



„Wir bedienen uns derivativer Finanzinstrumente [...], um die Anleihen in unserem Portfolio gegen einen Ausfall des Emittenten abzusichern“

Marian Klemm, Portfoliomanager des nordIX Basis Fonds und Partner bei der nordIX AG

Marian Klemm, Portfoliomanager des nordIX Basis Fonds und Partner bei der nordIX AG, erklärt im Gespräch mit dem BOND MAGAZINE, wie er mit „Negative Basis Trades“ insbesondere in schwierigen Marktphasen Sicherheit und Rendite generiert.

BOND MAGAZINE: Hohe Volatilität, massive geopolitische Unsicherheiten infolge des Ukraine-Kriegs, eine hohe Inflation, steigende Zinsen – das aktuelle Marktumfeld ist sehr komplex. Wie navigieren Sie als Fixed Income-Investor durch dieses herausfordernde Umfeld?

Klemm: Für sicherheitsorientierte Anleger, die ihr Geld gern in Anleihen investieren, waren – angesichts der Nullzinspolitik der Notenbanken im Nachgang der Finanzkrise von 2008 – auch die vergangenen vierzehn Jahre durchweg schwierig. Wir haben deshalb Anlagestrategien entwickelt, die durch die Einbeziehung weiterer Investitionsbausteine eine stabile Rendite erwirtschaften, ohne das Risiko substantiell zu erhöhen. So bedienen wir uns beispielsweise derivativer Finanzinstrumente wie „Credit Default Swaps“, also Kreditausfallversicherungen, um die Anleihen in unserem Portfolio gegen einen Ausfall des Emittenten abzusichern. Gerade in turbulenten Zeiten wie diesen zahlt sich diese Strategie aus.

BOND MAGAZINE: Klingt spannend. Können Sie Letzteres noch genauer erläutern?

Klemm: Negative Ereignisse und Schwarze Schwäne wirken sich nicht nur nachteilig auf die Aktienmärkte, sondern auch auf die Anleihemärkte aus. Auch hier agieren die Marktteilnehmer sehr emotional und setzen mitunter Panikverkäufe in Gang. Nehmen wir das Jahr 2020, als die Coronapandemie einsetzte: An den High Yield-Märkten kam

es zu einer einmaligen Risk-off-Bewegung, alle High Yield-Investoren wollten zeitgleich ihre Anleihen verkaufen. Nicht einmal die großen Investmentbanken wie J.P. Morgan und Goldman Sachs waren in der Lage, Preise auf dem Markt zu stellen. High Yield-Fonds und -ETFs verzeichneten massive Abflüsse, doch niemand wollte die hohen Volumina aufnehmen. Infolgedessen stieg die Liquiditätsprämie signifikant an, die Preise brachen ein und die Renditen explodierten. Ganz anders sah es zu dieser Zeit auf dem Markt für Kreditausfallversicherungen aus. Dieser Markt reagiert deutlich rationaler auf negative Ereignisse. Die Risikoprämie der Kreditausfallversicherung drückt das Risiko eines Ausfalls eines Anleiheemittenten aus, die Liquiditätskomponente hat nur einen sehr geringen Einfluss. Dies zeigte sich auch im März 2020: Die Prämien der Kreditausfallversicherungen stiegen nur leicht an, da sich das Risiko eines Ausfalls der zugrunde liegenden Unternehmen in den Augen der professionellen Finanzmarktteilnehmer nur geringfügig verändert hatte. Diesen „Mismatch“ zwischen

den Anleihen und den Kreditausfallversicherungen auf den gleichen Emittenten können wir systematisch ausnutzen.

BOND MAGAZINE: War diese Entwicklung auch dieses Jahr, mit dem Ausbruch des Russland-Ukraine-Kriegs, zu beobachten?

Klemm: Ja, auch in diesem Fall gab es Verwerfungen. Allerdings haben wir uns hier zurückgehalten. Wir haben Bedenken, dass wir die Assets eventuell zu einem späteren Zeitpunkt nicht mehr handeln können.

BOND MAGAZINE: Und wie heißt diese Anlagestrategie, bei der Sie zeitgleich Anleihen und Kreditausfallversicherungen einsetzen?

Klemm: Es handelt sich um eine „negative Basis-Transaktion“ oder schicker ausgedrückt, um einen „Negative Basis Trade“. Der Basis Trade nutzt Ungleichgewichte zwischen dem Anleihenmarkt und dem Markt für Kreditausfallversicherungen aus.



Eine negative Basis entsteht, wenn die Anleiheprämie die Prämie der Kreditausfallversicherung auf den gleichen Emittenten – etwa infolge eines Anstiegs der Liquiditätsprämie – übersteigt. Diese Konstellation machen wir uns dann zunutze, indem wir die Anleihe und die Kreditausfallversicherung kaufen. Dadurch können wir einen planbaren Ertrag realisieren, nämlich die Differenz der beiden Prämien, ohne ein Risiko einzugehen. Man könnte auch sagen, wir haben eine Transaktion mit einer negativen Kreditbasis umgesetzt.

BOND MAGAZINE: Kreditausfallversicherungen haben sich im Zuge der Finanzkrise von 2008 einen schlechten Ruf eingehandelt. Sie stellen diese Instrumente aber eher als sicheres Investment dar. Welche Darstellung ist nun realistisch?

Klemm: Der schlechte Ruf der Credit Default Swaps ist nicht gerechtfertigt. In den falschen Händen kann jedes Werkzeug zur Waffe werden. Tatsächlich handelt es sich nüchtern betrachtet auch nur um Versicherungen, die zwischen professionellen Finanzmarktteilnehmern wie Banken, großen Versicherungen oder Fonds gehandelt werden. Der Versicherungsnehmer bezahlt eine jährliche Prämie, um im Fall einer Insolvenz des Anleiheemittenten von dem Versicherungsgeber entschädigt zu werden. Nach der Finanzkrise sind diese Produkte sehr stark reguliert und standardisiert worden, was zu einer weiteren Risikoreduzierung und Kalkulierbarkeit beigetragen hat. Beispielsweise betragen die Kupons, die auf Prämien gezahlt werden, bei Investment Grade-Anleihen immer ein Prozent und bei High Yield-Anleihen fünf Prozent. Auch die Laufzeiten sind mittlerweile standardisiert: Viermal pro Jahr, jeweils am 20. der Monate März, Juni, September und Dezember sind die Zahlungen fällig.

BOND MAGAZINE: Hatten die Emittenten, deren Kreditausfallversicherungen Sie hielten, denn auch schon Ausfälle?

Klemm: Ja, solche Prozesse haben wir schon mehrmals durchlaufen. Dementsprechend wissen wir, wie wir dann agieren müssen. Auch ein Zahlungsausfall läuft standardisiert ab. Zuerst gibt es vereinfacht gesagt ein Meeting der Aufsichtsbehörde ISDA, die darüber entscheidet, ob ein Kreditereignis vorliegt. Wenn dem so ist, wird durch die ISDA eine Art Auktion in die Wege geleitet, bei der der Recovery-Wert festgelegt wird. Der Versicherungsnehmer liefert dann die Anleihe zum Recovery-Wert an den Versicherungsgeber und bekommt darüber hinaus eine Ausgleichszahlung, sodass er insgesamt hundert erhält und somit vollständig entschädigt wird.

BOND MAGAZINE: Können Sie hierfür ein Beispiel nennen?

Klemm: Einen Ausfall hatten wir zuletzt im Jahr 2020 mit dem Emittenten Whiting Petroleum. Gemäß unserer Strategie können wir aber auch aus Ausfällen zusätzlich Profit ziehen. Wenn beispielsweise die Kreditbasis, d.h. die Differenz aus Anleiherendite und Prämie für den CDS, ein Prozent beträgt, bekommen wir ebendiese Kreditbasis mal der Restlaufzeit der Transaktion in Jahren am Tag des Ausfalls ausgezahlt. Wir ziehen den Ertrag somit einfach vor.

BOND MAGAZINE: Wie sieht bei Ihnen das Risikomanagement im Falle der Negative Basis-Strategie aus?

Klemm: Bevor wir Anleihen und die dazugehörigen CDS erwerben, durchlaufen diese einen sorgfältigen Prüfungsprozess. Grundlegend geht es darum sicherzustellen, dass Anleihe und CDS zusammenpassen. Ist das

in der Anleihe enthaltene Risiko vollständig versichert? Sind die Laufzeiten gleich? Und decken beide Titel den gleichen Rechtsraum ab? Eine Anleihe nach griechischem Recht und ein CDS nach englischem Recht sind möglicherweise nicht miteinander kompatibel.

BOND MAGAZINE: Für welchen Typ von Anleger ist diese Anlagestrategie geeignet?

Klemm: Sie lohnt sich für den defensiven Anleger, der damit umzugehen weiß, dass es unterjährig zu sinkenden Fondspreisen kommen kann. Am Ende kommt aber immer der eingezahlte Wert und eine kleine Rendite heraus. Unser Produkt ist deutlich werterhaltend und wenig renditeoptimiert.

BOND MAGAZINE: Zum Schluss noch ein Blick in die Zukunft. Wie schätzen Sie die weitere Marktentwicklung ein?

Klemm: Die Lage ist weiterhin für alle Marktteilnehmer sehr schwierig. Das Risiko einer Stagflation wird immer größer. Sogar die EZB hat dieses Risiko nun offiziell beim Namen genannt, aber sie scheint selbst nicht genau zu wissen, wie sie dagegen vorgehen will. Zudem sind die Staatsschulden massiv angestiegen. Jedoch denke ich, dass wir Anlegern mit der Negative Basis-Strategie eine gute Lösung bieten, mit stabiler Wertentwicklung durch diese unsichere Phase zu kommen. Außerdem ergeben sich durch Marktturbulenzen im High Yield-Segment stets Möglichkeiten, die wir ausnutzen können.

BOND MAGAZINE: Vielen Dank für das Gespräch.

Das Interview führte Christian Schiffmacher.