

Ausschließlich für  
professionelle Anleger

Mai 2015



**Phil Milburn**  
Anlageverwalter, Fixed  
Income  
Kames Capital

## Kommentar von Kames Capital: Emissionen von Hochzinsanleihen – negativ oder positiv?

**Die Nachfrage im Hochzinsbereich ist unersättlich. Infolgedessen rentierten globale Hochzinsanleihen in den ersten vier Monaten des Jahres mit fast 4.5% (Barclays Global High Yield Index USD Hedged). Vor dem Hintergrund einer derart starken Nachfrage haben wir das Angebot im Leveraged-Finance-Bereich genau unter die Lupe genommen, um festzustellen, ob Anleger Negatives zu befürchten haben. Dem ist nicht so. Wenn überhaupt, dann scheinen die Emissionsdaten wohl eher Positives für Anleger im Hochzinsbereich zu bedeuten.**

US-Daten (um Verzerrungen zu vermeiden, die durch die kleinere Basis in Europa verursacht würden) belegen einen leichten Anstieg des Anleihenangebots im bisherigen Jahresverlauf gegenüber den Vorjahren: Die Emissionen im April betragen USD 38 Milliarden, womit ihr Volumen seit Jahresbeginn auf insgesamt USD 133 Milliarden kletterte. Ungefähr die Hälfte dieses Emissionsvolumens wurde von Unternehmen zur Refinanzierung bestehender Schulden ausgegeben, so dass sich das verbleibende Angebot nicht refinanzierungsbedingter Neuemissionen auf USD 67 Milliarden beläuft.

Obwohl dieser Nettobetrag von USD 67 Milliarden fast 20% über der Summe des Vorjahreszeitraums liegt, spiegelt er nicht das Gesamtbild wider. Das Angebot an gehebelten Krediten ist deutlich zurückgegangen; selbst deren Anstieg auf USD 32 Milliarden im April lässt das bisherige Gesamtvolumen im laufenden Jahr auf lediglich USD 80 Milliarden steigen. Das sind 70% weniger als in den ersten vier Monaten des Jahres 2014. Das Angebot an Anleihen ist zwar geringfügig gestiegen, die Gesamtsumme der Neuemissionen an den Combined-Leveraged-Finance-Märkten ist jedoch deutlich gesunken.

Es gibt unseres Erachtens zwei Gründe für diesen Rückgang:

1. Die Knappheit an fremdfinanzierten Mega-Übernahmen (LBO). Da große Private-Equity-Gesellschaften schlechte Erfahrungen mit ihren Beteiligungen an den Mega-Übernahmen der Jahre 2006/2007 gemacht haben, überrascht es nicht, dass sie jetzt gerne mehr Kontrolle über ihre Investments hätten. Die meisten großen Transaktionen der letzten ein bis zwei Jahre wurden entweder durch einen finanzkräftigen Geldgeber wie etwa Berkshire Hathaway oder ein namhaftes Unternehmen wie Altice oder Liberty Global getätigt.
2. Die zunehmenden Vorschriften und Auflagen, die den Banken durch die Regulierungsbehörden auferlegt wurden. Darauf haben wir zwar schon an anderer Stelle hingewiesen, aber nun kommen deren Auswirkungen auf die Angebotspipeline deutlich zum Tragen. Banken dürfen mittlerweile keine Übernahmen mehr finanzieren, bei denen der Käufer sich mehr als das Sechsfache des Gewinns vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen (Ebitda) des übernommenen Unternehmens leiht. Technisch gesehen kann das entsprechende Unternehmen aber auch ein Pro-forma-EBITDA zugrunde legen, das viele Anpassungen und beachtliche "künstlerische Freiheiten" hinsichtlich der künftigen Kosteneinsparungen und Ertragslage erlaubt. Trotz dieses Spielraums ist die Zahl der Leveraged-Finance-Deals rückläufig.

Ich betrachte dies als sehr gesunde Entwicklung für den Markt und spreche den US-Behörden dafür mein Lob aus.

In früheren Zyklen hat der Hochzinsbereich den Samen für seinen Niedergang selbst gesät, indem er (Bonitäts)anforderungen während der Bullenphase zu sehr gesenkt hat; das bescherte ihm höhere Ausfallquoten während der drei großen Abschwünge (Junk-Bond-Krise, TMT-Blase und LBO-Boom/Kreditkrise). Es werden weiterhin Fehler gemacht und Unternehmen werden immer wieder von der Bildfläche verschwinden. Gelingt es dem Markt jedoch, seine Disziplin beizubehalten, dann werden die Ausfallraten beim nächsten Abschwung niedriger ausfallen als in früheren Fällen.

Bis dahin werden vermutlich noch einige Jahre ins Land ziehen, aber da wir in den USA bereits den baldigen Beginn eines Straffungszyklus erwarten, verfolgen wir die Beständigkeit unserer Portfoliobeteiligungen aufmerksam, vor allem angesichts des seit langem anhaltenden Niedrigzinsumfelds. Mit anderen Worten: Wir lassen Vorsicht walten.

Dieses Dokument ist nicht für den Vertrieb an Kleinanleger gedacht und richtet sich nur an Anlageexperten. Es sollte nicht an private Anleger ausgegeben oder von diesen als Grundlage genutzt werden. Die Informationen in diesem Dokument basieren auf unserem Verständnis der aktuellen und historischen Positionen der Märkte. Die geäußerten Meinungen sollten nicht als Empfehlungen oder Beratung betrachtet werden. Aus der bisherigen Wertentwicklung darf nicht auf die zukünftige Entwicklung geschlossen werden. Der Wert der Anlagen und die Erträge daraus können fallen oder steigen und sind nicht garantiert. Dieses Dokument ist zum Zeitpunkt seiner Erstellung korrekt, unangekündigte Änderungen sind jedoch vorbehalten.

Kames Capital Investment Company (Ireland) Plc setzt zwei unterschiedliche Methoden zur Absicherung von Anteilsklassen ein. Einzelheiten entnehmen Sie bitte unserem Verkaufsprospekt.

Der Kames High Yield Global Bond Fund ist ein Teilfonds von Kames Capital Investment Company (Ireland) plc, wobei es sich um eine offene Umbrella-Investmentgesellschaft mit variablem Kapital handelt, die in der Republik Irland eingetragen ist (Nr.: 442106).

Dieses Dokument wurde von Kames Capital plc herausgegeben. Dieses Dokument ist zum Zeitpunkt seiner Erstellung korrekt, unangekündigte Änderungen sind jedoch vorbehalten.

Kames Capital Investment Company (Ireland) plc, eine offene Umbrella-Investmentgesellschaft mit variablem Kapital, zugelassen in der Republik Irland (Gesellschaftsnummer 442106), mit eingetragenem Sitz in 25-28 North Wall Quay, International Financial Services Centre, Dublin 1. Verwaltungsrat: Andrew Bell (Brite), Mike Kirby (Ire) und Bronwyn Wright (Irin). Kames Capital Investment Company (Ireland) plc unterliegt der Regulierung durch die irische Zentralbank (Central Bank of Ireland).

Kames Capital plc agiert als Anlageverwalter und Vertriebsstelle für Kames Capital Investment Company (Ireland) plc.

Kames Capital ist eine Gesellschaft von Aegon Asset Management und umfasst Kames Capital plc (Gesellschaftsnummer SC113505) und Kames Capital Management Limited (Gesellschaftsnummer SC212159). Beide sind in Schottland zugelassen und haben ihren eingetragenen Sitz in Kames House, 3 Lochside Crescent, Edinburgh, EH12 9SA. Kames Capital plc ist von der Financial Conduct Authority zugelassen und beaufsichtigt (FCA-Referenznr.: 144267). Kames Capital plc bietet haftungsgetrennte und Publikumsfonds und agiert als Authorised Corporate Director von Kames Capital ICVC, einer offenen Investmentgesellschaft. Kames Capital Management Limited leistet Anlageverwaltungsservices für die Gesellschaft Aegon, die kollektive Anlagefonds sowie Lebensversicherungs- und Altersvorsorgeverträge anbietet. Kames Capital Management Limited ist ein ernannter Vertreter von Scottish Equitable plc (Gesellschaftsnummer SC144517) und eine Gesellschaft von Aegon, deren eingetragener Sitz sich in 1 Lochside Crescent, Edinburgh Park, Edinburgh, EH12 9SE befindet (PRA/FCA-Referenznr.: 165548).

Der Verkaufsprospekt, die Ergänzung und die Wesentlichen Anlegerinformationen von Kames Capital Investment Company (Ireland) plc sind unter [www.kamescapital.com](http://www.kamescapital.com) erhältlich und können auch telefonisch bei unserer Anleger-Hotline unter +353 1 622 4493 oder schriftlich bei Citigroup Europe plc, PO Box 11167, Cardiff Lane, Dublin 2, Irland angefordert werden.

Anlageexperten müssen gewährleisten, dass sie ihre Verpflichtungen bezüglich ihres Verständnisses dieses Produkts und der damit verbundenen Risiken erfüllen. Außerdem müssen sie den Umfang gewährleisten, in dem dieses Produkt die Erfordernisse ihrer Kunden erfüllt. Weitere Informationen finden Sie im ausführlichen Verkaufsprospekt.

**Informationen für Anleger in Deutschland** – Kames Capital Investment Company (Ireland) plc ist ein in Deutschland durch die BaFin zugelassener OGAW (Organismus für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren). Der Verkaufsprospekt, die Ergänzung und die Wesentlichen Anlegerinformationen von Kames Capital Investment Company (Ireland) plc sind kostenlos bei CACEIS Bank Deutschland GmbH, Lilienthalallee 34-36, D-80939 München erhältlich.