

# Zinsen und Spreads

Metis Insights 04/2024



## Aktives vs. Passives Management von Euro Corporate Bonds

Haben aktive Strategien in dieser Asset Klasse einen Vorteil?

### Einleitung: Wachstum der ETFs

„Es hat fast zwei Jahrzehnte gedauert, bis börsengehandelte Anleihen Fonds die Marke von 1 Billion US-Dollar an weltweitem Vermögen überschritten haben. Wir glauben, dass die nächste Wachstumsphase schneller und breiter sein wird und die ETFs für Anleihen bis Ende 2024 die Marke von 2 Billionen US-Dollar überschreiten werden“ (Quelle: BlackRock, per Juni 2021).

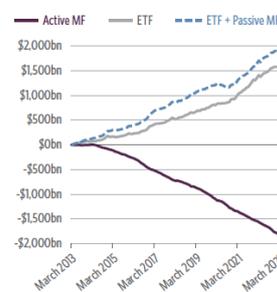
Diese Aussage von BlackRock unterstreicht das generelle Wachstum, welches das ETF-Segment in den letzten Jahren erlebt hat. Bei Anleihen begann diese Entwicklung erst vor kurzem, vor allem mit der Covid Pandemie im Jahr 2020 wuchs der Markt stark. Wie man in den nachfolgenden Grafiken sieht, hat der Trend, der bei Aktien bereits seit 2004 richtig Fahrt aufgenommen hat, bei Anleihen erst begonnen.

Heute wächst das Vermögen der globalen Renten-ETFs jährlich um rund 22% und damit mehr als dreimal so schnell als das der offenen, aktiv gemanagten Rentenfonds (*open-end bond funds*). Bereits 2021 wurden weltweit mehr als 1.800 Renten-ETFs gehandelt (Quelle: BlackRock, per Mai 2021), es kann davon ausgegangen werden, dass der Wert mittlerweile deutlich höher ist.

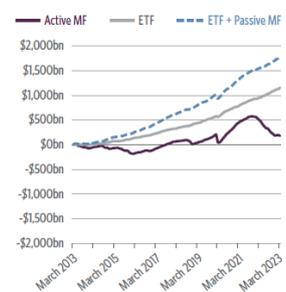
Trotz dieser beachtlichen Zahlen zeigen sich in den beiden Grafiken einige Unterschiede zwischen dem Wachstum im Segment der Aktien-ETFs und jenem der Anleihen-ETFs. Bei näherer Betrachtung der beiden unteren Charts wird offensichtlich, dass vor allem bei institutionellen Investoren die Neuinvestitionen seit Jahren fast ausschließlich in Aktienfonds im passiven Bereich fließen, während sich bei Anleihen passive und aktive Strategien bei Zuflüssen die Waage halten. Aktive Strategien haben für neues Geld speziell bei professionellen Marktteilnehmern im Anleihen-Universum weiterhin ihren Platz und das umso mehr

aufgrund der inzwischen wieder attraktiven Zinslandschaft.

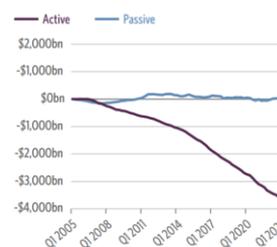
**U.S. Equity**  
Cumulative Net Flows



**Taxable Fixed Income**  
Cumulative Net Flows



**Equity**  
Cumulative Institutional Flows



**Fixed Income**  
Cumulative Institutional Flows



Wachstum der aktiv und passiv gemanagten Segmente  
gesamt und nach institutionellen Investoren  
Guggenheim Investments, Daten per 31.03.2023

Um diesen Unterschied des Wachstums der ETFs sowie der aktiven Fonds in den verschiedenen Veranlagungsklassen zu erklären, muss man bei Anleihen tiefer in die Sub-Assetklassen und deren Eigenschaften eintauchen.

Anleihen sind eben nicht gleich Anleihen und haben verschiedenste Ausprägungen, die wiederum spezielle Eigenschaften in Bezug auf die Größe des Marktes, die Anzahl der Titel, die Liquidität, die Bonität, die verschiedenen Laufzeiten, usw. aufweisen. Diese Unterschiede machen es teilweise schwierig, den

# tailormade asset management

jeweiligen Markt effizient und mit möglichst geringem Tracking Error abzubilden.

Bereits bei ausschließlich Euro denominierten Anleihen sind die Märkte sehr unterschiedlich. Nimmt man als Kriterium das Volumen, so kommt der Markt der Euro Staatsanleihen auf ca. 10 Billionen Euro, jener der Euro Investment Grade Unternehmensanleihen auf ca. 3 Billionen Euro und jener der Non Investment Grade Unternehmensanleihen auf ca. 500 Mrd. Euro (Quelle: Markt Daten; eigene Berechnung).

Bereits als Konsequenz der stark voneinander abweichenden Marktgröße lässt sich vermuten, dass passive Strategien von europäischen Staatsanleihen in Sachen Liquidität und Handelbarkeit deutlich effizienter umsetzbar sind. Ein weiterer Faktor bei den Staatsanleihen, der für passive Strategien spricht, ist die geringere Anzahl an Emittenten und die damit einhergehende Größe des Emissionsvolumens pro Emittenten und Emission.

Allerdings gilt dies bei anderen Anleiheklassen — wie zum Beispiel bei den bereits einführend genannten Unternehmensanleihen — nicht. Dies liegt daran, dass sie gewisse Eigenschaften aufweisen, die es deutlich schwieriger machen, den Markt möglichst genau und mit einer geringen Abweichung zu replizieren. Eben jene erhöhte Komplexität der Investment Grade Euro Unternehmensanleihen wollen wir hier im Folgenden näher beleuchten.

## Die gängigen Benchmarks im Bereich der Investment Grade Euro Unternehmensanleihen

Bei Investment Grade Euro Unternehmensanleihen gibt es zwei häufig verwendete Indizes: einerseits den iBoxx Euro Corporate Index und andererseits den Bloomberg Aggregate Corporate Bond Index. Beide weisen sehr ähnliche Eigenschaften auf, haben über 800 Emittenten und 3.500 Einzeltitel und sind damit sehr breit diversifiziert. Des Weiteren sind anleihespezifische Parameter wie z.B. Duration, Yield to Maturity und das Durchschnittsrating annähernd gleich.

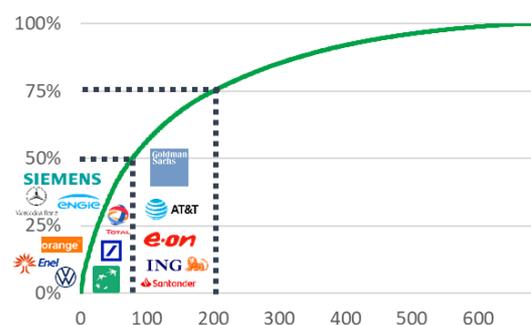
Die einzigen Unterschiede liegen in der Marktbreite. So beinhaltet der iBoxx Euro Corporates Index trotz des Limits der höheren Nominalgröße der Anleihen, die bei Benchmark Size bzw. 500 Mio. Euro liegt, etwas mehr Einzeltitel als der Bloomberg Euro Aggregate Corporate Index.

Kriterium	iBoxx Euro Corporates Index	Bloomberg Euro-Agg Corporate Index
<b>Nominale und Währung</b>	EUR-denominierte Anleihen mit min. 500 Mio. Nominale	EUR-denominierte Anleihen mit min. 300 Mio. Nominale
<b>Rating</b>	Investment Grade Rating der drei anerkannten Agenturen (Moody's, S&P oder Fitch) grds. zweitbestes Rating	
<b>Laufzeit</b>	Minimale Restlaufzeit von 12 Monaten	
<b>Rebalancing</b>	Letzter Geschäftstag des Monats	
<b>Titelanzahl</b>	3.791	3.667
<b>Yield/Duration</b>	3,6%   4,41	3,8%   4,32
<b>Rating</b>	A	A-

Benchmarkvergleich per 28.03.2024  
Eigene Darstellung, Daten: Markt, Bloomberg

Obwohl beide Indizes sehr breit sind und eine sehr hohe Anzahl an Einzeltitel beinhalten, replizieren viele ETF Anbieter den Markt physisch und dabei nahezu vollständig, was auch in den ETFs zu einer extrem breiten Streuung mit vielen, im Verhältnis sehr kleinen Positionen führt.

Wenn man sich nämlich den iBoxx Index in seiner Zusammensetzung genauer ansieht, so fällt auf, dass eine zum Gesamtindex eher geringe Anzahl an Unternehmen einen Großteil der Gewichtung bereits abdecken. So repräsentieren unter 100 Emittenten ca. 50% des Index und 200 Emittenten sogar 75%. Dies hilft wiederum vor allem aktiven Managern, den Markt auch ohne vollständige Abbildung gut abbilden zu können.



Indexkomposition nach Emittenten (kumulativ)  
Eigene Darstellung, Daten: Markt

# tailormade asset management

## Das Wachstum der Euro Investment Grade Unternehmensanleihen ETFs

Wie bereits eingangs beschrieben, fanden ETFs in den letzten Jahren sehr oft den Weg ins Portfolio und so wuchsen neben den Aktien auch die Anleihen ETFs entsprechend stark an. Im Gegensatz zu aktiven Fonds gibt es bei ETFs weniger Anbieter und folglich einige sehr bedeutende Marktteilnehmer, die einen Großteil des Marktes darstellen.

Daher weisen die großen Euro Anleihen ETFs bereits hohe einstellige bzw. teilweise sogar zweistellige Milliarden Volumina auf. Die Frage, die sich speziell bei dieser Asset Klasse und der Größe der Fonds stellt, ist jene der Liquidität und Abbildbarkeit.

## Aktiv vs. Passiv – Volatilität, Tracking Error, Fondsvolumen

Bereits in den letzten Jahren zeigten sich im Gegensatz zu passiven Aktienstrategien bei ETFs von Unternehmensanleihen vor allem in den Zeiten höherer Marktschwankungen wesentlich höhere Tracking Errors. Diese bewegen sich bei Unternehmensanleihen ETFs im Schnitt über mehrere Jahre bei über 1,5% und können in schwierigen Marktphasen temporär auch deutlich über diesem Wert liegen. Des Weiteren unterscheiden sie sich daher doch deutlich von den meisten Aktien ETFs, die relativ konstant unter 1% liegen



Tracking Error von Sirius 25 und ETFs  
Eigene Darstellung, Daten: Markit, Bloomberg per 28.03.2024

Wenn man diese Werte des Tracking Errors mit unserem aktiv gemanagten Sirius 25 – Euro Corporate Bond Fonds vergleicht, dann sieht man sogar niedrigere Tracking Error Werte des aktiven Fonds

gegenüber den passiven Produkten und dies in faktisch allen Marktphasen. Diese Abweichung wird umso höher, je unruhiger der Markt wird; so z.B. in den Zeiten der Corona Krise 2020 oder auch in der Phase höherer Volatilitäten in 2022/2023, wo die aktive Strategie deutlich niedrigere Werte bei Tracking Error und Volatilität aufweist als die ETFs.

Volatilität	Sirius 25	ETF 1	ETF 2	ETF 3	Benchmark
1J	4,3%	4,3%	4,3%	4,2%	4,0%
3J	4,3%	5,1%	5,1%	5,0%	4,3%
5J	3,8%	5,9%	5,9%	5,8%	3,9%
seit 11/2015	3,1%	4,9%	4,8%	4,7%	3,3%
<b>Tracking Error</b>					
1 Jahr	1,2%	1,7%	1,6%	1,6%	
3 Jahre p.a.	1,2%	2,3%	2,5%	2,2%	
5 Jahre p.a.	1,3%	3,9%	3,8%	3,6%	
seit 11/2015	1,1%	3,2%	3,1%	2,9%	

Volatilität und Tracking Error von Sirius 25 und ETFs  
Eigene Darstellung, Daten: Markit, Bloomberg per 28.03.2024

## Die Vorteile des aktiven Managements in der Asset Klasse

Der Bereich der Euro Investment Grade Unternehmensanleihen bietet mit seiner enormen Marktbreite gute Selektionsmöglichkeiten und Chancen, mittels Über- oder Untergewichtungen von Sektoren Vorteile gegenüber dem Index zu generieren. Zusätzlich bieten sich abseits der Über- und Untergewichtung von Benchmark Titeln und Sektoren, immer wieder interessante Opportunitäten außerhalb der genannten Indizes, welche selektiv eingesetzt, Wert stiften können.

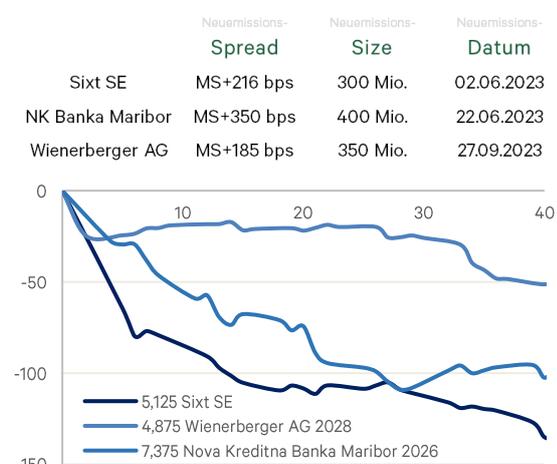
Ein Faktor, der dies zusätzlich möglich macht sind kleinere Emissionen bzw. Emissionen von Emittenten mit einigen wenigen Anleihen, die damit in den Indizes deutlich unterrepräsentiert sind. Diese können bei aktiven Ansätzen höher gewichtet werden und damit solide Beiträge zur Gesamtpformance erbringen. Ebenso sind Emittenten ohne Rating eine wertvolle Beimischung in der Allokation. Diese Unternehmen verzichten aus verschiedensten Gründen auf ein offizielles Rating und können bei solider Qualität in aktiven Ansätzen beigemischt werden. Typisches Beispiel aus Österreich wäre hier die Voestalpine.

Nachdem die Banken seit 2008 teilweise sehr restriktiv mit ihren Krediten umgehen, wurde es auch in Europa für einige mittelständische Unternehmen wichtiger, zusätzliche Möglichkeiten der Finanzierung zu

# tailormade asset management

erschließen. Dies merkt man auch im Euro Unternehmensanleihenmarkt, in dem in den letzten Jahren laufend neue und eher unbekanntere Emittenten mit oft wenig ausstehenden Anleihen an den Emissionsmarkt für Unternehmensanleihen gekommen sind.

Der Vorteil dieser Emissionen zeigt sich in der nachfolgenden Grafik, die die Einengung der Risikoaufschläge von drei ausgewählten kleineren Emissionen und die damit entstehende deutliche Outperformance dieser Anleihen gegenüber dem Markt grafisch veranschaulicht.



Spreadeinengung gegenüber Neuemissionsspread (in BPs)  
Tage nach dem Neuemissionsdatum  
Eigene Darstellung, Daten: Markit, Bloomberg

## Ist langfristiges Alpha bei Investment Grade Unternehmensanleihen möglich?

Blickt man auf die Performance der ETFs, so zeigt sich, wie zu erwarten, eine sehr ähnliche Performance zur jeweiligen Benchmark. So schaffen es zwei der drei dargestellten ETFs sehr gut auf Sicht von fünf Jahren den Index auch nach Kosten relativ exakt abzubilden.

Rel. Performance (BPs) (28.03.2024)	Benchmark	Sirius 25	ETF 1	ETF 2	ETF 3
1 Jahr	7,08%	96	-8	-27	-6
3 Jahre p.a.	-2,51%	61	8	-15	6
5 Jahre p.a.	-0,51%	40	1	-35	0
seit 11/2015	0,66%	30	-25	-42	-3

Relative Performance Sirius 25 und ETFs zur jeweiligen Benchmark

Eigene Darstellung, Daten: Markit, Bloomberg per 28.03.2024

Im Gegensatz dazu hat unsere aktive Strategie des Sirius 25 – Euro Corporate Bond Fund mit der oben beschriebenen geringeren Abweichung zum Index eine deutliche Outperformance gegenüber dem iBoxx Euro Corporate Index über die unterschiedlichsten Marktphasen erwirtschaftet. Diese zeigt sich langfristig über inzwischen fast 10 Jahre mit ca. 0,30% p.a. seit 11/2015, dem Auflagezeitpunkt unserer ersten Publikumstranche.



Graphische Darstellung der Performance seit fünf Jahren  
Eigene Darstellung, Daten: Markit, Bloomberg per 28.03.2024

## Fazit und Zusammenfassung

ETFs haben auch im Bereich der Anleihen Investments den Weg in die verschiedenen Portfolien gefunden und stellen vor allem aufgrund der breiten Abbildung des Marktes eine wichtige Komponente bei Investitionen in den verschiedenen Anleihe-segmenten dar.

Der große Unterschied zu Aktien ETFs ist allerdings, dass es bei Anleihen Märkte gibt, die deutlich schwerer abbildbar sind und wo unserer Meinung nach aktive Strategien einen strukturellen und langfristigen Vorteil haben.

Daher ist es unsere Überzeugung, dass vor allem für langfristige Investoren in Unternehmensanleihen der aktive Ansatz Vorteile aufweist, die sich auch in der soliden und stetigen Outperformance am Beispiel unseres Sirius 25 – Euro Corporate Bond Fonds seit fast 10 Jahren gut zeigen lässt.

# tailormade asset management

## Disclaimer

Dies ist eine Marketingunterlage der Metis Invest GmbH.

Der Inhalt dieses Dokuments richtet sich ausschließlich an professionelle Investoren. Die Weitergabe an Privatpersonen ist nicht gestattet. Alle Angaben und Inhalte dieses Dokumentes sind ohne Gewähr, vertraulich und ausschließlich für den internen Gebrauch bestimmt. Jede unautorisierte Form des Gebrauches dieses Dokumentes, insbesondere dessen Reproduktion, Verarbeitung, Weiterleitung oder Veröffentlichung ist untersagt. Berechnungs- oder Rechenfehler und Irrtum vorbehalten. Informationen aus externen Quellen sind durch Quellenhinweise gekennzeichnet. Für deren Richtigkeit, Genauigkeit und Vollständigkeit können wir, auch wenn wir diese Informationen für verlässlich halten, weder Haftung noch irgendeine Garantie übernehmen.

Die vorliegende Studie wurde auf der Homepage der Metis Invest veröffentlicht und stellt somit einen geringfügigen, nicht finanziellen Vorteil im Sinne des Art. 11 DRL 2017/593 dar.

**METIS INVEST GMBH**  
Conrad-von-Hötzendorf-Straße 84  
8010 Graz, Austria  
T: +43(0)316 20 81 00-0  
F: +43(0)316 20 81 00-49  
institutional@metisinvest.at  
www.metisinvest.at