

## Zantke Euro Corporate Bonds AMI (p) Unternehmensanleihen aus der „Top-Down-Perspektive“

**Dietmar Zantke zählt zu den erfolgreichsten Fondsmanagern für Unternehmensanleihen.** Zeugnis dieser Aussage ist der LBBW RentaMax (DE0005326144), den er seit der Auflage 2001 bis in das Jahr 2009 hinein verantwortete, als er sich mit seiner eigenen Gesellschaft Zantke & Cie Asset Management GmbH selbstständig machte und eigene Fonds ins Leben rief: im Oktober 2009 den Zantke Euro Corporate Bonds AMI (p) (DE000A0Q8HP2) und im März 2010 den Zantke Euro High Yield AMI (p) (DE000A0YAX56). Seit Zantke die LBBW verließ, schneidet der „RentaMax“ eher unterdurchschnittlich ab und das neue 340 Mio. Euro große „Dickschiff“ Zantke Euro Corporate Bonds AMI (p) eher durchschnittlich (0,64 % seit Jahresanfang, 5,75 % seit Auflage). - Für uns Anlass zu einem Gespräch mit dem Fondsmanager.

**Darauf angesprochen, inwieweit sich das Chance-Risiko-Verhältnis von Anleihen in den Augen der Anleger in den letzten Jahren geändert haben könnte, bestätigt Zantke diesen Eindruck und konstatiert eine gesellschaftliche und politische Umbruchphase,** in deren Folge nicht nur das kurzfristige Vertrauen verloren gegangen ist, sondern auch das Systemvertrauen, was für ihn weitaus schlimmer ist. Zur Verdeutlichung bemüht er den Vergleich mit einem Auto, dem Winterräder aufgezogen wurden. „Wenn ich mich nicht auf eine ordnungsgemäße Montage verlassen kann, steige ich erst gar nicht mehr ein.“ Auswirkungen dieser Entwicklung zeigen sich insbesondere bei Staatsanleihen aus den Schuldenländern Europas, die immer weniger Anleger haben wollen. Die kleiner werdende Nachfrage kompensiert immer häufiger die EZB, was das Vertrauen in das Geldwesen nach Zantkes Einschätzung aber weniger stärkt als vielmehr zusätzlich belastet. „Ich bin kein Freund von Eurobonds. Die Staaten müssen ihre Hausaufgaben machen, ihre Haushalte konsolidieren und produktiver werden. Die Schuldenkrise mit noch mehr Schulden und Liquidität zu lösen, schafft kein Vertrauen!“ Die Anleger nehmen eine neue Dimension des Kreditausfallsrisikos wahr. Historische Ausfälle, wie z.B. in Argentinien, sind nicht vergleichbar, da entsprechende Länder über eigene Währung und keine direkte Vernetzung mit anderen Staaten verfügten und ohnehin schon zuvor längere Zeit schlechte Bonitäten aufwiesen.

**Folgerichtig sind Unternehmensanleihen stärker in den Fokus getreten:** Anleiheanleger, wie beispielsweise Versicherungen und Pensionskassen, suchen Alternativen abseits der ihnen zunehmend riskanter erscheinenden Staatsanleihen. Unternehmensanleihen bieten sich da an. Sie zahlen in der Regel höhere Zinsen als die entsprechenden nationalen Anleihen, verfügen häufig über die bessere Bonität und sind abseits der „Financials“, also der von Finanzwerten begebenen Anleihen, transparenter zu rechnen. Diese Unternehmen ändern nach Zantkes Einschätzung nicht von heute auf morgen ihre Strategien und verfügen über eine stabile Liquiditätssituation. Wenn einer BASF heute eine größere Bonität als der Bundesrepublik Deutschland zugesprochen wird, ist das nicht zuletzt unter fundamentalen Gesichtspunkten durchaus berechtigt. Tendenziell lassen sich schon jetzt Umschichtungen aus Staatsanleihen in Unternehmensanleihen erkennen, sowie eine stärkere Berücksichtigung der „Corporates“ bei Neuanlagen. „Früher waren Unternehmensanleihen zumindest der Wahrnehmung nach stark risikobehaftet. Das hat sich auf jeden Fall geändert“.

**Eine Orientierung an den gängigen europäischen Indizes als Benchmark birgt in Zantkes Augen derzeit große systemische Risiken.** Dass hat mit ihrer Struktur zu tun. Schließlich entfallen rund 52 % des Marktes für europäische Unternehmensanleihen auf Emittenten aus dem Finanzsektor, also auf Banken und Versicherungen. 11 % sogar auf Nachranganleihen, die Zantke aktuell für besonders riskant hält. Wenn es zu einer Schuldenbeteiligung von Gläubigern kommt, was das deutsche Bankenrestrukturierungsgesetz vorsieht, sind Nachranganleihen mit als erstes betroffen. Anleger nachrangiger Bankanleihen aus Irland haben diese Erfahrungen nach Zantkes Einschätzung bereits gemacht, als sie hohe Verluste hinnehmen mussten. Vor dem Hintergrund dieser Ansicht dürfte es wenig überraschend sein, dass Zantke in Anleihen von Finanzunternehmen derzeit überhaupt nicht investiert ist. Eine extreme Abweichung von der Benchmark, aber mit Begründung. Etwa acht Prozent umfassen Anleihen von Emittenten aus den Schuldenstaaten. Größter Sektor innerhalb der „Non-Financials“ sind die Versorger mit etwa 12 % und die Telekoms mit etwa 8 %. Nach den konjunkturellen Einflüssen auf die Corporates befragt, erklärt Zantke: „In den Risikospreads der „Investment Grade“ bewerteten „Non-Financial-Anleihen“ ist bereits aktuell auf Sicht der kommenden fünf Jahre eine Ausfallrate von rund 14 % eingepreist. Für gewöhnlich liegt dieser Wert unter einem Prozent. Das zeigt, dass ein Rezessionsszenario längst eingepreist ist. Weitere Spreadausweitungen sind grundsätzlich vorstellbar, bedürften indes weitaus tieferer Rezessionsannahmen, als den bisher erwarteten.“ Grundsätzlich sieht Zantke in Unternehmensanleihen zudem keine Alternative zu Aktien, sondern eine Ergänzung. Sie bieten einen stabilen Cashflow in Form kalkulierbarer Kapitalströme und sehen eine Rückzahlung des eingesetzten Kapitals vor, solange das Unternehmen nicht „Pleite“ geht. Bei der Aktie baut man auf Kursanstiege und Dividendenversprechen, die gehalten werden können oder auch nicht. Gerade dann, wenn die Entwicklung der Unternehmen anders ausfällt als zunächst erwartet.

**Fazit:** Blicke noch die Sache mit der durchschnittlichen Wertentwicklung des Zantke Euro Corporate Bonds AMI und die Kleinstgewichtungen einzelner Titel unterhalb einprozentigen Positionen zu klären. Sie erklärt sich durch den Top-Down-Ansatz des ehemaligen „Konjunkturentwicklers“ Zantke. Er untersucht, wie sich die Konjunktur und das Wachstum entwickelt und wie die psychologische Verfassung des Marktes aussieht. Daraus wird ein Strategieportfolio abgeleitet, das dann mit entsprechenden Werten befüllt wird. Alpha soll nicht aus einzelnen Positionen generiert werden, sondern aus der Allokation. Eine aktive Durationssteuerung in den Portfolios versteht sich von selbst. Keine Financials, keine Unternehmensanleihen aus Schuldenstaaten: durchschnittliche Performance bei kleinerem Risiko will man meinen und behält seine Anteile im Fonds weiter oder kauft nach. (Das Interview können Sie als Video unter [www.drescher-cie.de](http://www.drescher-cie.de) sehen)