

DER FONDS ANALYST

Professionelle Investmentstrategien mit den weltweit besten Aktien-, Renten- und Spezial-Fonds
Eine Publikation der Greiff Research Institut GmbH

Nr. 4 vom 3. Februar 2025

Erscheinungsweise: 14-tägig

25. Jahrgang

Liebe Leserinnen und Leser,

Corporate Hybrid Anleihen sind ein spezielles Anlagesegment, welches in den letzten Jahren stark gewachsen ist

Es handelt sich dabei um Unternehmensanleihen im Nachrang, welche seit über 10 Jahren auf dem Markt erhältlich sind. Besonderheit: Diese Anleihen – daher auch der Name Hybrid – sind dadurch gekennzeichnet, dass diese sowohl Eigen- wie Fremdkapitaleigenschaften haben und entsprechend bilanziell auch dem Eigenkapital des emittierenden Unternehmens zugerechnet werden. Da diese Anleihen haftungsseitig im Falle einer Insolvenz des Emittenten erst nach den normalen Anleihen bedient werden müssen, stufen die Ratingagenturen diese entsprechend niedriger ein als eine Senioranleihe des gleichen Schuldners. Da die Ausfallwahrscheinlichkeit beim Emittenten zu suchen ist, und dessen Rating wichtiger ist als das der Anleihe selbst, ist die Ausfallwahrscheinlichkeit, sprich das Risiko, für den Anleger identisch. Dennoch liegt der Coupon der Corporate Hybrids ein gutes Stück oberhalb der klassischen Unternehmensanleihe (1–3 % p.a.), was diese für Investoren entsprechend als Anlagevehikel interessant macht. Für Unternehmen sind Nachranganleihen von Interesse, da die Kosten niedriger als für reines Eigenkapital und gleichzeitig die Zinszahlungen steuerlich absetzbar sind. Mit dem **DCP Hybrid Income R (A40E5L)** wollen wir Ihnen heute eine interessante Lösung für dieses Segment vorstellen. Diese zeigt, dass der gewählte Ansatz den Sweet Spot unter Chance-Risiko-Gesichtspunkten darstellen kann.

Die Macher

DCP wurde 2004 in Zürich gegründet und verwaltet aktuell rund 2 Mrd. CHF an Anlegergeldern. Davon entfallen rund

DCP – Hybrid Income R	
WKN	A40E5L
Aufliedatum	R-Tranche 18.07.2024 I-Tranche 22.09.2017 Strategie seit 2011
Fondsvolumen	184,7 Mio. CHF
Verantwortlich	DCP Asset Management
Peergroup	EAA Fund EUR Subordinated Bond
Kontakt	www.dcp-am.ch

700 Mio. CHF in Hybridanleihen, der Rest entfällt auf eine weitere einkommensorientierte Anlagestrategie, welche Aktien und Optionen kombiniert. DCP sieht sich selbst

als erfolgreiche Investmentboutique für vermögende Privatkunden und institutionelle Investoren mit Schwerpunkt auf der DACH-Region. DCP ist ein Pionier im Segment der Hybridanleihen und verfügt darin über eine langjährige Expertise (14 Jahre). Im Jahr 2011 kam Sascha Peier zu DCP und hat die Investition in und mit Hybridanleihen im Hause auf- und ausgebaut. Er hat ein proprietäres Bewertungsmodell für Hybridanleihen entwickelt, welches über die Jahre stets weiterentwickelt wurde und das Herzstück des Managements darstellt. Peier fungiert als Head of Fixed Income und ist verantwortlicher Fondsmanager für die DCP Hybrid Income Strategie. Seit 2024 wird er vom erfahrenen Senior Portfolio Manager Alexej Laptjew unterstützt. Dazu gesellen sich zwei spezialisierte Fixed Income Analysten. Sascha Peier wird aktuell von Citywire mit einem AAA-Rating geführt. Die Hybrid Income Strategie von DCP wurde ab 2011 erst in Mandaten für Kunden und ab 2017 in einem Fondsmantel umgesetzt. Es gibt den Fonds in diversen Tranchen; die hier vorgestellte R Tranche gibt es erst seit Sommer 2024, ist aber inhaltlich identisch wie die Kernstrategie.

Die Idee & die Entwicklung

Hierzu erzählt uns Sascha Peier: „Ursprünglich entstand die Idee direkt nach der Finanzkrise. Anleihen von soliden Emittenten waren ungerechtfertigterweise massiv abgestraft worden. Vor der Finanzkrise waren die Risikoprämien nicht attraktiv (50 Basispunkte). Infolge der Neubewertung von Nachrangrisiken während und nach der Finanzkrise kam es zu einem segmentweiten Anstieg der Risikoprämien – auch für fundamental solide aufgestellte Unternehmen, die eher im defensiveren Bereich angesiedelt waren. So entwickelte sich dann die Philosophie des „defensive quality play“ im Nachrangsegment. Fokus auf die stärksten Emittenten, geografisch in Kerneuropa (nahe Schweiz), und dann Selektion der Hybrid- anstelle der Senioranleihe.“ Er ergänzt: „Nach dem Start der Strategie haben sich die Bewertungen in den Folgejahren kontinuierlich und insbesondere bei den klassischen Hybridanleihen etwas erholt, jedoch nie wieder die tiefen Levels von vor der Krise erreicht. So ist das Segment nach wie vor ein Nischensegment und insbesondere im Versicherungsbereich und bei Nicht-Finanz-Unternehmen finden sich attraktive Rendite-Risiko-Chancen. Um diese besser identifizieren zu können, haben wir uns zum Ziel gesetzt,

ein eigenes Bond-Scoring-Modell und eine auf Hybridanleihen fokussierte Datenbank aufzubauen, die eine effiziente Bewertung der Risiken und strukturellen Besonderheiten im Nachrangsegment ermöglichen. Diese Instrumente sind mittlerweile zentraler Bestandteil der Strategieumsetzung und ein entscheidendes Differenzierungsmerkmal gegenüber Wettbewerbern. Zum einen geht es darum, Überrenditen zu erwirtschaften, indem man Risikoprämien mit weniger Volatilität und konsistenter als zum Beispiel Aktien abschöpfen kann. Durch die Ausnutzung des bedingten Zusatzrisikos der Nachrangigkeit, für das der Investor mit 100–300 bps zusätzlich zu einer Senioranleihe entschädigt wird, aber das gleiche Emittentenrisiko (sprich „Default“-Risiko) trägt, war hier der risikoadjustierte Vorteil gegenüber Staats-, Senior- und Hochzinsanleihen geboren. Durch die Fix-to-Float-Eigenschaft von Hybridanleihen in Kombination mit der hohen Bonität der Emittenten muss der Investor weder hohe Zins- noch Kreditrisiken eingehen und profitiert vom „Sweet Spot“.

Die Philosophie

Ziel ist es, auf risikoadjustierter Basis die breiten Anleihe-segmente (Bloomberg Barclays Pan European AGG Investment Grade und Corporate Investment Grade) über den Zyklus zu schlagen sowie zu den Top-Performern im Segment zu gehören. Der Fokus liegt auf Hybridanleihen von erstklassigen Unternehmensemittenten (Investment Grade) mit kurzer Duration. Das Management verzichtet auf den Einsatz von Bankanleihen mit Wandlungsrechten (sog. CoCos), somit ist man defensiver als der Markt unterwegs. Das Anlageuniversum umfasst rund 600–700 Anleihen mit einem Volumen von 400–450 Milliarden Euro. Geographisch betrachtet liegt das Basisuniversum in Westeuropa (CH und angrenzende Länder als Schwerpunkt) mit gezielten Ergänzungen aus den USA. Das Herzstück ist die eigenentwickelte Datenbank für Hybridanleihen, in der über 200 Datenpunkte jeder einzelnen Anleihe visualisiert und ausgewertet werden können. In diesen sind sämtliche detaillierten Fundamentaldaten des Emittenten wie auch die strukturellen Merkmale von Hybridanleihen enthalten. Das Management erfolgt frei von einer Benchmark und Derivate werden rein zur Währungsabsicherung durch Termingeschäfte eingesetzt. In

Regel ist man voll investiert, wobei man etwaige Fälligkeiten etc. berücksichtigt, sodass man jederzeit Liquidität vorhalten kann.

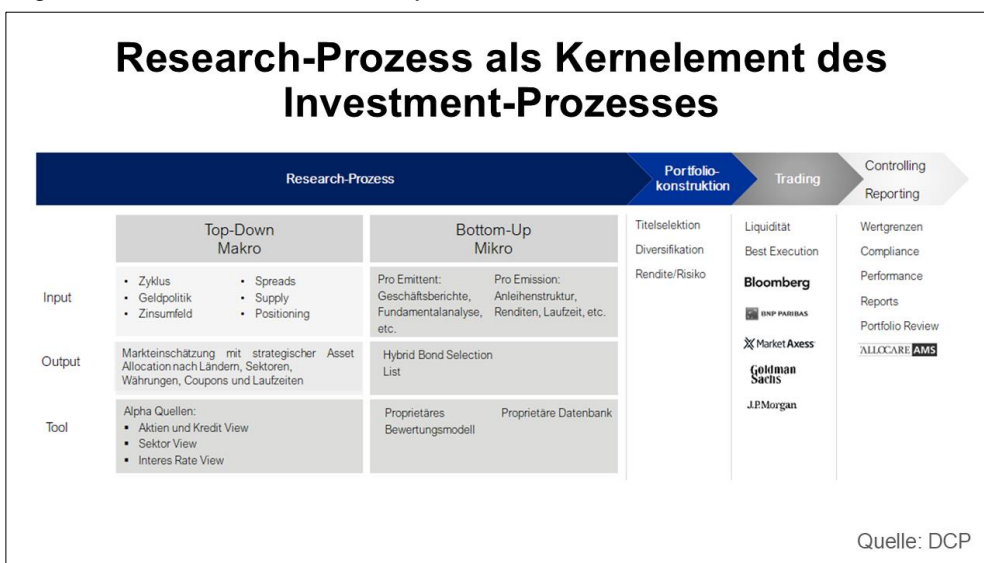
Die Nachhaltigkeit

Auch das Thema ESG ist von großer Bedeutung. Der Fonds ist gem. SFDR als Artikel 8 Fonds eingestuft und es wird eine Vielzahl von Ausschlusskriterien und Portfoliorichtlinien berücksichtigt. Beispielsweise müssen 75 % der Emittenten ein MSCI ESG-Rating von BB oder höher haben. ISS vergibt 4 Sterne, MSCI ESG ein AA und Morningstar 4 Globen.

Der Prozess

Hierzu erklärt uns das Management: „Der Investmentprozess gliedert sich in vier Phasen, wobei die Research Phase das zentrale Element darstellt. Der Research-Prozess gliedert sich in einen Makro- (Top-Down) und einen Mikro-Teil (Bottom-Up), die die Grundlage für den defensiven Qualitätsfokus der Strategie sicherstellen. Der Top-Down-Prozess bestimmt die Asset-Allokation nach Ländern, Sektoren, Währungen, Laufzeiten und Kuponstrukturen auf Basis des ‚DCP Credit View‘. Die Makroanalyse stützt sich auf wichtige Inputvariablen wie Konjunkturzyklus, Geldpolitik (sowohl konventionelle wie Zinspolitik als auch unkonventionelle wie Ankaufprogramme), Bewertungen (Credit Spreads), Angebot und Marktpositionierung. Der Bottom-up-Prozess ermittelt die ‚DCP Hybrid Bond Selection List‘ mit den attraktivsten Risiko-Rendite-Chancen. Unser defensiver Qualitätsfokus und die Konzentration auf erstklassige Papiere innerhalb der hybriden Kapitalstruktur (z.B. ohne CoCos) führen zu einem relevanten Universum von ca. 600 Anleihen. Auf dieses Universum wird das DCP Bond Scoring Modell, bestehend aus Fundamental Score, Structure Score und Yield Score, angewandt. In Kombination mit den qualitativen Einschätzungen unserer Analysten ergibt sich daraus eine verfeinerte ‚DCP Hybrid Bond Selection List‘ mit rund 200 Top-Picks. Die Auswahl der Anleihen erfolgt anhand des DCP Bond Scoring Modells. In Kombination mit der quantitati-

ven Beurteilung, die den Fokus auf die relative Rendite-Risiko-Bewertung legt, und der qualitativen Einschätzung unserer Analysten entscheidet das Portfoliomanagement



dann, welche Titel ausgewählt werden, um ein attraktives und gut diversifiziertes Portfolio abzubilden. Zentraler Bestandteil des Auswahlprozesses ist die proprietäre Hybriddatenbank, die die zentralen Entscheidungsparameter für das Portfoliomanagement zusammenfasst und grafisch aufbereitet“

Quantitativ oder diskretionär?

Nachdem der Emittent anhand quantitativer Faktoren mit dem DCP Scoring Modell klassifiziert wurde und der Investmentphilosophie entspricht, werden diskretionäre Faktoren wie Marktmeinung (Analysten), Historie, Negativinformationen, Management, Kredithistorie, Marktmacht etc. zur Vervollständigung der Kreditanalyse herangezogen. Positionen werden dabei in der Regel sukzessive aufgebaut. Der Investitionsansatz ist grundsätzlich ein Buy and Hold Ansatz, d.h. die Anleihen werden normalerweise bis zur Kündigung/Tilgung gehalten. Ausnahme: bei Änderungen der Risiko-/Renditeparameter kann es auch zu vorzeitigen Verkäufen kommen. Das Portfolio wird entsprechend laufend hinsichtlich der Risiken überwacht (Kernaufgabe). Die vorhandenen Analyseinstrumente ermöglichen es, mögliche Risiken frühzeitig zu erkennen und entsprechend zu reagieren. Der an sich sehr konservative Ansatz schließt per se bereits beim Aufbau des Portfolios riskante Investitionen aus. Das Risikomanagement ist eine unabhängige Abteilung und überwacht und überprüft laufend den gesamten Investmentprozess.

Positives und negatives Marktumfeld

Hierzu erläutert uns das Managementteam: *„Positiv: Unter normalen Marktbedingungen, d.h. bei unveränderten Zinssätzen oder Risikoprämien, wird unsere Performance durch den höheren Carry (Coupon) getragen. In Phasen stark schwankender oder steigender Zinsen ist unsere Performance aufgrund der geringeren Zinssensitivität besser. In Phasen sinkender Risikoprämien oder einer konjunkturellen Erholung erzielen wir aufgrund der höheren Spreadsensitivität eine bessere Performance.“* Und welche Szenarien bereiten Euch Probleme? *„Negativ: Der Fonds kann in einem Umfeld, in dem ‚pure rate plays‘ stark performen (z.B. November/Dezember 2023), eine Underperformance erzielen. Die nachrangige Struktur von Hybridanleihen kann in Krisenzeiten oder Phasen erhöhter Unsicherheit (z.B. Coronavirus) zu erhöhter Volatilität in Verbindung mit kurzfristiger Illiquidität führen, was eine kurzfristige Underperformance zur Folge haben kann.“* Wir haben dem Management weitere Fragen gestellt, deren Antworten sicherlich sehr interessant sind.

Rückblick

Welche besonderen Herausforderungen haben Sie und Ihr Team in den letzten Jahren gemeistert? Die Antwort lautet wie folgt: *„Eine der größten Herausforderungen war die Navigation durch die volatilen Marktphasen, insbesondere während der pandemiebedingten Unsicherheiten*

und der geopolitischen Spannungen in Europa, die eine erhöhte Marktvolatilität mit sich brachten. Dabei haben wir es geschafft, die Performance unseres Fonds stabil zu halten und die Diversifikation beizubehalten, was unser konservativer und disziplinierter Anlageansatz ermöglicht hat.“ Unsere nächste Frage lautete: Was waren die wichtigsten Lehren, die Sie aus den letzten Jahren gezogen haben? *„Die wichtigsten Lehren der letzten Jahre liegen in der Erkenntnis, wie entscheidend eine agile und vorausschauende Anpassung an sich ständig wandelnde Marktbedingungen ist. Die Fähigkeit, Risiken frühzeitig zu identifizieren und flexibel auf geopolitische und makroökonomische Veränderungen zu reagieren, hat sich als essenziell erwiesen. Ebenso hat uns die Erfahrung gelehrt, dass eine starke, auf Integrität und Transparenz basierende Infrastruktur nicht nur Vertrauen bei unseren Investoren schafft, sondern auch den Grundstein für nachhaltigen Erfolg legt“,* erklären uns die Manager.

Ausblick

Welche Trends und Entwicklungen sehen Sie für die kommenden Jahre? Hierzu folgende Antwort: *„In den kommenden Jahren werden Digitalisierung und KI die Finanzbranche weiter transformieren, wobei datengetriebene Entscheidungen zunehmend an Bedeutung gewinnen. ESG-Investitionen bleiben ein zentraler Fokus, da Nachhaltigkeit für Investoren immer wichtiger wird. Der demografische Wandel und die alternde Bevölkerung schaffen zudem neue Marktbedürfnisse (Einkommen!!). Gleichzeitig sorgen geopolitische Spannungen für erhöhte Volatilität, was eine sorgfältige Risikobewertung erfordert. Schließlich könnten technologische Innovationen wie Blockchain und digitale Währungen die Finanzlandschaft nachhaltig verändern und neue Anlagemöglichkeiten eröffnen.“* Welche Chancen und Risiken sehen Sie für den Fonds in der Zukunft? *„Zukünftig sehen wir für den Fonds spannende Chancen und Herausforderungen. Chancen bietet die zunehmende Nachfrage nach Hybridanleihen, da z.B. Alternativen wie Senioranleihen immer weniger zum nachhaltigen Vermögensaufbau ausreichen. Technologische Fortschritte und verbesserte Datenanalysen ermöglichen uns zudem präzisere und effizientere Anlageentscheidungen, was unsere Performance weiter optimieren kann. Risiken ergeben sich insbesondere aus geopolitischen Unsicherheiten, die die Volatilität der Märkte erhöhen können. Auch regulatorische Veränderungen erfordern laufende Anpassungen. Um diesen Risiken zu begegnen, setzen wir auf ein robustes Risikomanagement und eine agile Anlagestrategie“,* lassen uns die Manager wissen.

Die Performance

Da die hier vorgestellte R Tranche erst im Sommer 2024 aufgelegt wurde, verwenden wir für die Performance die Ergebnisse der Kernstrategie in Euro gehedged. Per 31.12.2024 lag diese auf ein Jahr bei +10,36 %, auf 3 Jahre bei +4,86 % auf 5 Jahre bei +8,18 % und auf

10 Jahre bei +25 %. Seit Auflage der Strategie im Jahr 2011 bedeutet das ein Gesamtergebnis von 77,06 % in Euro –was sich trotz aller Turbulenzen an den Zinsmärkten in den letzten Jahren sehen lassen kann. Insbesondere der Mehrwert zum Vergleichsindex BBG Barclays EU Aggr IG EUR ist überzeugend. Auch innerhalb der Vergleichsgruppe muss sich der Fonds keinesfalls verstecken. Gerade die Betrachtung unter Chance-Risiko-Gesichtspunkten überzeugt. Morningstar vergibt dem Portfolio das niedrigste Risikolevel (Conservative) und bestätigt ein weit unterdurchschnittliches, niedriges Risiko. Ein maximaler Drawdown von 13,2 % und eine Volatilität von 5 % p.a. unterstreichen dies. Im Gegenzug ist das Ertragsprofil als durchschnittlich eingestuft, was aber wiederum mit dem geringeren Risiko bzw. dem Verzicht auf die riskanteren Cocos zu begründen ist.

Das Portfolio

Aktuell ist das per 08.01.2025 rund 186,7 Mio. CHF große Portfolio in über 100 Anleihen von über 60 Emittenten investiert. Die Duration beträgt niedrige 2,2 Jahre und das

Rating der gehaltenen Papiere lautet BBB+, auf Emittenten Ebene sogar A. Die Fälligkeitsrendite der Anleihen liegt bei 5,6 % p.a. Regional betrachtet, entfallen 25 % auf Anleihen aus Frankreich, 16 % auf Schweizer Anleihen und bei 13 % auf Anleihen aus den Niederlanden. Sektoral sind rund 50 % in Titel aus dem Versicherungsbereich angelegt, 27 % entfallen auf Banken, darauf folgen dann 6 % Energie-Titel und 5 % Titel aus dem Telekommunikationsbereich. Da die Papiere teilweise fix und teilweise variabel verzinst werden, reduziert man das Zinsänderungsrisiko.

Fazit:

Die **DCP Hybrid Income Strategie** kann überzeugen. Ein sehr erfahrenes Management mit sehr viel speziellem Know-how überzeugt mit konservativem Ansatz und einem tollen Chance-Risiko-Verhältnis. Man zeigt, dass der Fonds sich sehr gut als Depotbeimischung eignet. Der Spruch „Wir sind Einkommensspezialisten und unsere Strategie zeigt den Sweet Spot“ ist allemal passend.

Bis zur kommenden Ausgabe verbleiben wir herzlichst

„Mit dem Wissen wächst der Zweifel.“

Johann Wolfgang von Goethe

Michael Bohn

Markus Kaiser

Werner Lang

DER FONDS ANALYST ist ein zweimal monatlich erscheinender Informationsdienst für professionelle Investmentstrategien in internationalen Aktien-, Renten- und Spezial-Fonds. Herausgeber ist die Greiff Research Institut GmbH, ein Analyseinstitut für fondsbasierte Anlagestrategien. Geschäftsführer: Markus Kaiser, Werner Lang. Verantwortlicher Redakteur: Michael Bohn, Leitung Fondsanalyse und Redaktion (ViSdP) • weitere Redakteure: Werner Lang, Markus Kaiser Verlag: Greiff Research Institut GmbH, Munzinger Str. 5a, D-79111 Freiburg i.Br. • Geschäftsführer: Markus Kaiser, Werner Lang • HRB 715980 • USt.-Id.-Nr.: DE815685325 • Tel. 0761/76 76 95 0, Fax: 0761/ 76 76 95 59. Der Abonnementpreis beträgt EUR 29,50 inkl. MwSt. pro Monat inkl. Versandkosten

Disclaimer: Die in diesem Brief veröffentlichten Angaben beruhen auf Quellen, die wir als seriös und verlässlich einschätzen. Eine Gewähr hinsichtlich Qualität und Wahrheitsgehalt dieser Informationsquellen kann nicht übernommen werden. Weder unsere Musterdepots noch Einzelanalysen zu bestimmten Wertpapieren stellen eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder derivativen Produkten dar. Der Newsletter darf deshalb nicht als persönliche oder auch allgemeine Beratung aufgefasst werden, da darin lediglich die subjektive Meinung des jeweiligen Autors reflektiert wird. Leser, die auf Grund der in diesem Newsletter veröffentlichten Inhalte Anlageentscheidungen treffen, handeln vollständig auf eigene Gefahr und sollten sich in jedem Fall von ihrer Haus- bzw. Depotbank beraten lassen, inwieweit die vorgestellten Anlagen zum persönlichen Risikoprofil passen. Dieser Newsletter kann diese Beratungsfunktion nicht übernehmen. Des Weiteren können Verlag, Autor oder nahestehende Dritte Longpositionen in den besprochenen Anlagen eingegangen sein. In diesem Fall liegt ein Interessenkonflikt im Sinne der Marktmissbrauchsverordnung EU Nr. 596/2014 vor, den wir unten offenlegen. Bei den analysierten Wertpapieren oder derivativen Produkten handelt es sich um Anlagen mit überdurchschnittlichem Risiko. Insbesondere bei Optionsscheinen oder Auslandsaktien besteht das Risiko eines Totalverlustes. Eigenverantwortliche Anlageentscheidungen im Wertpapiergeschäft darf der Anleger deshalb nur bei eingehender Kenntnis der Materie in Erwägung ziehen. Weitere Details im Hinblick auf bestehende Risiken sowie weitere bestehende Eigenpositionen werden im ausführlichen Disclaimer unter der Internetadresse www.derfondsanalyst.de/eigenpositionen offengelegt. Mit dem Bezug dieser Information erkennt der Leser diesen Disclaimer an und stellt den Verlag von allen Haftungs- und Gewährleistungsansprüchen frei.