High Yield-Bonds – Fluch oder Segen?

Prof. Dr. Christof Wiechers (Hochschule Harz)
Dr. Thomas Töpfer (ERGO Group AG)

qx-Club Köln/Bonn/Düsseldorf, 02.05.2023

Version mit Anpassung des Spreadrisiko-Faktors auf F. 18

DAA
DEUTSCHE
AKTUAR-AKADEMIE GmbH

Überblick

- Kapitalmarktsicht: High Yield-Bonds als Finanzinstrument
- Ökonomische Sicht: Chancen und Risiken
- Investorensicht: Asset-Allokation, Solvency II und regulatorische Aspekte

High Yield-Bonds „in a nutshell"

- Handelbare Anleihen
- mit einem überdurchschnittlich hohen Fixkupon (bei fester Laufzeit)
- und korrespondierenden hohen Kreditrisiken im Hinblick auf
  - Zahlungsstörungen: Verzug oder Ausfall von Zins- oder Tilgungszahlungen
  - Kreditwürdigkeit: Rating-Herabstufung

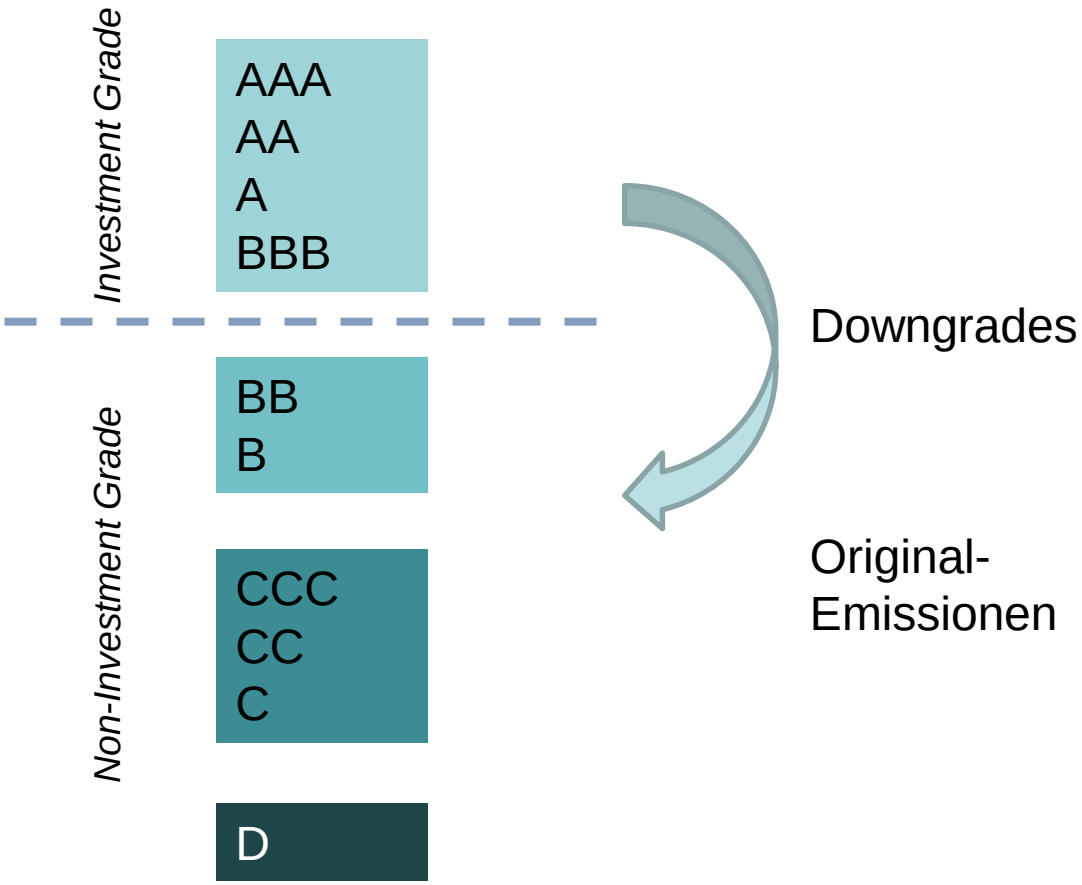
Mario Draghi plant den Kauf von Ramschanleihen

EZB nimmt Schrottanleihen

Ansturm auf Ramschanleihen an der Wall Street

Junk Bond Bubble

Kreditrisiken: von Downgrades zum Marktsegment

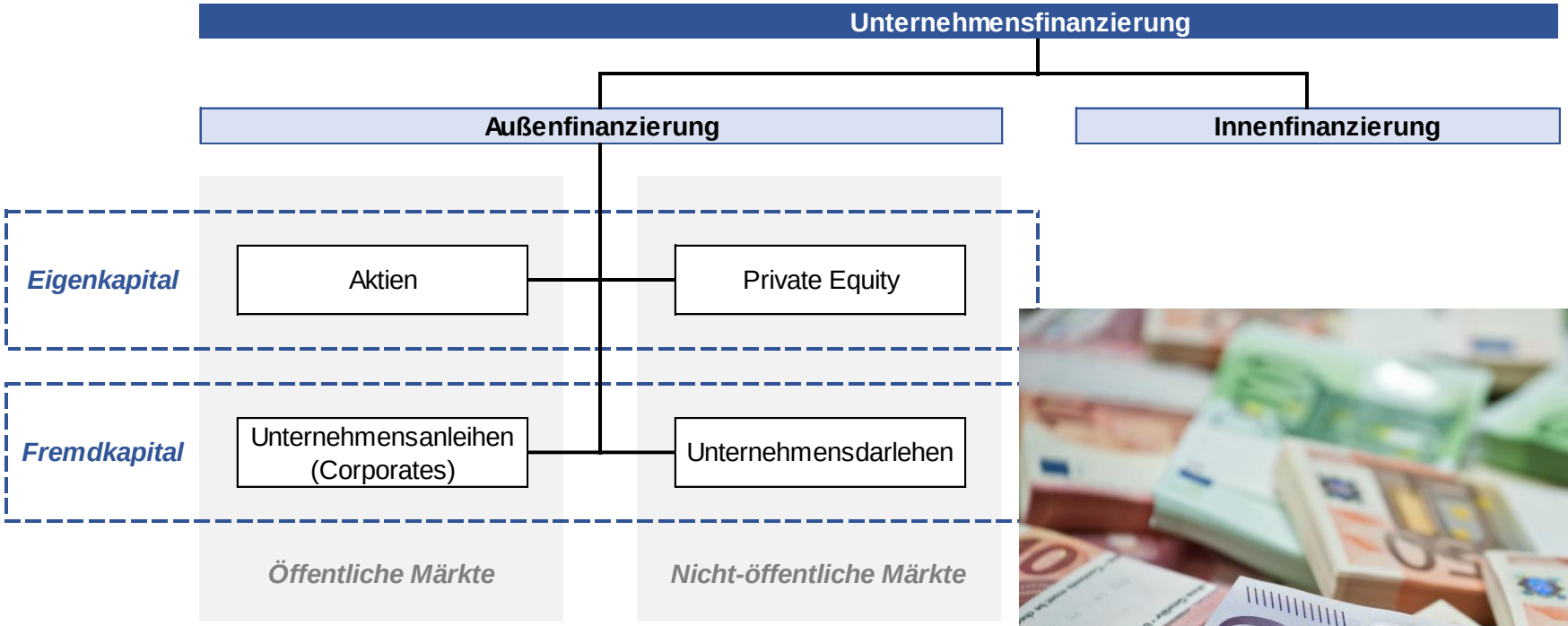


Rating-relevante Kriterien:

Quantitative Aspekte
Kapitalstruktur, Verschuldung
Cashflow
Ertrag, Profitabilität

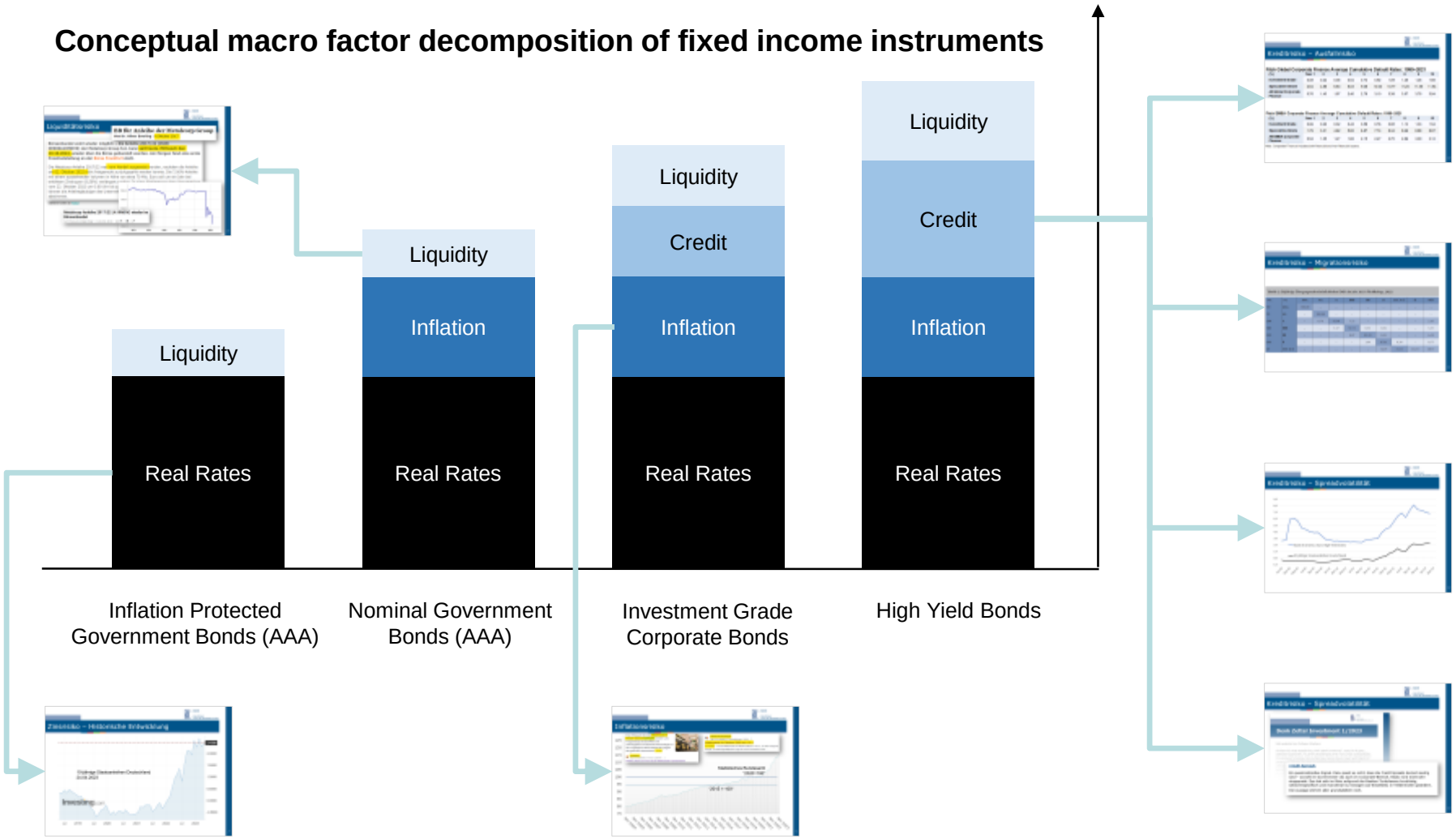
Qualitative Aspekte
Wettbewerbssituation
Marktposition
Branche
Geschäftsmodell
Management
Eigentümerstruktur
…

High Yield-Bonds in der Unternehmensfinanzierung



Anleihen – Ökonomische Risiken

Conceptual macro factor decomposition of fixed income instruments



Zinsrisiko – Historische Entwicklung

Liquiditätsrisiko

BB für Anleihe der Metalcorp Group

Von Dr. Oliver Everling | 4.Oktober 2017

Börsenhandel wohl wieder möglich – die Anleihe 2017/22 (ISIN: DE000A19MDV0) der Metalcorp Group S.A. kann seit heute, Mittwoch den 19.10.2022, wieder über die Börse gehandelt werden. Am Morgen fand eine erste Preisfeststellung an der Börse Frankfurt statt.

Die Metalcorp-Anleihe 2017/22 war vom Handel ausgesetzt worden, nachdem die Anleihe am 02. Oktober 2022 nicht fristgerecht zurückgezahlt werden konnte. Die 7,00%-Anleihe mit einem ausstehenden Volumen in Höhe von etwa 70 Mio. Euro soll um ein Jahr bei erhöhtem Zinskupon (8,50%) verlängert werden. In einer Abstimmung ohne Versammlung vom 22. Oktober 2022 um 0:00 Uhr bis zu können die Anleihegläubiger des Unterneh abstimmen.

wallstreet-online.de Artikel

Metalcorp-Anleihe 2017/22 (A19MDV) wieder im Börsenhandel

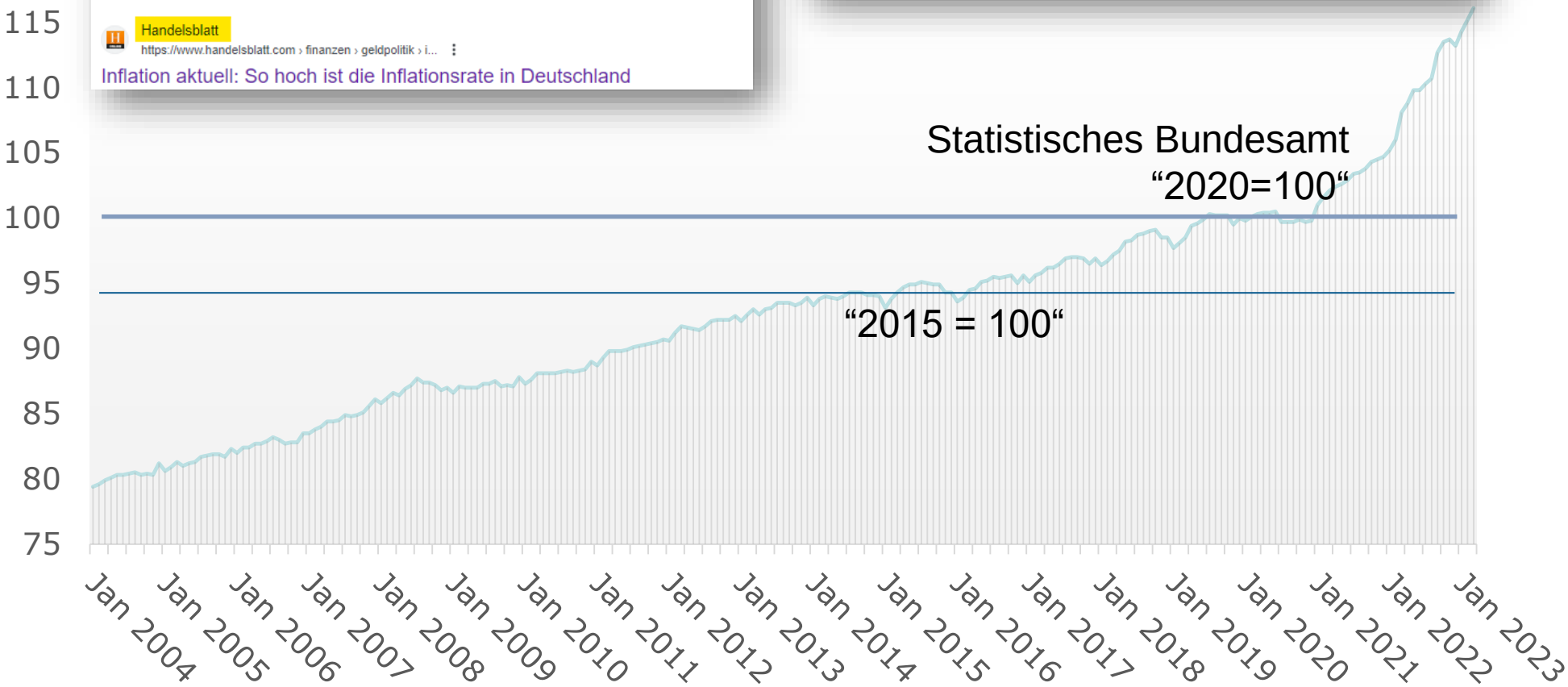
Nachrichtenquelle: Anleihen Finder | 19.10.2022, 08:00 | 1959 | 0 | 0

Inflationsrisiko

Ihren Höhepunkt fand die Inflationsrate im Oktober 2022 bei 8,8 Prozent. „Krisen- und kriegsbedingte Sondereffekte wie Lieferengpässe und deutliche Preisanstiege auf den vorgelagerten Wirtschaftsstufen prägten den gesamten Jahresverlauf. 13.04.2023

Handelsblatt
https://www.handelsblatt.com › finanzen › geldpolitik › i...
Inflation aktuell: So hoch ist die Inflationsrate in Deutschland

Statistisches Bundesamt
https://www.destatis.de › Pressemitteilungen › 2022/11
Inflationsrate im Oktober 2022 bei +10,4
11.11.2022 — Presse **Inflationsrate** im **Oktober 2022** bei +10,4 %. Vor allem steigende Energie- und Nahrungsmittelpreise sorgen für neuen Höchststand. Seite ...



Kreditrisiko – Ausfallrisiko

Fitch Global Corporate Finance Average Cumulative Default Rates: 1990–2021

(%)	Year 1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Investment Grade	0,08	0,22	0,38	0,54	0,73	0,92	1,09	1,26	1,46	1,66
Speculative Grade	2,64	4,88	6,63	8,03	9,08	10,03	10,77	11,20	11,55	11,94
All Global Corporate Finance	0,76	1,43	1,97	2,40	2,76	3,10	3,38	3,57	3,75	3,94

Fitch EMEA Corporate Finance Average Cumulative Default Rates: 1990–2021

(%)	Year 1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Investment Grade	0,06	0,20	0,32	0,43	0,58	0,76	0,95	1,13	1,33	1,54
Speculative Grade	1,76	3,31	4,62	5,82	6,87	7,74	8,34	8,66	8,88	8,97
All EMEA Corporate Finance	0,54	1,05	1,47	1,82	2,15	2,47	2,70	2,86	3,00	3,12

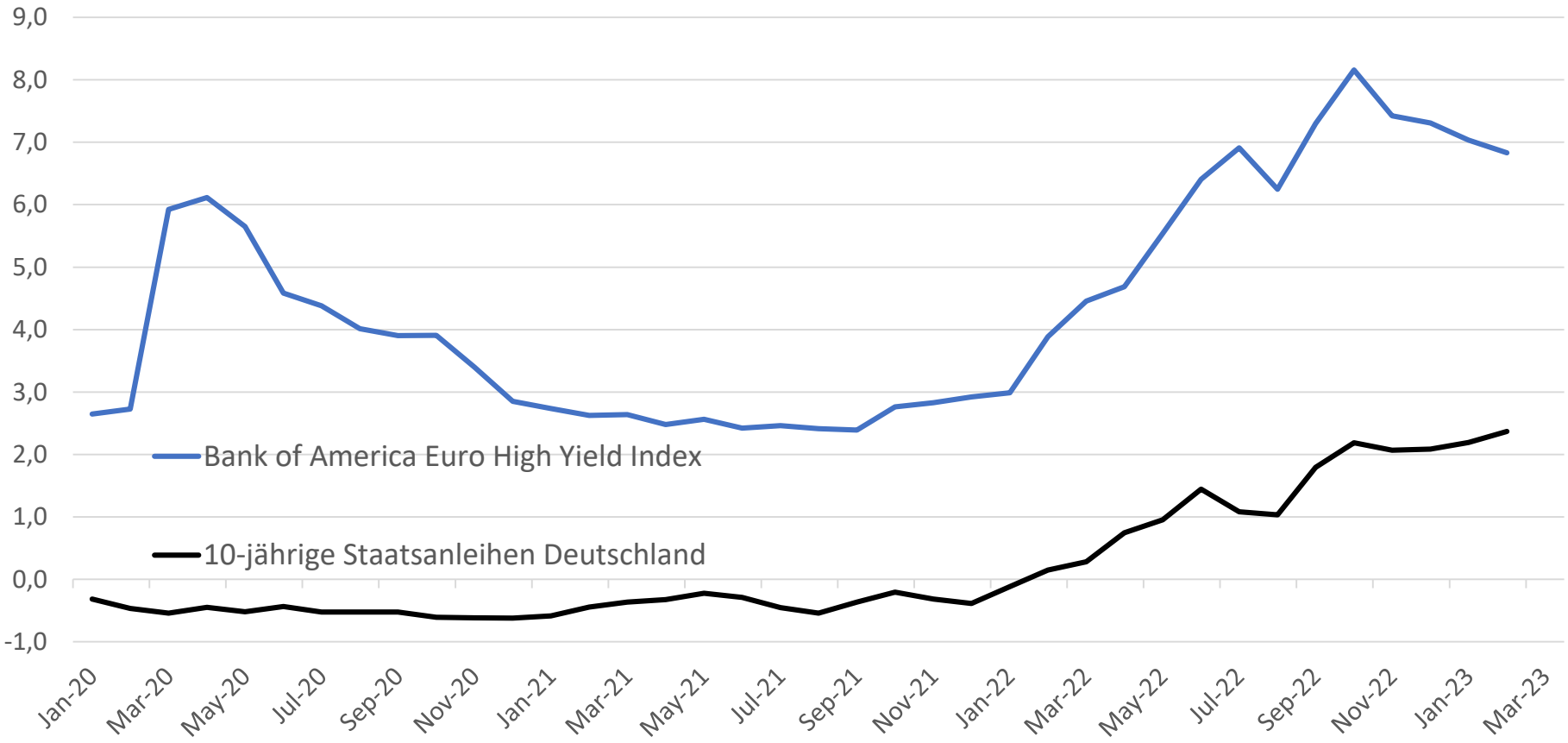
Note: Corporate Finance includes both financial and non-financial issuers.

Kreditrisiko – Migrationsrisiko

Tabelle 2: Einjährige Übergangswahrscheinlichkeiten EMEA im Jahr 2021 (FitchRatings, 2022)

No.	(%)	AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC to C	D	WD
10	AAA	100,00	–	–	–	–	–	–	–	–
53	AA	–	100,00	–	–	–	–	–	–	–
264	A	–	0,76	95,08	1,52	–	–	–	–	2,65
381	BBB	–	–	1,57	92,13	0,52	0,26	–	–	5,51
223	BB	–	–	–	8,07	85,20	0,45	–	–	6,28
263	B	–	–	–	–	3,04	87,83	0,38	–	8,75
21	CCC to C	–	–	–	–	–	14,29	33,33	23,81	28,57

Kreditrisiko – Spreadvolatilität



Kreditrisiko – Spreadvolatilität

DAV
DEUTSCHE
AKTUARVEREINIGUNG e.V.

Denk Zettel Investment 1/2023

Sehr geehrter Herr Professor Wiechers,

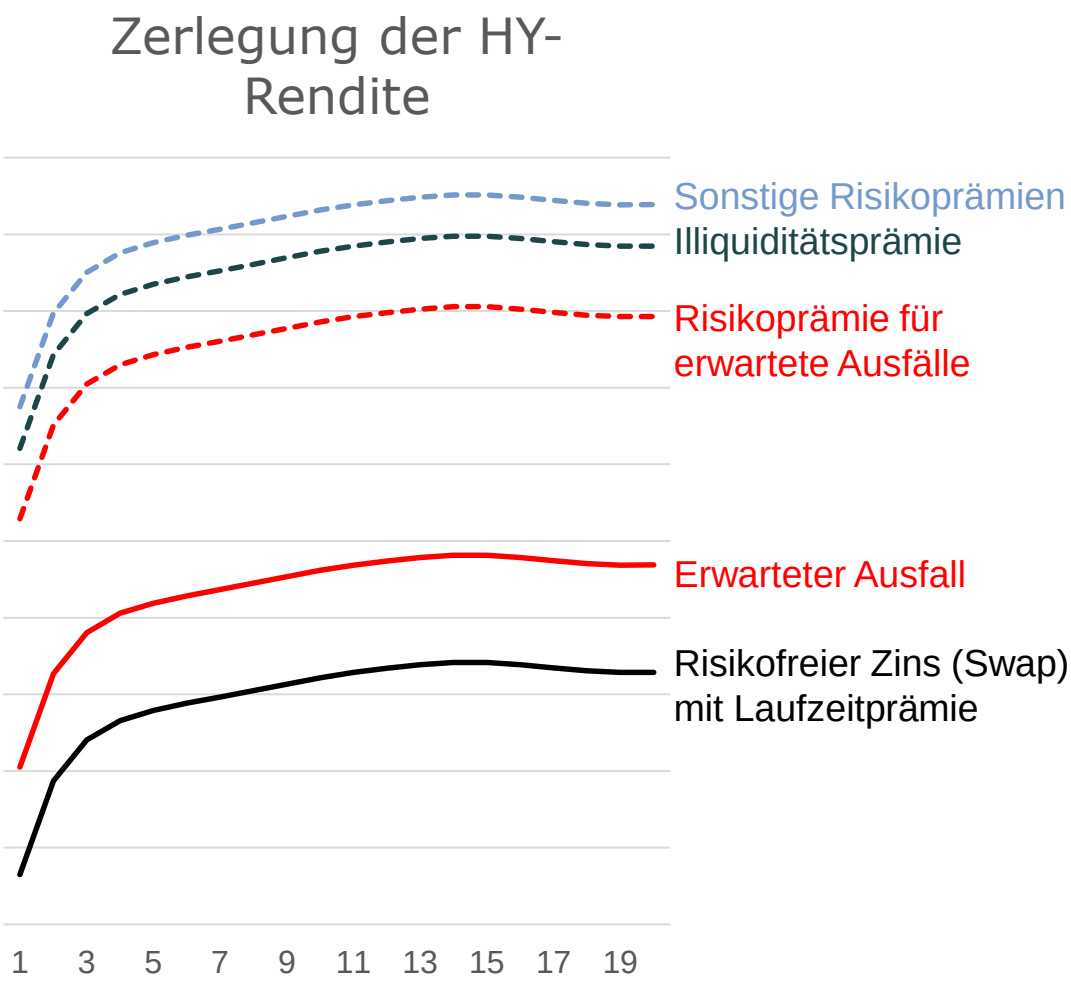
Sie lesen die erste Ausgabe des „Denk Zettel Investment". Autor ist der DAV-Ausschuss Investment. Wir wollen quartalsweise einen Denk Zettel veröffentlichen. Der Denk Zettel ist kurz. Und wir sprechen Themen an, die mit den Kapitalmärkten in Verbindung zu bringen sind und die jeder Aktuar kennen sollte. Wen wollen wir ansprechen? Aktuare, die nicht in kapitalanlagenahen Bereichen tätig sind

Credit Spreads

Ein pessimistisches Signal. Dazu passt es nicht, dass die Credit Spreads derzeit niedrig sind – sowohl im Government- als auch im Corporate-Bereich. Risiko wird nicht sehr eingepreist. Das hat sich im März aufgrund der Banken-Turbulenzen kurzfristig, sektorenspezifisch und manchmal nur bezogen auf Einzeltitel, in Teilbereichen geändert.

Die Aussage stimmt aber grundsätzlich noch.

Investmentziele von Versicherungsinvestoren



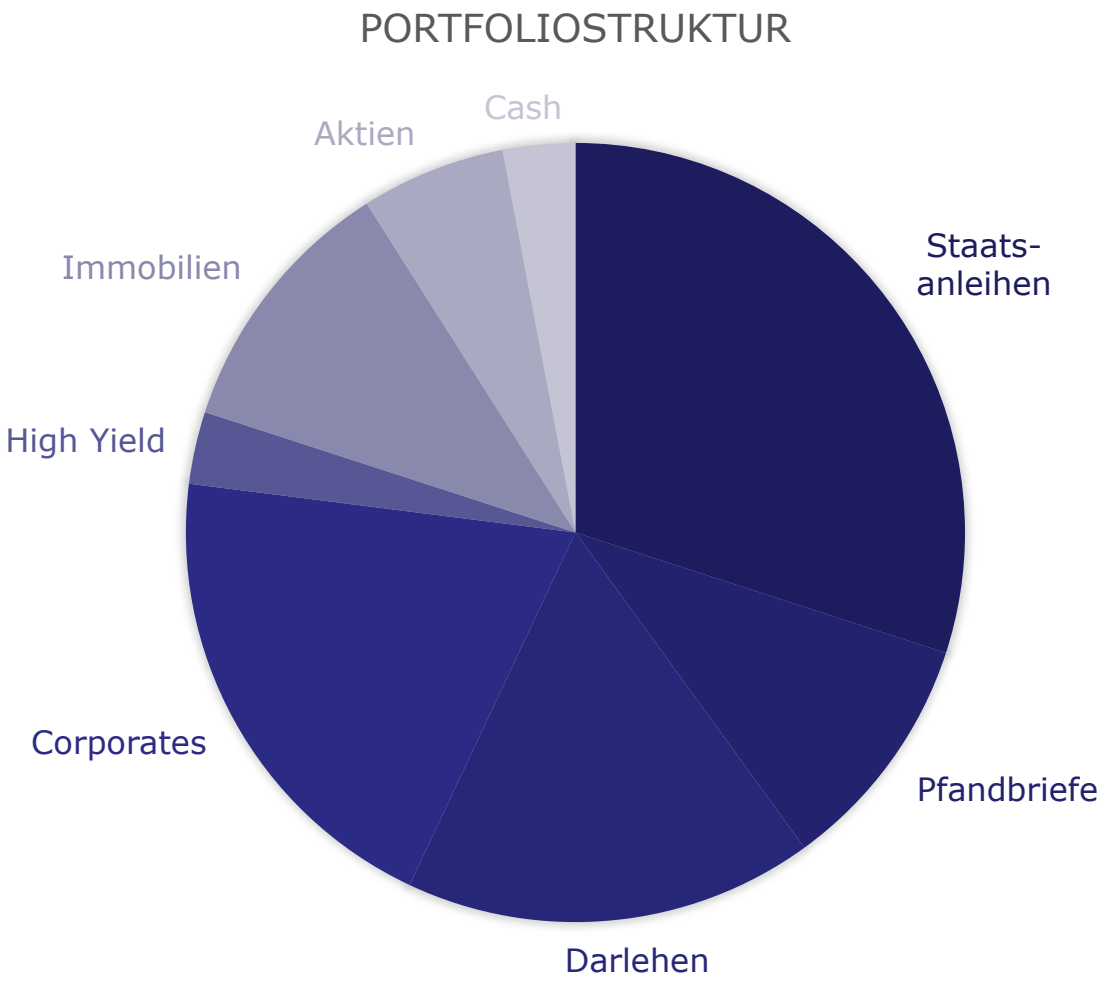
Returnperspektive

- hoher laufender Ertrag (insbesondere in Niedrigzinsphasen)
- Bildung von Bewertungsreserven

Randbedingungen aus der Risikoperspektive

- ALM-Anforderungen des Geschäftsmodells
- Risikotragfähigkeit

High Yield-Bonds im Versicherungsportfolio



- liquide Anlageklasse mit Rendite-Pick-up gegenüber Investment Grade
- Diversifikation zum übrigen Zinsträgerportfolio
- Steuerung über Benchmarks
- Trade-off zwischen Zins- und Spread-/Kredit-Risiken ist auszutarieren

Regulatorische Anforderungen

Solvency I	Anlageverordnung Kapitalanlagerundschreiben	• Anlagekatalog • Quoten zu Mischung und Streuung: High Yield-Quote, Risikoquote • Monitoring der Bonität
Solvency II	Rahmenrichtlinie, Delegierte Verordnung Grundsatz der unterneh-merischen Vorsicht (PPP) Unternehmenseigene Risiko- und Solvabilitätsbeurteilung (ORSA) Mindestanforderungen an die Geschäftsorganisation	• Interner Anlagekatalog • Anlageziele Sicherheit, Rentabilität, Liquidität und Qualität im Portfoliokontext • Risikotragfähigkeit und Risikokapitalbedarf • Prozesse und Governance

Behandlung unter SII – Beispiel

Recap wesentliche ökonom. Risikofaktoren:

- Zinsrisiko
- Liquiditätsrisiko
- Inflationsrisiko
- Kreditrisiko

Solvency II - Standardformel:

- Berechnung anhand starrer Faktoransätze
- Benötigte Inputs der High Yield Anleihe:
  - Stichtags-Marktwert und Währung
  - Duration und Rating
  - ggf. Look-through und Portfolio-Anteil

SII Standardformel – Beispiel Marktwertschock

Tabelle 3: High Yield Bond, ISIN US92857WBQ24	
Vodafone Group plc Anleihe	
Kupon in %	7
Duration in Jahren	13,750
Modified Duration	12,816
Fälligkeit	04.04.2079
Nachrang	Ja
Währung	USD
Ratings	
Moody's	Ba1
Standard&Poor's	BB+
Emissionsvolumen	2 Mrd. USD

Risikofaktoren:

- Zins: 12,816 * ±1% = 12,8%
- Spread: 35% + 1,8% · (12,8–10) = 40%
- Währung: 25% (abgesichert 0%)
- Konzentration: Abhängig vom Gesamt-Investitionsvolumen und Rating

→ **Summe SCR** pro 1000€ Marktwert: **528€**

→ Vor Diversifikation

→ Vor Loss Absorbing Capacity

Zusammenfassung

- High Yield-Bonds sind ein etabliertes Segment am Bondmarkt: die Kupons reflektieren insbesondere
  - das erhöhte Kreditrisiko *und*
  - die erzielbaren Kreditrisiko- und Illiquiditätsprämien
- Versicherungsinvestoren
  - können attraktive Renditen erzielen
  - unter Beachtung geeigneter Risikosteuerungsmaßnahmen
  - wobei unter Solvency II insbesondere Zins- und Spread-/ Kreditrisiken zu bewerten sind
- Wesentliche Änderungen in der Behandlung unter Solvency II sind derzeit nicht absehbar

Vielen Dank für Ihre Aufmerksamkeit

Dr. Thomas Töpfer

ERGO Group
Thomas.Toepfer@ergo.de

Prof. Dr. Christof Wiechers

Hochschule Harz
cwiechers@hs-harz.de