

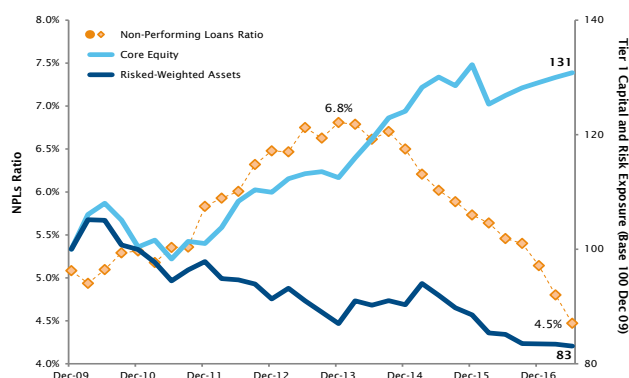
DIE BEDEUTENDE CHANCE IN NACHRANGIGEN ANLEIHEN HAT DIE ERWARTUNGEN ERFÜLLT

100,000,000

ZUSAMMENFASSUNG

- Die Finanzkrise von 2008-2009 veränderte das Umfeld für Anleger in festverzinslichen Wertpapieren, da sie neue Chancen schuf, vor allem für Kreditspezialisten
- Die tatsächlichen Auswirkungen der Finanzkrise waren nicht sofort ersichtlich, sondern traten erst im Laufe der Monate und sogar Jahre zunehmend stärker zutage, eine ganze Weile nach der Erholung der Aktienmärkte von den extremen Verlusten
- Im August 2016 beschloss SYZ Asset Management, einen spezialisierten Fonds für europäische nachrangige Anleihen aufzulegen, der vor Kurzem ein Volumen von EUR 100 Mio. erreichte
- Unsere Spezialisten für Unternehmensanleihen in der Niederlassung in Mailand, die seit 2003 Anlagen in diesem Bereich verwalten, erkannten eine einzigartige Chance in nachrangigen Anleihen, die sich aus der Finanzkrise und den mit ihr einhergehenden Auswirkungen auf die Regulierungsbestimmungen und das Finanzierungsverhalten ergeben hatte
- Bislang hat sich die Strategie sehr gut entwickelt und die Aussichten in diesem wachsenden Bereich sind nach wie vor attraktiv

Diagramm 1: Die Auswirkungen notleidender Kredite auf die Bilanzen der Banken erzwangen dramatische Veränderungen bei den Geschäftspraktiken (Kreditvergabe) und Eingriffe der Aufsichtsbehörden, um den Zusammenbruch von Banken zu verhindern



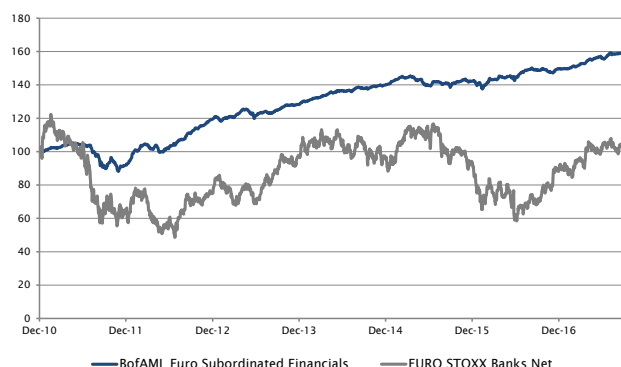
Quellen: Bloomberg, SYZ Asset Management
Stand der Daten: Freitag, 29. September 2017

All diese Faktoren hatten bedeutende Auswirkungen auf den Markt für nachrangige Anleihen, der sich seit 2008 enorm weiterentwickelt hat, nicht nur im Hinblick auf seine Größe und Liquidität, sondern auch in Bezug auf die Eigenschaften der Anleihen und das regulatorische Umfeld. Die meisten Anleger setzten über Aktien auf

EINE STRUKTURELLE CHANCE NACH DER FINANZKRISE

Die Finanzkrise hatte schwerwiegende Auswirkungen auf die Banken. Enorme Verluste aufgrund der starken Zunahme notleidender Kredite (siehe Abbildung 1 unten) hatten zur Folge, dass sich die Banken aus vielen traditionellen Aktivitäten zurückzogen, auch aus der Vergabe von Krediten an alle, die nicht zu den finanzstärksten Emittenten zählten. Zur gleichen Zeit begannen die Finanzinstitute unter dem Druck der strengeren Regulierungsbestimmungen mit einer strukturellen Sanierung ihrer Bilanzen durch Verbesserung ihrer Kapitalstruktur und ihrer Aktivaqualität. Der Finanzierungsbedarf von Nichtfinanzunternehmen verschwand jedoch nicht, nur weil sich die Banken aus dem Markt zurückzogen. Stattdessen rückten andere Akteure in diesen Bereich vor, zum Beispiel institutionelle Investoren auf der Suche nach attraktiven Renditechancen.

Diagramm 2: Die Anlage in europäischen Finanzwerten über nachrangige Anleihen war erstens viel sicherer, aber auch erheblich lohnender als der Versuch, den richtigen Zeitpunkt für die Erholung der Aktienkurse zu erwischen



Quellen: Bloomberg, SYZ Asset Management
Stand der Daten: 25. Oktober 2017

das Thema der Rekapitalisierung der Banken. Diese Anlagen haben in den letzten Jahren kräftig zugelegt. Nach den meisten Maßstäben sind die Bewertungen von Bankenaktien mittlerweile auf ein angemessenes Niveau oder sogar noch höher gestiegen. Bei nachrangigen Anleihen war dies nicht der Fall, da es sich bei ihnen um eine neue Unterkategorie festverzinslicher Anlagen handelte, die bei den Anlegern relativ unbekannt und für sie unzugänglich war. Infolgedessen ist die Chance bei nachrangigen Anleihen immer noch sehr attraktiv, obwohl sie mittlerweile eine wachsende Unterkategorie darstellen und sowohl von Finanz- als auch von Nichtfinanzunternehmen ausgegeben werden.

WAS WIR AM MARKT FÜR NACHRANGIGE ANLEIHEN 2017 BEOBACHTET HABEN

Im ersten Jahr unserer eigenständigen Strategie für nachrangige Anleihen trat fast alles ein, was das Team erwartet hatte. Die Neubewertung nachrangiger Anleihen und damit auch ihre positive Wertentwicklung wurde von guten und sich verbessernden Konjunkturdaten und fundamentalen Faktoren angetrieben. Die größere Risikobereitschaft und das zunehmende Wissen und Im ersten Jahr unserer eigenständigen Strategie für nachrangige Anleihen trat fast alles ein, was das Team erwartet hatte. Die Neubewertung nachrangiger Anleihen und damit auch ihre positive Wertentwicklung wurde von guten und sich verbessernden Konjunkturdaten und fundamentalen Faktoren angetrieben. Die größere Risikobereitschaft und das zunehmende Wissen und Interesse der Anleger an der Unterkategorie unterstützten die Nachfrage. Obwohl die Wissenslücke tatsächlich schrumpfte, was auf die Anlegerstimmung sowie auch einfach auf die Notwendigkeit zurückzuführen war, in „risikoreicheren“ Teilen der Kapitalstruktur attraktive Renditen zu finden, bestanden die bedeutenden Informationsasymmetrien weiter, sodass aktive und versierte Anleger hohe Renditen erzielen konnten.

Aus Top-down-Sicht erlebte Europa einen positiven und zunehmend in Fahrt kommenden Konjunkturzyklus mit einer weiterhin verhaltenen Inflation. Unterstützt wurde dieser Trend durch eine Geldpolitik, die äußerst expansiv blieb, da die geldpolitischen Entscheidungsträger auf einen stabileren und beständigeren Aufwärtsdruck auf die Verbraucherpreise warteten. Dieses Szenario des moderaten, aber positiven Wachstums spiegelte sich auch in den fundamentalen Bonitätskennzahlen wieder, da die Margen im operativen Geschäft der Emittenten stiegen, während ihre Verschuldung in der zweiten Hälfte des Jahres 2016 abnahm.

Im Hinblick auf die politischen Risiken wurde die Welle der populistischen und antieuropäischen Bewegungen durch die Wahlergebnisse in den Niederlanden, Frankreich, Großbritannien und Deutschland eingedämmt. Dadurch verringerte sich das politische

Risiko (bis zu den Unabhängigkeitsbestrebungen in Katalonien) und die damit verbundenen Risikoprämien sanken. Die Abnahme dieser gesamtwirtschaftlichen Risikofaktoren trug zur Verbesserung der Stimmung gegenüber risikoreicheren Anlagen bei, wovon auch nachrangige Anleihen profitierten.

NACHRANGIGE ANLEIHEN SIND NACH WIE VOR EINE ATTRAKTIVE UND WACHSENDE CHANCE

Der Markt für nachrangige Anleihen ist zwar nicht völlig neu, befindet sich aber in Europa immer noch in der Entwicklung und ist deshalb noch nicht effizient – ein perfektes Umfeld für einen aktiven und spezialisierten Anleger. Insbesondere sind viele der attraktiven Merkmale, die dieser Markt zum Zeitpunkt der Auflegung unseres Fonds bot, auch heute noch vorhanden.

1. Wachsende Marktgröße mit guter Liquidität

In den letzten Jahren verzeichnete der Markt für nachrangige Anleihen beträchtliches Wachstum. Von europäischen Unternehmen ausgegebene Anleihen erreichten hierbei den beachtlichen Nennwert von EUR 660 Mrd. Diese Zahl kann sich im Vergleich zu Hochzinsanleihen durchaus sehen lassen, die ohne nachrangige Anleihen EUR 320 Mrd. ausmachen. Dank der hohen Marktkapitalisierung der Emittenten und dem im Umlauf befindlichen Volumen – etwa EUR 850 Mio. – hat sich auch die Liquidität verbessert.

2. Attraktive Renditen und Bewertungen

Nachrangige Anleihen boten eine sehr attraktive Rendite von durchschnittlich über 4% und einen Spread von etwa 350 Basispunkten (Bp.) im Vergleich zu einer Rendite von 1% und 100 Bp. bei Euro-Unternehmensanleihen mit Investment-Grade-Rating bzw. zur Rendite von 4,5% und 400 Bp. bei Hochzinsinstrumenten. Diese Spreads sind mit einem höheren Grad der Streuung im Vergleich zu vorrangigen Anleihen verbunden. Das lässt Kreditspezialisten mehr Spielraum, um Chancen durch Fehlbewertungen ausfindig zu machen und Performance zu erzielen. Ein Jahr später sind die Spreads immer noch attraktiv, denn die Kreditrisikoprämien liegen nach wie vor bei rund 250 Bp. Der relative Wert ist sogar noch besser, da sich die Lücke zu Hochzinsanleihen gerade erst zu schließen beginnt.

3. Gute Kreditratings (im Vergleich zu Hochzinsanleihen)

Beim Vergleich mit High-Yield-Instrumenten sind die Ratings der Emittenten in die Kategorie Investment Grade eingeordnet: Anleihen teilen sich zu 66 % auf Investment Grade und zu 34 % auf High Yield auf.

Bei den Emittenten handelt es sich normalerweise um Finanzinstitutionen und Unternehmen mit großer Marktkapitalisierung, von denen 95 % zum Bereich Investment Grade gehören.

4. SYZ verfügt über Kreditspezialisten, die Angebote mit guter Werthaltigkeit aufspüren können

Das Managementteam kennt den europäischen Anleihenmarkt in- und auswendig, und hat einen besonderen Vorteil im Nischenteilsegment nachrangiger Anleihen. Das Team begann im Jahr 2009 im Rahmen seines breiter gefassten Portfolios für europäische Unternehmensanleihen¹ in nachrangige Anleihen zu investieren. Es hat verschiedene Bewertungsmodelle entwickelt, die es ihm ermöglichen, Preisineffizienzen in den verschiedenen Teilsegmenten des Universums für nachrangige Anleihen auszunutzen.

DIE FUNDAMENTALDATEN UNTERSTÜTZEN WEITERHIN GUTE RENDITEN

Aus Bottom-up-Sicht setzten sich die positiven Trends bei den Fundamentaldaten der Banken fort: Die Kapitalausstattung hat sich verbessert, während sich das Solvenzrisiko verringert hat. Viele europäische Institutionen führten im Laufe des Jahres Kapitalerhöhungen durch, die von den Aktienmärkten schnell absorbiert wurden. Diese Kapitalerhöhungen wirkten sich vorteilhaft auf die nachrangigen Instrumente der Emittenten aus, denn damit stärkten die Banken ihre Kapitalpositionen. Das linderte die Zweifel an ihrer Fähigkeit zur Bedienung und Tilgung ihrer Schulden, sowie zur Bewältigung künftiger Verluste aus notleidenden Krediten (infolge von Ausfällen oder Abschreibungen).

Die risikogewichteten Aktiven und der Anteil notleidender Kredite haben sich im Großen und Ganzen ebenfalls kontinuierlich verringert, wobei letzterer über drei Jahre hinweg um über 30% zurückgegangen ist. Auf systemischer Ebene hat sich das mit nachrangigen Papieren verbundene Risiko somit verringert. Dieses Thema ist zudem interessant, weil die strukturelle Rekapitalisierung des europäischen Finanzsystems noch andauert: Mehrere Finanzinstitute müssen weitere Kapitalanforderungen erfüllen und sind in vielen Fällen durch die Aufsichtsbehörden dazu verpflichtet. Die Chancen in nachrangigen Anleihen sind noch lange nicht ausgeschöpft, und angesichts der aufsichtsrechtlichen Anforderungen an die Kreditvergabe sieht es ganz so aus, als würden sie zu einem festen Bestandteil der festverzinslichen Märkte werden.

Aus der Top-down-Perspektive verbessern sich die Wachstumszahlen in der EU weiter. Die jüngsten

Jahreswachstumsraten zeigen eine Expansion von über 2% und die Aussichten für die Zukunft sehen vielversprechend aus. Die Kerninflation steigt ebenfalls allmählich an und unterstützt den sanften Verlauf der Erholung in der Eurozone seit 2014². Das verbesserte gesamtwirtschaftliche Umfeld verschafft Finanzunternehmen weiteren Auftrieb und wirkt sich positiv auf die entsprechenden Aktien und Anleihen aus.

EINE GUTE WERTENTWICKLUNG IM ERSTEN JAHR DES OYSTER EUROPEAN SUBORDINATED BONDS FUND

Seit seiner Auflegung Ende August 2016 bis zum 31. Oktober 2017 wies der Fonds eine Rendite von +10,4% aus (Anteilsklasse R EUR). Der Fonds erzielte nicht nur eine attraktive absolute Rendite, sondern hat auch in relativer Hinsicht den BofA Merrill Lynch Euro Subordinated Financial Index³ um 2,4% übertroffen und rangiert in der Vergleichsgruppe von Lipper (Lipper Bond Europe High Yield) seit der Auflegung im 9. Perzentil.

Die Wertentwicklung des Fonds wurde in erster Linie von drei wichtigen Faktoren getragen:

1. Das Managementteam nutzte das vorteilhafte Kreditumfeld für übergewichtete Positionen im dynamischsten und renditestärksten Teil des nachrangigen Marktes: Contingent Convertibles (CoCos) und Hybrid-Anleihen. Diese Instrumente zahlten sich im Berichtszeitraum am besten aus, obwohl sie auch die höchsten Schwankungen aufwiesen.
2. Um das Zinsrisiko und die insgesamt Volatilität des Fonds zu verringern, wurde die Duration des Portfolios im Durchschnitt um ein Jahr unter dem Niveau des Index gehalten. Diese taktische Entscheidung sollte dafür sorgen, neben dem Kreditrisiko nicht auch noch zusätzliche Verzerrungen durch Zinsschwankungen in Kauf zu nehmen.
3. Die Titelauswahl war wichtig. Da nachrangige Anleihen für viele Anleger noch ein neuer und relativ unbekannter Bereich der festverzinslichen Kapitalstruktur sind, konnte das Managementteam Preisineffizienzen aufdecken und für den Kauf von interessanten Anleihen zu günstigen Preisen nutzen.

AUSBLICK FÜR 2018 UND DANACH

An diesem Punkt im Kalenderjahr haben sich nachrangige europäische Anleihen als eine der performancestärksten festverzinslichen Anlagen des Jahres 2017 erwiesen. Unserer Ansicht nach ist die bisher beobachtete gute Entwicklung noch längst nicht vorüber und die Anleger

¹ OYSTER European Corporate Bonds

² Quelle: Trading Economics. Daten per 25.10.2017

³ Der Vergleichsindex des Fonds seit seiner Auflegung.

können weitere attraktive Gewinne erzielen. Sowohl auf Grundlage der absoluten Bewertung als auch relativ zu anderen festverzinslichen Anlagen gibt es überzeugende Gründe für die Erwartung, dass nachrangige Schuldtitel ihre attraktive Wertentwicklung seit Anfang 2017 weiter fortsetzen werden. Um den Markt zu übertreffen und das Risiko im Griff zu behalten, ist jedoch ein geschickter, aktiver Kreditspezialist nötig. Anleihen Anleger stehen heute vor großen Herausforderungen und das Umfeld hat sich im Vergleich zu den vergangenen Jahren deutlich verändert. Unter den richtigen Bedingungen sind aber immer noch attraktive Renditen zu finden, und für uns sind nachrangige Anleihen ein Bereich, der gute Chancen bietet.