) * iA$$

RR = Recovery Rate

iA = implizite Auswahlwahrscheinlichkeit des Emittenten

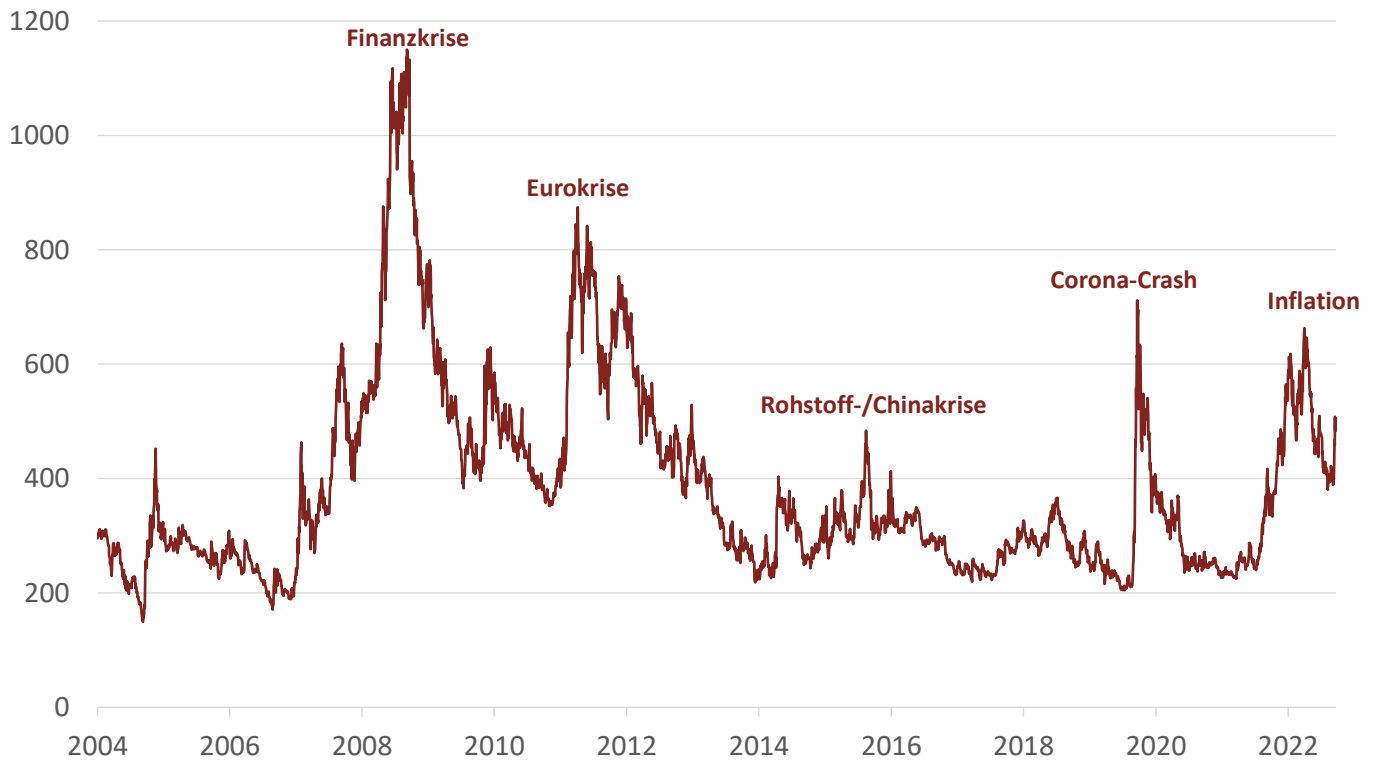
und somit: $iA = \text{Preis CDS} / (1 - RR)$

Credit Default Swaps werden aber nicht nur für einzelne Emittenten gehandelt, sondern es gibt auch CDS-Indizes (äquivalent zu Anleiheindizes), inklusive Indizes für High Yield Anleihen. Der 5-jährige CDS für den europäischen HY-Markt (5-jährige CDS auf den Markt iTraxx Europe Cross-over Index) notiert aktuell bei 500 bps. Damit ist implizit eine kumulierte 5-jährige Auswahlwahrscheinlichkeit von 35% für den europäischen HY-Markt eingepreist (Annahme: durchschnittliche Recovery Rate = 40%).

Die Marktteilnehmer erwarten also, dass 35% der europäischen Firmen mit ausstehenden High Yield Anleihen in den nächsten fünf Jahren zahlungsunfähig werden. Präziser gesagt: 35% des ausstehenden Volumens europäischer

HY-Anleihen wird in den nächsten fünf Jahren in den sog. „Default“ gehen. Seit der Gründung des europäischen HY-Marktes 1998 war das „dunkelste“ fünfjährige Zeitfenster für Insolvenzen die Periode 2007-2011. Diese fünf Jahre beinhalten die Auswirkungen der Finanzkrise 2008/09 und der Eurokrise. Die kumulierte Ausfallrate erreichte damals knapp 13,5% des gesamten ausstehenden HY-Anleihevolumens. Momentan wird also eingepreist, dass über die nächsten fünf Jahre die Insolvenzrate im europäischen HY-Markt 2,7-mal höher ausfallen wird als während der Finanzkrise und Eurokrise zusammen. Diese Unterstellung scheint im historischen Kontext doch stark übertrieben zu sein, wie auch eine andere Betrachtungsweise zeigt.

5-Jahre CDS Markt iTraxx Europe Crossover Index (in Basispunkten)



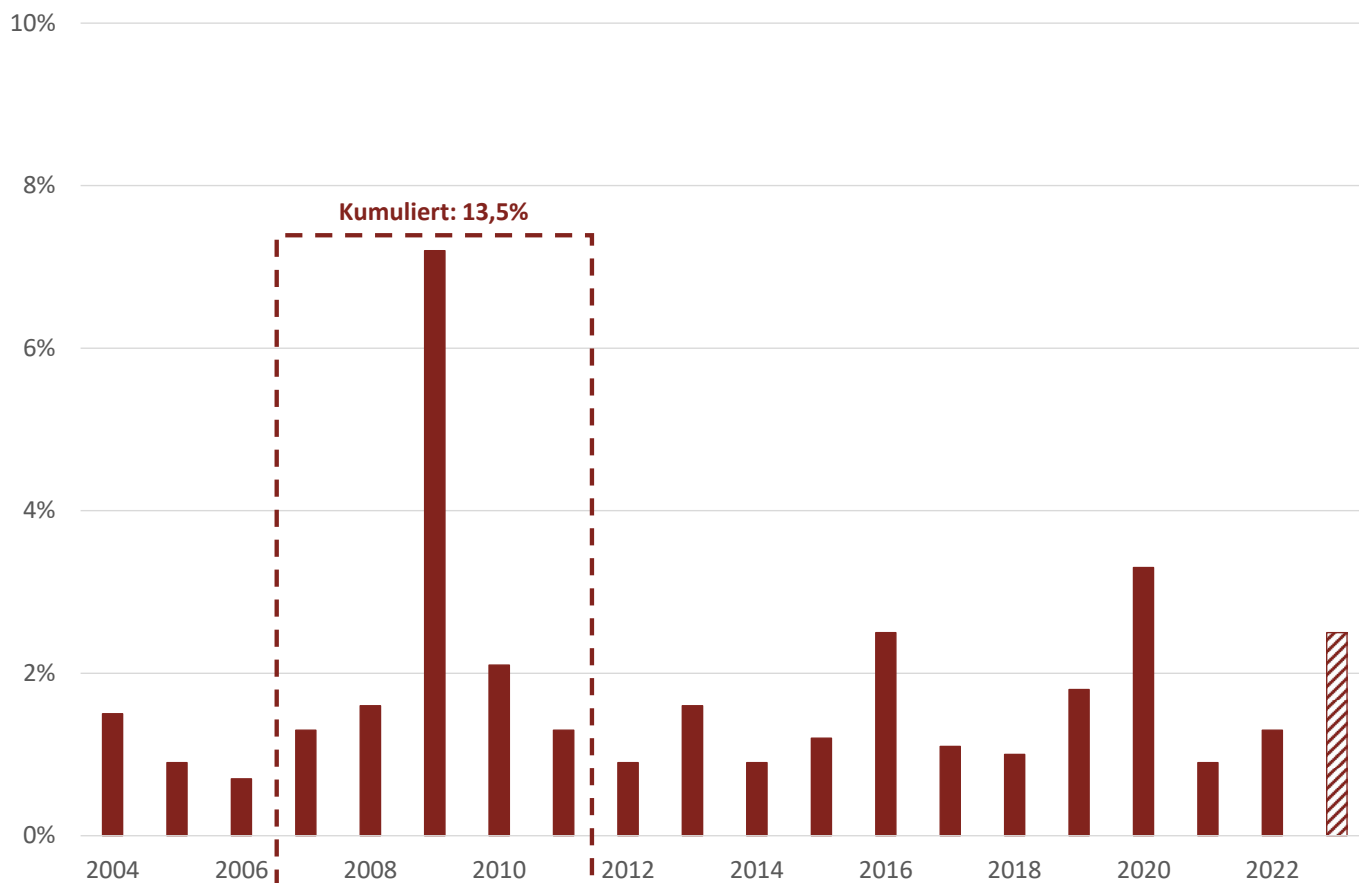
Der aktuelle Wert von 500 bps impliziert eine kumulierte 5-jährige Auswahlwahrscheinlichkeit von 35%. Quelle: Bloomberg, Stand 20.03.2023

POSITIVE ERTRÄGE AUCH BEI 35% AUSFALLRATE

Der durchschnittliche Credit Spread im europäischen HY-Markt ist momentan so hoch, dass für Anleger, die mittels eines HY-ETFs den kompletten Markt kaufen, selbst bei einer kumulierten Ausfallrate von 35% über die nächsten fünf Jahre keine Verluste anfallen würden. Stattdessen würden diese Investoren immer noch so viel verdienen, wie mit dem heutigen Kauf einer 5-jährigen Bundesanleihe, nämlich ca. 2,2% per annum. Zwar würde der Credit Spread der High Yield Anleihen von den Insolvenzen „aufgefressen“ werden, nicht aber der Basiszins. Damit die

Performance bei null liegt, müsste die Insolvenzrate im HY-Markt über die nächsten fünf Jahre sogar bei über 45% liegen. Die Endfälligkeitsrendite im breiten europäischen HY-Markt, gemessen am ICE BofA Euro HY Index, beträgt aktuell 7,9%. Der Index weist eine durchschnittliche Duration von 2,9 auf. Das bedeutet, dass im HY-Markt definitiv zu viel Negatives eingepreist ist. Ende September 2022, als der 5-jährige CDS zeitweise über 650 bps notierte, lag die implizite kumulierte Ausfallrate für die folgenden fünf Jahren sogar bei über 40%.

Kumulierte Ausfallraten in Fünfjahreszeitfenstern (in %)



Quelle: 2004-2021 J.P. Morgan, Stand 06.01.2021, 2022-2023e Fitch Ratings, Stand 20.03.2023

Eine mögliche Erklärung der Daten könnte darin liegen, dass die Risikoaversion der Anleger im High Yield Markt momentan einfach sehr groß ist. Es herrscht Angst vor einer Rezession, verbunden mit einer Pleitewelle. Und genau dies macht den HY-Markt äußerst attraktiv, denn die besten Investitionen haben eine Eigenschaft, die im HY-Markt aktuell vorhanden ist: Sie sind typischerweise analytisch leicht zu erfassen, emotional aber schwierig umzusetzen, da man in solchen Situationen relativ einsam ist und die streng datenbasierte Meinung nur von wenigen anderen Investoren geteilt wird.

Würde allerdings die Mehrheit der Investoren ihr Bauchgefühl ausschalten, die damit verbundene hohe Risikoaversion über Bord werfen und das gute Chance-Risiko-Profil erkennen, das die CDS-basierte Analyse des High Yield Marktes offenbart, würde sich diese Opportunität schnell in Luft auflösen. Dabei bedarf es keinerlei großartig präzisen Prognosen über die Zukunft, um zu diesem Schluss zu kommen. Man muss lediglich ermitteln, welche Risiken bereits in den Kursen eingepreist sind und sich etwas mit der Historie beschäftigen. Würde Niels Bohr noch leben kann man sich seine Reaktion gut vorstellen: „This is pure intellectual beauty! What is there not to like?“



3 Fragen an Philipp Bieber, Fondsmanger FAM Renten Spezial

Herr Bieber, wie haben Sie den „Paukenschlag“ rund um Credit Suisse erlebt?

Unsere Fonds waren nie in Anleihen der CS investiert, wohl aber in der Asset Klasse „CoCo-Bonds“, also nachrangigen Bankanleihen, auch sog. AT1-Anleihen. Denn das Ausnullen der Credit Suisse CoCo-Bonds ohne einer Enteignung der Aktionäre löste zunächst eine Schockwelle aus mit zweistelligen Verlusten bei sämtlich AT1-Anleihen am 20. März. Danach stellten jedoch die European Banking Authority als auch die Bank of England klar, dass die Schweiz hier einen Sonderweg eingeschlagen hat und in Europa ganz klar die Reihenfolge gilt, dass zuerst die Aktionäre einen Totalverlust erleiden müssen, bevor ggf. CoCo-Bonds beschnitten werden. Insofern hat sich der AT1-Markt inzwischen größtenteils erholt. Wir sind weiterhin positiv gestimmt bezüglich des Bankensektors und sehen die Credit Suisse als Sonderfall. Die Ertragslage der europäischen Banken hat sich deutlich verbessert und die Kapitalausstattung ist solide. Der Anteil der Non-Performing Loans ist über die Jahre deutlich gesunken und liegt bei gerade mal 2%.

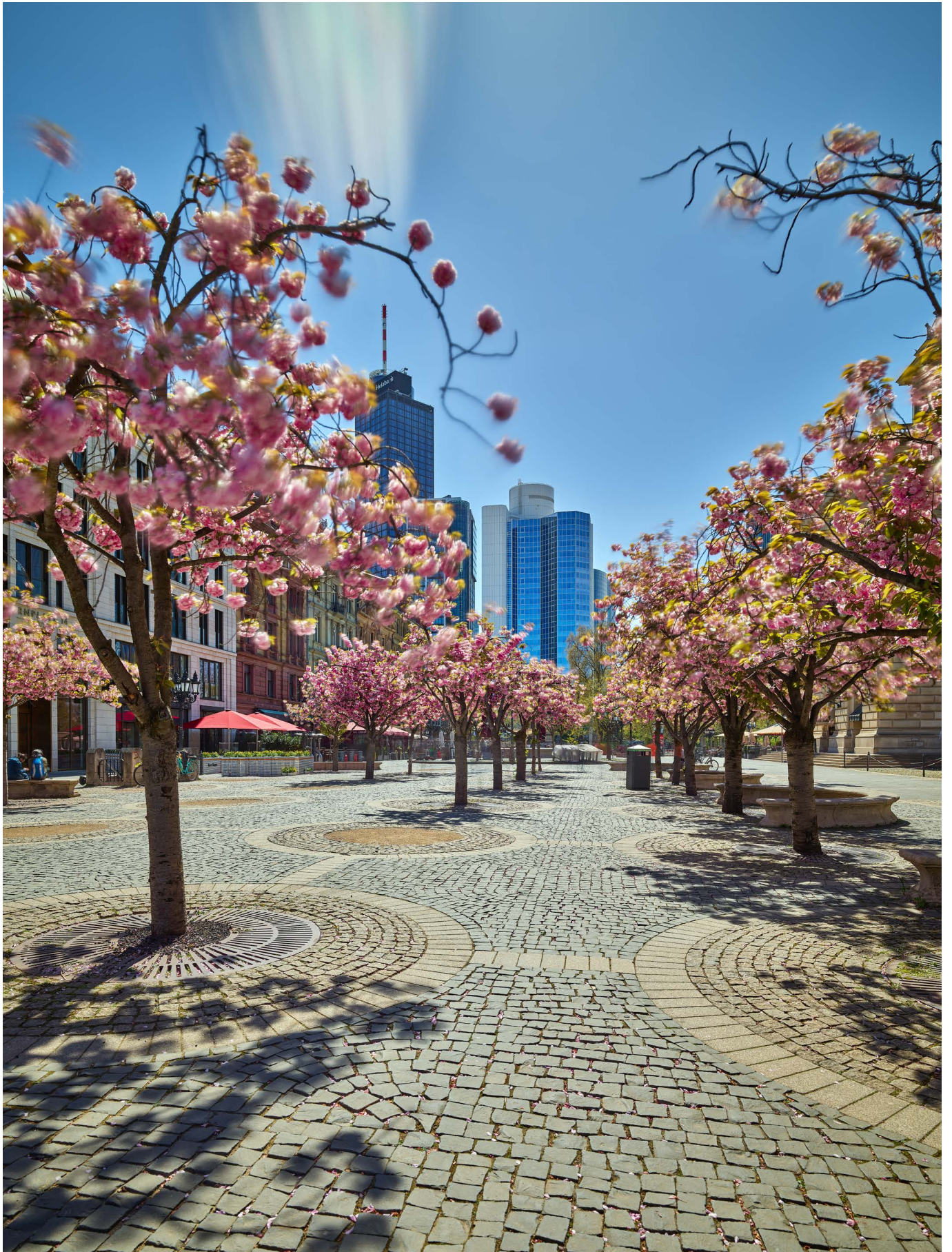
Sehen Sie eine Rezessionsgefahr bzw. wenn es dazu kommen würde, was bedeutet das für ihre Portfoliounternehmen?

Natürlich ist eine Rezession nicht auszuschließen. In den bisherigen Quartals-Calls der Portfolio-

unternehmen sind die Ergebnisse durchaus zufriedenstellend. Neben den bereits angesprochenen Banken gilt das z.B. auch für den Chemiesektor oder Automobilbranche. Dennoch sind wir in einem schwierigen wirtschaftlichen Umfeld, weshalb wir das Portfolio vom FAM Renten Spezial entsprechend ausgerichtet haben. Und zwar achten wir auf eine möglichst kurze Duration und eine breite Streuung. Aus heutiger Sicht haben wir weiterhin keine akuten Sorgenkinder im Bestand.

Für den Markt iTraxx Europe Crossover Index beträgt die auf Sicht von fünf Jahre theoretisch eingepreiste kumulative Ausfallrate derzeit ca. 35%. Lässt sich ein vergleichbarer Wert auch für das Anleiheportfolio des FAM Renten Spezial (WKN A3C544) angeben?

Ja, beim FAM Renten Spezial ist die theoretisch eingepreiste kumulative 5-jährige Ausfallrate knapp 60%. Damit die Anleger einen Verlust mit dem FAM Renten Spezial über 5 Jahre machen, müsste unsere kumulative Ausfallrate über die nächsten 5 Jahren sogar bei über 65% liegen, d.h. mehr als 65% unseres Anleiheportfolios müsste in den Default gehen, damit eine negative Rendite am Ende der 5 Jahre entsteht. Seit Auflage des Fonds im September 2015 haben wir keinen einzigen Default im Portfolio gehabt.



Opernplatz

„DIE WETTE GEGEN STURM UND ERDBEBEN – SO ATTRAKTIV, WIE SELTEN ZUVOR.“



Florian Steiger trat dem Portfolio Management Team von Twelve Capital im Mai 2017 bei und ist Mitglied der Geschäftsleitung von Twelve Capital. Er ist als Strategy Leader für die Cat Bond Strategien der Firma verantwortlich.

Zuvor war Florian Steiger bei Cape Capital in Zürich tätig, wo er den Cape Fixed Income Fund aufsetzte und verwaltete. Vor dieser Tätigkeit arbeitete er in verschiedenen Positionen bei ZAIS Group und Goldman Sachs in London und Zürich. In seiner bisherigen Laufbahn lag Florians Fokus auf strukturierten und illiquiden Kreditprodukten, wie CLOs und Kreditderivate, sowie auf Nachranganleihen europäischer Finanztitel.

Florian hält einen Executive MBA von der Universität St. Gallen (HSG) sowie einen BSc. in Management & Finance der European Business School, Deutschland. Während dieser Zeit absolvierte er Auslandssemester an der Harvard Universität in den USA sowie Praktika bei McKinsey und HSBC.

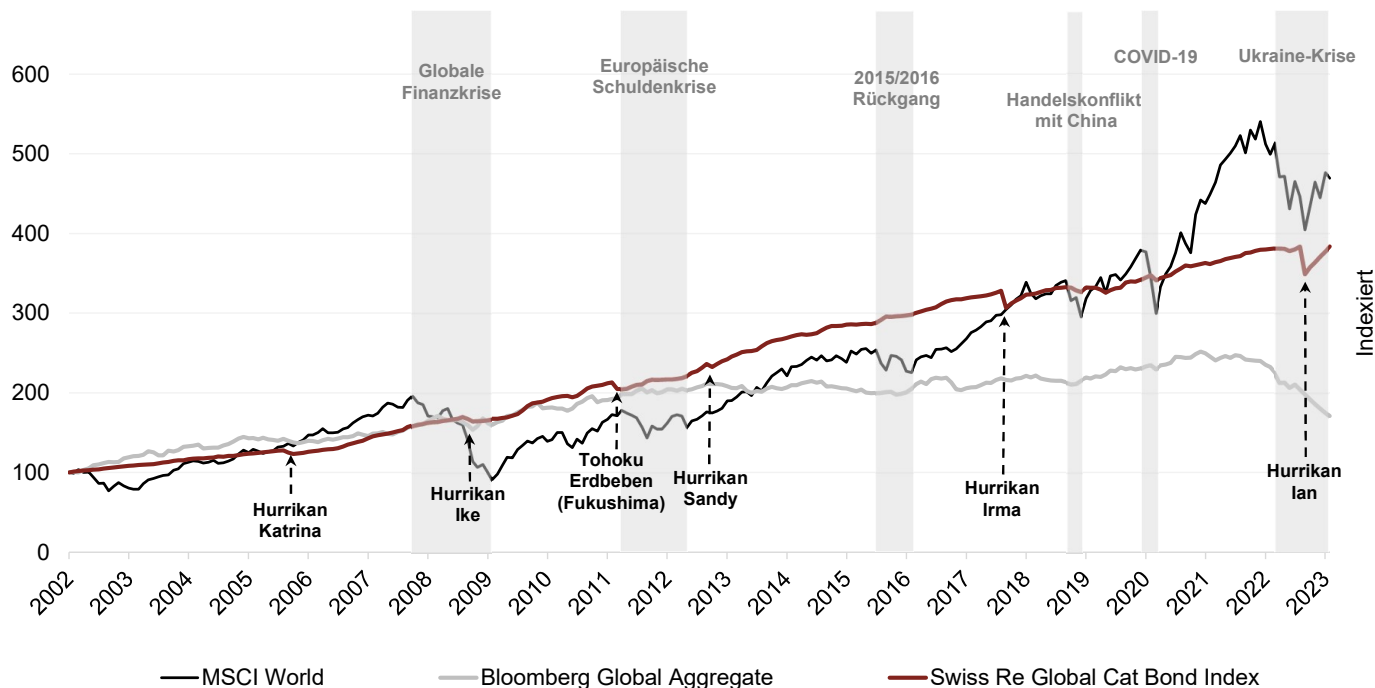
So funktionieren Katastrophenanleihen

Bei Cat Bonds, auch bekannt als Katastrophenanleihen oder Insurance-Linked Securities (ILS), handelt es sich um variabel verzinsliche Schuldverschreibungen (z.B. USD-Libor + Risikoprämie) mit einer festen Laufzeit von meist drei Jahren. Ihre vollständige Rückzahlung ist in der Regel daran geknüpft, dass ein vorab klar definiertes Naturereignis, wie beispielsweise ein Hurrikan der Kategorie fünf (Windgeschwindigkeit ab 250 Km pro Stunde) über Florida, bis zum Laufzeitende nicht eingetreten ist. Andernfalls muss mit einem Teil- oder Totalausfall des eingesetzten Kapitals gerechnet werden. Dabei hängt der Ausfall entweder vom Schadensaufkommen des Emittenten (schadensbasierte Cat Bonds) oder be-

stimmten Parametern (parametrische Cat Bonds) ab. Bei letzteren kann es sich z.B. um die maximale Windgeschwindigkeit oder bei Erdbeben um einen bestimmten Wert auf der Richterskala handeln.

Cat Bonds ermöglichen es Versicherungsunternehmen, Risiken aus ihrem Portfolio an die Kapitalmärkte weiterzugeben und ihre Risikoposition so zu diversifizieren und zu reduzieren. Gleichzeitig bieten sie Investoren die Möglichkeit, in eine Anlageklasse mit attraktiven Renditen zu investieren, die nicht direkt von der Entwicklung der Aktien- oder Anleihenmärkte abhängt oder Kreditrisiken des Emittenten ausgesetzt sind.

Attraktive Renditen und geringe Korrelation zu anderen Finanzmärkten



Quelle: Twelve Capital, Bloomberg, Stand 28.02.2023

Herr Steiger, seit wann gibt es Cat Bonds und wie groß ist der Markt heute?

Cat Bonds wurden erstmals in den späten 1990er Jahren eingeführt, nachdem eine Reihe von Naturkatastrophen zuvor zu grossen Schäden bei Versicherungsunternehmen geführt hatte. Seitdem ist der Markt für Cat Bonds stark gewachsen und hat in den letzten Jahren eine hohe Dynamik gezeigt. Laut Daten von Artemis, einer Plattform für Insurance-Linked Securities (ILS), beträgt das ausstehende Volumen an Cat Bonds rund 40 Milliarden US-Dollar.

Warum sollten Investoren in diese Instrumente investieren?

Die Anlageklasse weist eine Reihe von attraktiven Merkmalen auf.

Erstens bieten Cat Bonds in der Regel eine höhere risiko-adjustierte Rendite als viele herkömmliche Anleihen, um das zusätzlich übernommene Risiko auszugleichen. Dies ist auf die Art und Weise zurückzuführen, wie Cat Bonds strukturiert sind: Ihre Rückzahlung hängt nämlich von der tatsächlichen Häufigkeit und Schwere von Naturkatastrophen ab. Wenn während der Laufzeit der Anleihe keine über die ILS abgedeckte Katastrophe auftritt, erhalten die Anleger ihre

gesamte Investition, zuzüglich der attraktiven Kupons, zurück. Dabei sind Cat Bonds immer als Floater konzipiert und sie lauten immer auf US-Dollar. Neben dem USD-Libor erhalten die Anleger einen Zinsaufschlag. Auf diese Weise wird das (Versicherungs-)Risiko ausgeglichen bzw. langfristig überkompensiert. Sollte jedoch eine Katastrophe eintreten, können die Anleger bei einzelnen Cat Bonds einen Teil oder im Extremfall sogar die gesamte Investition verlieren.

Zweitens können Cat Bonds eine Möglichkeit sein, das Portfolio zu diversifizieren, da ihre Performance nicht unbedingt mit traditionellen Anlageklassen wie Aktien oder Anleihen korreliert. Dies kann dazu beitragen, das Risiko im Portfolio zu reduzieren.

Drittens können Cat Bonds auch eine soziale Verantwortung vermitteln, da sie dazu beitragen können, die finanziellen Auswirkungen von Naturkatastrophen auf betroffene Gemeinden und Volkswirtschaften zu minimieren, indem sie Versicherungsunternehmen dabei unterstützen, Schäden zu decken.

Es ist jedoch wichtig zu beachten, dass Cat Bonds aufgrund ihres komplexen Aufbaus und ihrer spezifischen Risiken nicht für alle Anleger geeignet sind und eine sorgfältige Prüfung erfordern.

Welches sind die typischen Investoren im Cat Bond Markt?

In der Regel handelt es sich um institutionelle Investoren wie Pensionsfonds, Versicherungsgesellschaften, Hedgefonds und Vermögensverwaltungsgesellschaften. Diese Investoren suchen oft nach Anlageinstrumenten, die eine höhere Rendite als traditionelle Anleihen bieten, und sie sind oft dazu in der Lage, die damit verbundenen Risiken einzugehen.

Wie wird das Risiko im Cat Bond Markt beurteilt? Welche Modelle werden hierfür verwendet?

Das Risiko im Cat Bond Markt wird oft anhand von quantitativen Modellen bewertet, die speziell für die Bewertung von Versicherungsrisiken entwickelt wurden. Diese Modelle verwenden historische sowie aktuelle Daten, um die Wahrscheinlichkeit und die potenziellen Schäden von Naturkatastrophen wie Hurrikane, Erdbeben oder Überschwemmungen zu schätzen. Die Modelle verwenden dann diese Schätzungen, um den erwarteten Verlust von Versicherungen und Cat Bonds zu berechnen.

Unterschieden werden in diesem Zusammenhang probabilistische Katastrophenmodelle, ereignisbasierte Modelle und modellbasierte Bewertungsmodelle.

Probabilistische Katastrophenmodelle verwenden statistische Analysen, um die Häufigkeit und Intensität von Naturkatastrophen zu schätzen. Sie nutzen eine Vielzahl von Faktoren, um den Verlust von Naturkatastrophen in verschiedenen geografischen Regionen zu modellieren.

Ereignisbasierte Modelle beruhen auf historischen Daten von tatsächlich eingetretenen Katastrophenereignissen und berechnen den Verlust aufgrund des spezifischen Ereignisses.

Modellbasierte Bewertungsmodelle verwenden schließlich verschiedene statistische Annahmen, um das Risiko zu bewerten. Diese Modelle können auch nicht-katastrophenbedingte Risiken wie Inflation und Zinsänderungen berücksichtigen.

Es ist wichtig zu beachten, dass keines der Modelle Garantien für zukünftige Ergebnisse liefern kann und dass der Cat Bond Markt auch anderen Faktoren, wie etwa Angebot und Nachfrage, Kreditrisiken und Liquiditätseinflüssen ausgesetzt ist.

Sind Katastrophenanleihen auch in Zeiten des Klimawandels attraktive Investments?

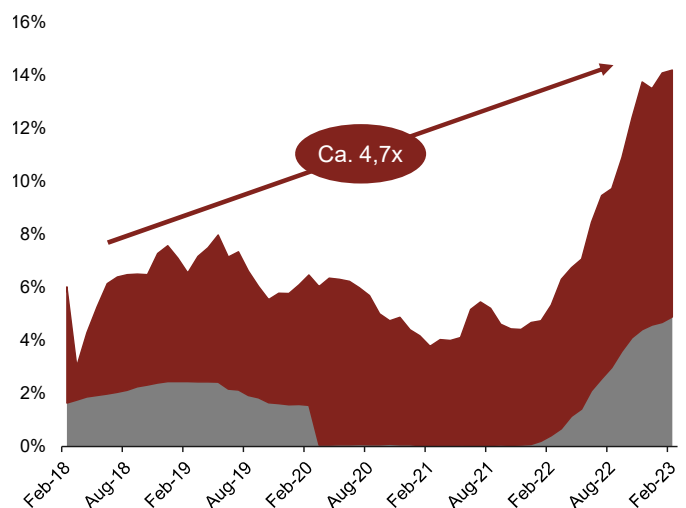
Es gibt einige Argumente dafür, dass Cat Bonds auch in Zeiten des Klimawandels weiterhin attraktive Investments sein können. Dies gilt soweit Versicherungsunternehmen und Risikomanager dazu in der Lage sind, Risiken in den Cat Bond-Strukturen angemessen zu bewerten und zu modellieren.

Davon abgesehen kann der Markt für Katastrophenanleihen von den Bemühungen zur Anpassung an den Klimawandel und zur Verbesserung der Katastrophenresilienz profitieren. Einige Versicherungsunternehmen und Risikomanager arbeiten daran, die Risiken von Naturkatastrophen besser zu bewerten und zu modellieren, um die Preise für Cat Bonds und andere ILS-Instrumente genauer zu bestimmen.

Ist aktuell ein guter Zeitpunkt, in Cat Bonds einzusteigen?

Die Rendite von Katastrophenanleihen befindet sich dank steigender Zinsen sowie einer generellen Kapitalknappheit im Rückversicherungsmarkt nahe einem Allzeithoch. Für neue Investoren ist der Einstiegszeitpunkt aktuell daher sicherlich attraktiver als in den vergangenen Jahren, in denen Cat Bonds dennoch ordentliche Renditen in einem schwierigen Kapitalmarktumfeld abgeworfen haben.

Aktuelle Cat Bond Rendite



Quelle: Twelve Capital, Stand 28.02.2023

Warum hat das Top-Argument „Unkorreliertheit“ ausgerechnet 2022, als man es so dringend gebraucht hätte, nicht funktioniert?

Cat Bonds waren auch im Jahr 2022 grundsätzlich kaum korreliert zum klassischen Finanzmarkt. Leider hat mit Hurrikan Ian im Herbst aber ein sehr teures versichertes Ereignis stattgefunden, das sich spürbar auf die Performance in der zweiten Jahreshälfte ausgewirkt hat. Diese können jederzeit auftreten, völlig unabhängig davon, was gerade am Finanzmarkt passiert. Davon abgesehen hat die Asset Klasse Cat Bonds in Anbetracht der wirklich schlechten Performance im traditionellen Anlagebereich, sprich bei Aktien und Renten, mit einem niedrigen einstelligen Minus im vergangenen Jahr sogar noch ziemlich gut abgeschnitten. Eine Beimischung von Cat Bonds war also auch in 2022 sehr hilfreich.

Inwiefern lassen sich die aktuell hohen Renditen „konservieren“? – Also wie ist denn die Duration bzw. welche Range gibt es hier? Oder allgemeiner gefragt: Welche Möglichkeiten hat man als Fondsmanager überhaupt?

Die Cat Bond Rendite besteht wie bereits erwähnt aus zwei Komponenten: Dem kurzfristigen risikofreien Zins plus einem Renditeaufschlag. Der risikofreie Zins ist variabel und verändert sich, sobald sich die Konditionen am Geldmarkt nach oben oder nach unten bewegen. Diesen Teil der Cat Bond Rendite kann man also, zumindest ohne den Einsatz von Derivaten wie Zinsswaps, gar nicht konservieren. Die Zinsduration ist nahezu bei null. Etwas anders schaut es beim Renditeaufschlag aus, den man zusätzlich zum risikofreien Zins erhält. Dieser ist in der Regel über die Laufzeit der Anleihe – meist drei Jahre – fixiert. Aktuell streben wir eine möglichst hohe Spread Duration an, indem wir Cat Bonds mit dreijähriger Laufzeit bevorzugen. Unser Portfolio hat eine Spread Duration von ca. 2,0 vs. 1,7 am breiten Markt.

Darüber hinaus gibt es leider keine Möglichkeiten, die aktuellen Rekordprämien über einen noch längeren Zeitraum zu sichern. Gleichzeitig ergibt sich durch diese relativ kurze Spread Duration aber auch eine natürliche Quelle von Liquidität, da jedes Jahr auch einige Cat Bonds auslaufen und zurückzahlen.

Was unterscheidet Ihren Fonds von anderen, was sind spezielle Merkmale bzgl. Ihrer Strategie? Ist der Fonds voll investiert oder wird auch Cash gehalten?

Die Twelve Cat Bond Strategie möchte den Investoren einen robusten und nachhaltigen Zugang zum Cat Bond Markt ermöglichen. Wir versuchen entsprechend ein Risiko-Rendite-Profil bereitzustellen, das ungefähr der Marktmittelpunkt entspricht. In unserem ganzheitlichen Investment Ansatz berücksichtigen wir hierbei nicht nur quantitative Merkmale, sondern legen ein besonderes Augenmerk auf die qualitativen Aspekte der einzelnen Instrumente sowie der Versicherungsfirmen, welche diese emittieren. Unsere Produkte peilen einen Investitionsgrad von ca. 90% während der Hurrikan-Saison an. Dies ist die Zeit, in der Performance gemacht werden kann, da ausserhalb der Hurrikan-Saison die Kurse der entsprechenden Cat Bonds eher leicht rückläufig sind.

Rund 80% vom globalen Cat Bond Markt entfallen auf nordamerikanische Hurrikan- und Erdbeben-Risiken. Hier auf fokussieren wir auch unsere Portfolios. Was wir dagegen nicht mögen, sind Risiken im Bereich Waldbrände, Tornados, Hagel und Überflutung. Hier sind die Risiken u.E. nicht gut modelliert und die potenziellen Verluste stehen in keinem Verhältnis zum Spread.

Der Markt ist ja mit 40 Mrd. ein absoluter Nischenmarkt. Welchen Market Share hat Twelve Capital hier und ist das nicht ggf. zu viel, um optimal arbeiten zu können?

Twelve Capital verwaltet ca. 2.5 Mrd. USD in Cat Bond Strategien. Damit sind wir einer der grösseren, aber bei Weitem nicht der grösste Asset Manager in diesem Marktsegment. Aufgrund der kleinen Marktgrössen sind wir aber tatsächlich vorsichtig. So haben wir in der Vergangenheit bereits Neugelder von Investoren abgelehnt, wenn dies zu einer Verwässerung der Rendite geführt hätte. Als Portfoliomanager ist mir die Rendite der bestehenden Investoren am wichtigsten und entsprechend versuchen wir die Kapazität zum Wohle unserer Anleger zu managen.

FAM PRÄMIENSTRATEGIE R

ANLAGESTRATEGIE

Der FAM Prämienstrategiefonds baut Aktienmarkt-Exposure über Optionen auf und nutzt dabei strukturelle und ökonomisch begründbare Marktineffizienzen im Optionsmarkt aus. Parallel wird die verfügbare Liquidität in ein breit gestreutes Rentenportfolio angelegt (Senior-Firmenanleihen

mit Investment und Non-Investment Grade Rating). Ziele sind (a) eine mittel- bis langfristige aktienähnliche Rendite mit einer niedrigeren Volatilität im Vergleich zum Aktienmarkt zu erzielen und (b) auch in seitwärtstendierenden Börsenphasen eine deutlich positive Rendite zu generieren.

PERFORMANCE FAM PRÄMIENSTRATEGIE R VS. EURO STOXX 50 (08.11.2019* - 20.03.2023)

*Auflage des FAM Prämienstrategie R



MANAGERKOMMENTAR: VOLATILE MÄRKTE, STABILE PRÄMIENSTRATEGIE

„How do you go bankrupt? First slowly and then suddenly“. Die Implosion der Silicon Valley Bank (SVB) und Turbulenzen bei der Credit Suisse, die zu der Übernahme durch die UBS führten, haben Ernest Hemingway wieder zum „must read“ Schriftsteller in den Chefetagen von Banken und Zentralbanken gemacht.

Die Anleger sind im März in „flight-to-safety“ Modus umgeschaltet:

- Die Aktienmärkte sind gefallen: „peak-to-through“ haben der Euro Stoxx 50 und der DAX jeweils 6,6% und 6,0% abfedern lassen;
- HY Credit Spreads haben sich ausgeweitet: 87bp auf 500bp für den iTraxx 5y CDS Generic Europe Xover;
- Investment Grade Anleihen sind gestiegen: knapp 0,8% beim ICE Bofa Europe Corporate Index (im Peak sogar knapp 1,2%);
- Die US-Staatsanleihen und Bunds kannten nur eine Richtung - nach oben: der REXP ist um knapp 3,1% und der Bloomberg US Treasury (TR Unhedged USD) Index um 2,7% gestiegen.

Und wie hat die FAM Prämienstrategie in diesem hoch volatilen Umfeld performed? Ziemlich stabil. Der Verlust seit Anfang des

Monats lag bei 1,3% (eine 1,5% Outperformance sowohl ggü. den Euro Stoxx 50 wie auch ggü. den DAX) und der Drawdown erreichte -1,4% (eine Outperformance von 5,2% ggü. den Euro Stoxx 50 und 4,6% ggü. den DAX).

Im März wurde mehr als ein Fünftel des Optionsportfolios fällig und wir haben diesen nur sehr geringfügig ersetzt. Die Gründe dafür hatten wir im Februar Managerkommentar erläutert: der Relative Value ist aktuell wesentlich besser im Anleihebereich - IG und vor allem HY - als im Aktien- und Aktienoptionsbereich. Dementsprechend sind wir offensiv auf der Anleihe- und defensiv auf der Optionsseite positioniert. Die sehr hohe Rendite des Anleiheportfolios ermöglicht es uns, die Renditeziele der FAM Prämienstrategie vollkommen zu erreichen sowohl in einem Seitwärtsmarkt als auch im Falle eines „Soft Landings“ (aufgrund der Einengung der Credit Spreads). Die defensive Positionierung auf der Optionsseite wiederum ermöglicht uns das Downside-Risiko im Falle eines „Hard Landings“ oder „Financial Accidents“ wesentlich zu reduzieren.

Fazit: die FAM Prämienstrategie ist weiterhin stark konvex - eine sehr wertvolle Eigenschaft in Zeiten hoher Ungewissheit.

Top Basiswerte Optionen (Notional in % des Fondsvolumen)

EuroStoxx50	60,5 %
ALPHABET INC-A	1,3 %
S&P 500	1,2 %

Optionen – Laufzeit

> 12 Monate	6,0 %
9 - 12 Monate	14,7 %
6 - 9 Monate	41,4 %
3 - 6 Monate	15,3 %
< 3 Monate	22,6 %

Optionen – Sektoraufteilung Basiswerte

Indizes	97,9 %
Technologie	2,1 %

Performance Kennzahlen (per 20.03.2023)

	1 Monat	lfd. Jahr	1 Jahr	2 Jahre	3 Jahre	seit Auflage
FAM Prämienstrategie	-1,3 %	2,8 %	-2,5 %	-3,8 %	43,7 %	-1,4 %
EuroStoxx 50 (TR)	-2,8 %	-9,0 %	9,4 %	14,1 %	83,2 %	22,1 %
Differenz	1,5 %	-6,2 %	-11,9 %	-17,9 %	-39,5 %	-23,5 %

STAMMDATEN

ISIN	LU2012959123
WKN	A2PNH5
Rücknahmepreis (EUR)	46,38
Fondsvermögen (EUR Mio.)	24,51
Strategievermögen (EUR Mio.)	317,2
Auflagedatum	08.11.2019
Geschäftsjahresende	31.12.
Verwahrstelle	Hauck Aufhäuser Lampe
KVG	Axxion S.A.
Domizil	Luxemburg
Währung	EUR
Ertragsverwendung	Ausschüttend
Portfolioverwalter	FAM Frankfurt Asset Management AG
TER	1,73 %
Bestandsprovision	0,00 %
Management-Fee	1,00 %
Performance-Fee	Keine
Mindestanlage (EUR)	Keine
Sparplanfähig	Ja

LETZTE AUSSCHÜTTUNGEN

06.12.2022	1,00 €
06.12.2021	1,00 €
07.12.2020	1,00 €

FONDS-KENNZAHLEN

Seitwärtsrendite p.a.	9,7 %
Max. Rendite p.a.	9,7 %

Optionsportfolio

Investitionsgrad	63 %
Seitwärtsrendite (nur Zeitwert)	2,1 %
Max. Rendite p.a.	2,1 %
Ø Discount (zum Underlying)	25,3 %
Delta Optionsportfolio + Aktien	0,08
Ø Restlaufzeit Optionen (Tage)	238
Ø Strike	76 %

Anleiheportfolio

Investitionsgrad Anleihen	99 %
Rendite bis Endfälligkeit	7,6 %
Ø Kupon	2,7 %
Ø Bonität	Baa2
Ø Fälligkeit (Jahre)	3,2
Fremdwährungsexposure	1,9 %
Anzahl Emittenten	62

Statistik

Volatilität (seit Auflage)	13,0 %
Sharpe-Ratio (seit Auflage)	0,0
Maximum Drawdown	-34,2 %
Time-to-Recovery (Tage)	412

FAM RENTEN SPEZIAL A

ANLAGESTRATEGIE

Der FAM Renten Spezial richtet sich an alle Zinssparer, die einen überdurchschnittlichen Ertrag anstreben und dafür bereit sind, gewisse Risiken einzugehen. Der Schwerpunkt des breit gestreuten Rentenportfolios liegt bei Senior-Firmenanleihen aus Europa mit einem Non-Investment-

grade-Rating. Daneben kann z.B. auch in Nachranganleihen von Industrie- und Finanzunternehmen investiert werden. Die Referenzwährung lautet auf Euro, wobei auch andere Währungen beigemischt werden können.

PERFORMANCE FAM RENTEN SPEZIAL VS. HY ETF (15.09.2015* - 20.03.2023)

*seit 01.03.2022 FAM Renten Spezial A Tranche, davor I-Tranche



MANAGERKOMMENTAR: KEIN CREDIT SUISSE-EXPOSURE / DROHT JETZT DIE FINANZKRISE 2.0? Stand: 20.03.2023

Keine Frage, der sog. „Merger“ zwischen der UBS und der Credit Suisse inklusive des Ausnullens der CoCo-Bonds (sog. AT1 Anleihen) war ein echter Paukenschlag. Der FAM Renten Spezial hat kein Exposure bzgl. Credit Suisse, wohl aber Co-Co-Bonds von anderen Emittenten im Umfang von 12,3%.

Es bleibt abzuwarten, welche Auswirkungen das CS-Debakel und die aus unserer Sicht unglückliche Entscheidung des schweizerischen Regulators auf die Asset Klasse „CoCo-Bonds“ haben wird. Immerhin sind auf einen Schlag rund 7% des europäischen AT1-Marktes ausgelöscht worden, und die für uns eigentlich klare Rangfolge „erst die Aktien Ausnullen und danach – falls erforderlich - das AT1-Kapital beschneiden“ wurde hier nicht eingehalten.

Dankenswerterweise hat sich die EBA („European Banking Authority“) am Montag, den 20. März, zu Wort gemeldet und klargestellt, dass zunächst die Gesellschafter einen Totalverlust erleiden müssen und erst danach die AT1-Bonds herangezogen werden dürfen. Im Tagesverlauf konnten sich die Co-Co-Bonds von ihren anfänglichen Verlusten im Bereich von 10% deutlich erholen.

Aus unserer Sicht ist der Bankensektor besser aufgestellt als im Jahr 2008. Damals war das gesamte Banken-Eigenkapital bei ca. 2 Billionen US-Dollar (2,5% des damaligen globalen BIPs) – heute liegen wir bei rund 6 Billionen US-Dollar (6% des heutigen globalen BIPs). Damals gab es ein massives Solvenzproblem, denn die Subprime-Darlehen summierten sich auf rund 2 Billionen US-Dollar und waren also in gleicher Höhe

wie das gesamte Equity. Heute handelt es sich um eine Liquiditätskrise, die durch mangelndes Vertrauen ausgelöst wurde. Dabei erwischte es mit der amerikanischen Silicon Valley Bank oder der schweizerischen Credit Suisse Institute, die in Folge diverser gravierender Managementfehler ganz besonders schwach aufgestellt waren. Noch ist es zu früh, um festzulegen, ob es sich um einige wenige Einzelfälle handelt, die letztlich zu Recht gescheitert sind, oder ob es zu einem Flächenbrand kommt, der auch gut aufgestellte Banken in Bedrängnis bringt. Bevor dies jedoch konkret droht, werden Politik und Notenbanken mit an Sicherheit grenzender Wahrscheinlichkeit einschreiten. So ist z.B. die US-Politik derzeit (noch) nicht bereit, sämtliche Deposits in jeglicher Höhe zu garantieren, was sich jedoch kurzfristig ändern kann.

Was aktuell aber bereits klar ist: Banken werden restriktiver bei der Kreditvergabe. Teilweise müssen sie das auch, denn die eigene (Fremd-)Finanzierung wird teurer. Beispiel: Senior-Bonds der UBS mit mittlerer Laufzeit haben im Kurs verloren und handeln bei rund 5,5% Rendite. Insofern sind die bislang recht verhaltenen Prognosen bezüglich der Default Rate bei European High Yield (Range für 2023 ca. 2,5% bis 4%) eventuell nicht mehr haltbar. Eine echte Pleitewelle à la 2009/2010 steht uns aber auch nicht bevor.

Wenn man dem Ganzen einen positiven Aspekt abgewinnen möchte: Die Phase der aggressiven Zinserhöhungen dürfte vorüber sein. Die Notenbanken werden wieder expansiver. Zuletzt hat die FED ihre Bilanz massiv ausgeweitet.

Zum FAM Renten: Der Fonds hat seit einigen Monaten ganz bewusst auf eine kurze Duration sowie auf eine sehr breite Streuung gesetzt, um etwaige Marktturbulenzen einigermaßen abfedern zu können. Akute Sorgenkinder befinden sich nach wie vor keine im Portfolio. Die Portfoliorendite beträgt 13,1% bei einer durchschnittlichen Restlaufzeit von 3,4 Jahren (Modified Duration 2,7) und einem durchschnittlichen Rating von B1. Es ist also bereits sehr viel Negatives eingepreist – das war auch bereits vor der aktuellen Bankenkrise so. Insofern profitiert der Fonds von einer sehr hohen Carry (laufende Rendite 6,9%) und tiefen Cash Preisen der Portfoliotitel (Durchschnittspreis: 84,3%).

Top Emittenten Renten

5,750%	Sigma Holdco BV 2026	3,1 %
5,750%	Lenzing AG Perp NC 2025	2,9 %
3,875%	Tele Columbus AG 2025	2,6 %
4,125%	Adler Pelzer Holding GmbH 2024	2,6 %
3,500%	Grupo Antolin-Irausa SA 2028	2,3 %
7,375%	LeasePlan Corp NV Perp NC 2024	2,3 %
9,494%	Skill Bidco ApS 2028	2,3 %
1,750%	CECONOMY AG 2026	2,2 %
6,375%	Schoeller Packaging BV 2024	2,0 %
8,621%	Mutares SE & Co KGaA 2024	1,9 %

Bonitätsaufteilung

Cash	2,1 %
Baa	4,3 %
Ba	36,3 %
B	41,9 %
Caa	15,4 %

Währungsallokation

EUR	97,6 %
USD	1,6 %
CHF	0,8 %

Asset Allocation

Renten	97,9 %
Kasse	2,1 %

Performance-Kennzahlen

	1 Monat	lfd. Jahr	1 Jahr	3 Jahre	5 Jahre	seit Auflage	seit Auflage p.a.
FAM Renten Spezial	-2,0 %	2,7 %	-4,1 %	23,7 %	11,1 %	30,3 %	3,6 %
iShares Euro HY*	-1,0 %	1,0 %	-3,7 %	24,4 %	1,4 %	12,7 %	1,6 %
Differenz	-1,0 %	1,7 %	-0,4 %	-0,7 %	9,7 %	17,6 %	2,0 %

*Blackrock ETF-Bloomberg EUNW GY



Best Fund over 3 Years
Bond EUR High Yield



Best Fund over 5 Years
Bond Global EUR



Best Fund over 3 Years
Bond Global EUR



Gewinner der Kategorie
RENTEN



STAMMDATEN

ISIN	DE000A3C5448
WKN	A3C544
Rücknahmepreis (EUR)	90,41
Fondsvermögen (EUR Mio.)	50,72
Auflagedatum	01.03.2022
Geschäftsjahresende	31.12.
Verwahrstelle	Donner & Reuschel AG
KVG	Hansainvest Hanseatische Invest GmbH
Domizil	Deutschland
Währung	EUR
Ertragsverwendung	Ausschüttend
Portfolioverwalter	FAM Frankfurt Asset Management AG
Maximaler Ausgabeaufschlag	3,00 %
Maximaler TER	0,96 %
Bestandsprovision	0,00 %
Management-Fee	0,70 %
Performance-Fee	Keine
Mindestanlage (EUR)	Keine
Sparplanfähig	Ja

AUSSCHÜTTUNGEN

14.02.2023	1,20 €
15.11.2022	1,20 €
16.08.2022	1,20 €

FONDS-KENNZAHLEN

Investitionsgrad	97,9 %
Rendite bis Endfälligkeit	13,1 %
Durchschnittliche Fälligkeit (Jahre)	3,4
Modified Duration	2,7
Durchschnittlicher Kupon	5,8 %
Durchschnittlicher Anleihepreis	84,3
Laufende Rendite	6,9 %
Fremdwährungsexposure (FX)	2,4 %

STATISTIK

Volatilität (3 Jahre)	6,7 %
Sharpe-Ratio (3 Jahre)	0,73
Maximum Drawdown	-21,0 %
Time-to-Recovery (Tage)	248



FAM Frankfurt Asset Management AG
Taunusanlage 1
60329 Frankfurt am Main

Telefon +49 (0) 69 244 500 50
E-Mail info@frankfurtasset.com
Web www.frankfurtasset.com

IMPRESSUM

Herausgeber:
FAM Frankfurt Asset Management AG
Taunusanlage 1
60329 Frankfurt am Main

Redaktionsschluss: 23.03.2023
Auflage: 500 Stück

Gestaltung & Realisierung:
motion one GmbH
Wilhelmstraße 4
65185 Wiesbaden

Fotos: Peter Wiederholt
© 2023 Änderungen vorbehalten

DISCLAIMER

Diese Publikation wurde von der FAM Frankfurt Asset Management AG erstellt. Sie ist kein Angebot, keine Anlageberatung oder Anlageempfehlung und keine unabhängige Finanzanalyse und kann eine Anlageberatung nicht ersetzen. Die gesetzlichen Anforderungen zu Unvoreingenommenheit von Finanzanalysen wurden nicht eingehalten. Ein Verbot des Handels der besprochenen Finanzprodukte vor oder nach der Veröffentlichung dieses Dokuments besteht nicht.

Die Publikation dient ausschließlich der Information unserer Kunden und darf nicht weitergegeben werden. Sie darf weder ganz noch teilweise an Dritte weitergegeben oder ohne schriftliche Einwilligungserklärung verwendet werden.

Die Informationen in diesem Dokument beruhen auf externen Quellen, die wir für zuverlässig halten, aber keiner neutralen Prüfung unterzogen haben. Wir übernehmen weder Gewähr noch Haftung für die Richtigkeit und Vollständigkeit der Informationen. Die in diesem Dokument vertretenen Meinungen stellen ausschließlich die Auffassungen der Autoren dar und können sich jederzeit ändern; solche Meinungsäußerungen müssen nicht publiziert werden.

Frühere Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung. Der Wert jedes Investments oder der Ertrag kann sowohl sinken als auch steigen, und Sie erhalten möglicherweise nicht den investierten Gesamtbetrag zurück. Dort, wo ein Investment in einer anderen Währung als der lokalen Währung des Empfängers der Publikation denominated ist, könnten Veränderungen des Devisenkurses eine Negativwirkung auf Wert, Kurs oder Ertrag dieses Investments haben.