

Spotlight | Anleihen

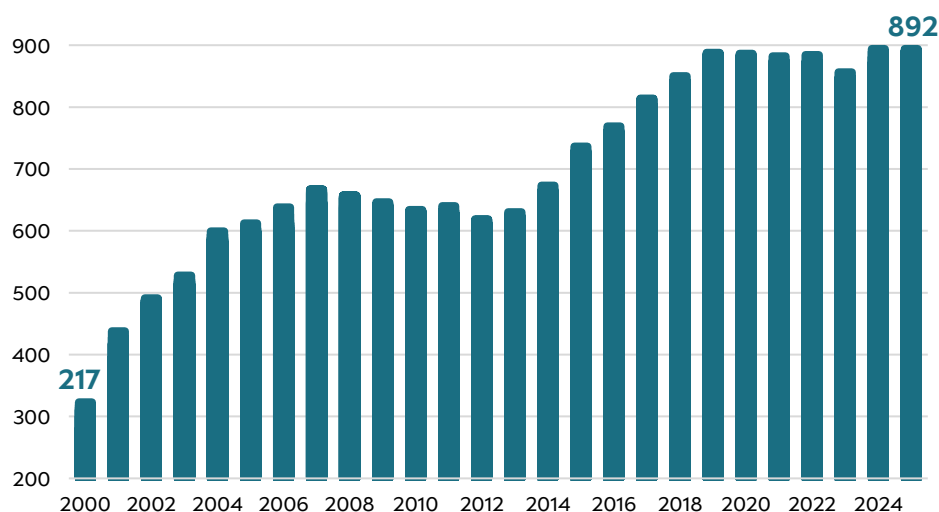
Mit quantitativen Ratingsystemen die Performance optimieren

Unternehmensanleihen auf dem Vormarsch

Der europäische Markt für Unternehmensanleihen hat seit Beginn des Jahrtausends eine beachtliche Entwicklung durchlaufen. Die wachsende Anzahl an Emittenten und Anleihen führt dazu, dass Investoren heute ein deutlich größeres Universum abdecken müssen (siehe Abbildung 1). Der Trend sollte sich weiter fortsetzen, da auch immer mehr außereuropäische Emittenten oder kleinere Emittenten auf Euro lautende Unternehmensanleihen neu ausgeben.

Abb. 1: Die Anzahl der Euro-Investment-Grade-Emittenten hat sich seit der Jahrtausendwende mehr als vervierfacht

Anzahl der Emittenten von EUR Investment-Grade-Anleihen



Zeitraum: 31.12.1999–30.04.2025

Quelle: ICE, eigene Berechnungen

Somit ergeben sich für Investoren neue Möglichkeiten, aber auch Herausforderungen. Ein quantitatives Ratingsystem basierend auf Unternehmenskennzahlen hilft hier bei der Meinungs- und Preisfindung. Quantitative Ratingsysteme sind somit ein ideales Instrument, um Emittenten schnell und objektiv zu beurteilen und dem gestiegenen Analyseaufwand gleichzeitig gerecht zu werden. Sie spielen somit eine zunehmend wichtige Rolle im Investmentprozess für Unternehmensanleihen, wie beispielsweise im Berenberg Euro IG Credit. Zusätzlich können sie zur Verbesserung der Performance beitragen.

Die Vorzüge maschinellen Lernens nutzen und Kritikpunkte berücksichtigen

Zur effizienten und effektiven Analyse von Emittenten nutzen wir ein proprietäres quantitatives Ratingsystem. Mit diesem können wir unser internes Rating mit externen Ratings der Ratingagenturen Moody's, Fitch oder S&P vergleichen. Das Modell nutzt die Fundamentaldaten von Unternehmen und berechnet daraus ein implizites Rating. Der Vorteil dieses Verfahrens besteht darin, dass Unternehmen mit aktualisierten

Spotlight bietet Einblicke in das Berenberg Produktuniversum und beleuchtet Schlüsselthemen im Zusammenhang mit aktuellen Marktentwicklungen.

Insights

► **Spotlight**

Aktien

Anleihen

Multi Asset

Risikofokussierte Lösungen

Nachhaltigkeit

Consulting

Die erhöhte Anzahl an Emittenten erfordert den Einsatz quantitativer Verfahren zur Selektion

Mit einer "point in time"-Betrachtung schneller auf finanzielle Veränderungen reagieren



Finanzkennzahlen – beispielsweise nach der Veröffentlichung von Quartalszahlen – neu bewertet werden können und Veränderungen sich schneller bemerkbar machen. Diese Zeitpunktbetrachtung (point-in-time) unterscheidet sich von dem Ansatz der Ratingagenturen, die in der Regel eine Bonitätsbeurteilung über einen Konjunkturzyklus (through-the-cycle) hinweg vornehmen. Die Zeitpunktbetrachtung ermöglicht es, schneller auf finanzielle Veränderungen zu reagieren und somit Chancen zu nutzen oder Risiken zu reduzieren. Quantitative Ratingsysteme zielen darauf ab, das externe Rating der Ratingagenturen anhand der Fundamentaldaten des betrachteten Unternehmens vorherzusagen. Wir setzen ein statistisches Verfahren¹ ein, welches die Vorteile des maschinellen Lernens nutzt. Es basiert auf der schrittweisen Korrektur der Fehler von Entscheidungsbäumen, mit dem Ziel die Abweichung zwischen den impliziten Ratings und den tatsächlichen Ratings sukzessive zu minimieren. Dabei kann es sowohl nicht-lineare Zusammenhänge als auch Interaktionen zwischen Variablen gut abbilden. Trotzdem bleibt das Modell gut interpretierbar und stellt keine Black Box dar.

Die sektorale Ausrichtung eröffnet Performancepotenziale

Für ein gut funktionierendes quantitatives Ratingsystem ist die Datengrundlage ein entscheidender Faktor. So sollten für eine trennscharfe Bonitätsbeurteilung nur ökonomisch relevante Kennzahlen berücksichtigt werden. Zusätzlich ist eine hinreichend große Datenbasis wichtig. Bei dem Training unseres Modells nutzen wir über fünfzig verschiedene Finanzkennzahlen von mehr als 2.400 Unternehmen über einen Zeitraum von zehn Jahren. Da die einzelnen Sektoren unterschiedlichen Wirtschaftszyklen und Geschäftsmodellen unterliegen gliedern wir diese nach GICS²-Sektoren. Für jeden der elf GICS-Sektoren wird dann ein eigenes Ratingmodell entwickelt. Im Rahmen der Modellvalidierung verwenden wir jeweils einen Trainings- und einen Testdatensatz. Dies ermöglicht es uns die Genauigkeit des Modelles nochmals zu überprüfen und verhindert, dass das Modell nur auf einen Datensatz anwendbar ist, sondern auch auf neue Daten. Abschließend identifiziert das Modell die zwölf fundamentalen Kennzahlen, welche das Rating von Emittenten aus einem Sektor am besten hervorsagen. Im Mittel sollte das implizite Rating mit dem offiziellen Rating der Ratingagenturen übereinstimmen. Abweichungen von dem offiziellen Rating implizieren, dass das Unternehmen eigentlich besser (schlechter) bewertet sein sollte und somit am Anleihemarkt eine Neubewertung stattfinden könnte.

Die Datenbasis ist entscheidend

Das dies funktionieren kann, zeigt Abbildung 2. Die orangefarbene Linie repräsentiert die Wertentwicklung eines gleichgewichteten Portfolios von Anleihen, die in unserem quantitativen Rating besser abschneiden als in dem der Ratingagenturen. Die türkisfarbene Linie repräsentiert die Wertentwicklung eines gleichgewichteten Portfolios von Anleihen, die in unserem Verfahren ein schlechteres Rating erhalten. Die Portfolios werden monatlich neu gewichtet, wobei die Ratings und Schattenratings (impliziten Ratings) auf Jahresabschlusszahlen basieren.

¹ XGBoost: Chen, T., & Guestrin, C. (2016). XGBoost: A scalable tree boosting system, Proceedings of the 22nd ACM SIGKDD.

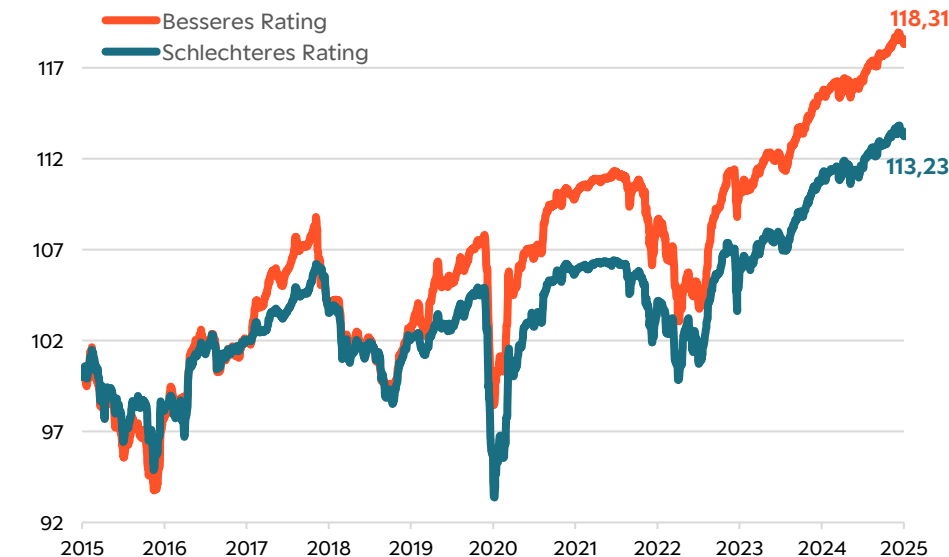
² GICS – Global Industry Classification Standard ist eine Gliederung von Unternehmen in Sektoren. Insgesamt besteht GICS aus 11 Sektoren.



Abb. 2: Quantitative Ratingsysteme können zur Verbesserung der Performance beitragen

Quantitative Ratingsysteme eröffnen Performancepotenzial

Performancevergleich zwischen zwei Portfolien aus unserem Schattenrating



Zeitraum: 31.03.2015–31.03.2025

Quelle: ICE, Bloomberg, eigene Berechnungen

Das besser bewertete Portfolio erzielte über den Betrachtungszeitraum vom 31.03.2015 bis zum 31.03.2025 eine Überrendite (Excess Return) von 5,08%. Diese Überrendite schließt den Zinsänderungseffekt durch unterschiedliche Laufzeiten der Anleihen aus, sodass dies nur den Beitrag der Kreditrisikokomponente darstellt. Die beiden Portfolios unterscheiden sich per Konstruktion leicht in der Ratingstruktur: Das Portfolio mit dem besseren internen Rating ist im Durchschnitt von den Ratingagenturen mit BBB+ geratet, jenes mit dem schlechteren internen Rating ist im Durchschnitt extern mit A geratet. In unserem internen Rating ist das Durchschnittsrating der beiden Portfolios jedoch mit A- identisch. Ziel des quantitativen Ansatzes ist es diese Bewertungsdivergenz auszunutzen. Auch unter Risikogesichtspunkten schneidet das Portfolio mit besser bewerteten Anleihen vorteilhaft ab: Mit einem maximalen Rückschlag (Drawdown) von 9,6% ist es besser als das Vergleichsportfolio, welches einen Drawdown von 12,1% verzeichnet. Die historische Rückrechnung zeigt, dass unser quantitatives Ratingmodell zur Generierung systematischer Überrenditen beitragen und somit einen wertvollen Baustein in der Portfoliokonstruktion darstellen kann.

Fazit

Quantitative Rating-Systeme ermöglichen es also, auch bei sich laufend verändernden Rahmenbedingungen – sei es durch eine stetig wachsende Anzahl an Unternehmen, dynamische Neuemissionsmärkte oder veränderte Fundamentaldaten einzelner Unternehmen – schnell zu agieren. Sie zeigen Abweichungen zwischen der externen Bewertung der Ratingagenturen auf, deren Ansatz sich in der Fristigkeit (Through the Cycle vs. Point in Time) unterscheidet und können somit zur systematischen Verbesserung der Performance beitragen. In den Berenberg Fixed Income Fonds und Mandaten und insbesondere im Berenberg Euro IG Credit mit seinem Fokus auf Investment-Grade-Anleihen setzen wir das zuvor beschriebene Verfahren ein, um die Kreditqualität einzelner Emittenten oder Investmentuniversen objektiv und standardisiert zu analysieren. Dies ermöglicht es uns fundamental schwach aufgestellte Unternehmen zu meiden, Opportunitäten zu identifizieren und somit die Performance des Berenberg Euro IG Credit zu optimieren.



Informationen zur Veröffentlichung

Herausgeber

Prof. Dr. Bernd Meyer, CFA

Chefanlagestrategie Wealth & Asset Management

Autor



André Meyer-Wehmann, PhD, CFA
Portfolio Manager Fixed Income,
Wealth & Asset Management

T.: +49 69 91 30 90 – 1195

E.: andre.meyer-wehmann@berenberg.com

Co-Autor



Felix Stern, CCrA, CESGA

Leiter Fixed Income Euro Ausgewogen
Wealth & Asset Management

T.: +49 40 350 60 – 458

E.: felix.stern@berenberg.de

Wichtige Hinweise

Bei dieser Information handelt es sich um eine Marketingmitteilung. Bei dieser Information und bei Referenzen zu Emittenten, Finanzinstrumenten oder Finanzprodukten handelt es sich nicht um eine Anlagestrategieempfehlung im Sinne des Artikels 3 Absatz 1 Nummer 34 der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 oder um eine Anlageempfehlung im Sinne des Artikels 3 Absatz 1 Nummer 35 der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 jeweils in Verbindung mit § 85 Absatz 1 WpHG. Als Marketingmitteilung genügt diese Information nicht allen gesetzlichen Anforderungen zur Gewährleistung der Unvoreingenommenheit von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen und unterliegt keinem Verbot des Handels vor der Veröffentlichung von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen. Diese Information soll Ihnen Gelegenheit geben, sich selbst ein Bild über eine Anlagemöglichkeit zu machen. Es ersetzt jedoch keine rechtliche, steuerliche oder individuelle finanzielle Beratung. Ihre Anlageziele sowie Ihre persönlichen und wirtschaftlichen Verhältnisse wurden ebenfalls nicht berücksichtigt. Wir weisen daher ausdrücklich darauf hin, dass diese Information keine individuelle Anlageberatung darstellt. Eventuell beschriebene Produkte oder Wertpapiere sind möglicherweise nicht in allen Ländern oder nur bestimmten Anlegerkategorien zum Erwerb verfügbar. Diese Information darf nur im Rahmen des anwendbaren Rechts und insbesondere nicht an Staatsangehörige der USA oder dort wohnhafte Personen verteilt werden. Diese Information wurde weder durch eine unabhängige Wirtschaftsprüfungsgesellschaft noch durch andere unabhängige Experten geprüft. Die zukünftige Wertentwicklung eines Investments unterliegt unter Umständen der Besteuerung, die von der

persönlichen Situation des Anlegers abhängig ist und sich zukünftig ändern kann. Renditen von Anlagen in Fremdwährung können aufgrund von Währungsschwankungen steigen oder sinken. Mit dem Kauf, dem Halten, dem Umtausch oder dem Verkauf eines Finanzinstruments sowie der Inanspruchnahme oder Kündigung einer Wertpapierdienstleistung können Kosten entstehen, welche sich auf die erwarteten Erträge auswirken. Bei einem Fondsinvestment werden stets Anteile an einem Investmentfonds erworben, nicht jedoch ein bestimmter Basiswert (z.B. Aktien an einem Unternehmen), der vom jeweiligen Fonds gehalten wird. Die in diesem Dokument enthaltenen Aussagen basieren entweder auf eigenen Quellen des Unternehmens oder auf öffentlich zugänglichen Quellen Dritter und spiegeln den Informationsstand zum Zeitpunkt der Erstellung der unten angegebenen Präsentation wider. Nachträglich eintretende Änderungen können in diesem Dokument nicht berücksichtigt werden. Angaben können sich durch Zeitablauf und/oder infolge gesetzlicher, politischer, wirtschaftlicher oder anderer Änderungen als nicht mehr zutreffend erweisen. Wir übernehmen keine Verpflichtung, auf solche Änderungen hinzuweisen und/oder eine aktualisierte Information zu erstellen. Zur Erklärung verwandter Fachbegriffe steht Ihnen auf www.berenberg.de/glossar/ ein Online-Glossar zur Verfügung. Das in dieser Unterlage verwendete Bildmaterial dient ausschließlich zu illustrativen Zwecken. Es stellt keinen Bezug zu spezifischen Produkten, Dienstleistungen, Personen oder tatsächlichen Situationen her und ist nicht als Grundlage für Entscheidungen oder Handlungen zu verstehen. Datum 06.06.2025