



FEBRUAR 2026

Anleiherisiken: Der Ansatz von Candriam.



Charudatta Shende

Fixed Income Strategist,
Head of Client Portfolio
Management Fixed Income



Marie Thomin

Client Portfolio Manager
Fixed Income

Unternehmensanleihen gelten mitunter als Vernunftelement eines Investmentportfolios. Sie sollen zuverlässig, ausgefeilt und gelegentlich ein bisschen langweilig sein. Doch wer beobachtet hat, wie sich Spreads rasant erweitern oder Liquidität im falschen Moment verschwindet, weiß: **Anleihen sind nicht langweilig. Anleihen sind diszipliniert.** Und Disziplin beginnt mit Risiko, nicht als etwas, das man vermeiden kann, sondern als etwas, das man so gut verstehen kann, dass es bewusst bewertet, bemessen und überwacht werden kann.

Bei Candriam sind Anleihe-Investments in erster Linie eine Übung in Risikomanagement. Wir versuchen nicht, das Risiko zu eliminieren – das wäre wie der Versuch, die Schwerkraft zu beseitigen. Stattdessen setzen wir auf Risiken, indem wir sie sichtbar, messbar und diskutierbar machen, lange bevor sie die Chance haben, ein Portfolio zu überraschen. Wir sprechen dann vom **Bändigen des Risikos**. Unsere Philosophie ist einfach: Die Risiken zu verstehen ist wichtiger als die Rendite, denn bei Unternehmensanleihen ist die nächste Zinszahlung wichtiger als die nächste Schlagzeile.

Sowohl für professionelle als auch für Privatkunden ist die Botschaft dieselbe: **Bei Anleihen ist Rendite eine Folge des verstandenen Risikos und nicht des ignorierten Risikos.**

1. Warum Risiken bei Anleihen wichtig sind

Unternehmensanleihen beinhalten das vertragliche Versprechen zeitlich gestaffelter Zahlungseingänge und einer Rückzahlung des Kapitals. Ihr Wert hängt jedoch davon ab, wie dieses Versprechen die realen Bedingungen in Verbindung mit Unternehmensentscheidungen, Konjunkturzyklen und Marktstruktur überlebt. Das Anleihe- und Ratingrisiko steht im Mittelpunkt dieser Gleichung, ist aber weiteren Einflüssen ausgesetzt. Es steht in Wechselwirkung mit Zinsen, Inflation, Wechselkursen, Liquiditätsbedingungen und Anleihestruktur. Unternehmensanleihen richtig zu managen bedeutet daher, ein *System von Risiken*, keine isolierten Variablen zu managen.

Abbildung 1:

Risiko bei Unternehmensanleihen: Ein System, keine isolierten Variablen



Quelle: Candriam

A. Anleihen- und Ratingrisiko

Das primäre Risiko bei Unternehmensanleihen ist einfach: Der Emittent kommt seinen finanziellen Verpflichtungen nicht nach. Wenn Zinsen oder Kapital in Gefahr sind, werden Carry und relativer Wert irrelevant.

Candriam bewertet das Emittentenrisiko durch drei sich ergänzende Prismen: operatives Profil, finanzielles Profil und Ereignisrisiko.

- Das operative Profil konzentriert sich auf die Fundamentaldaten des Unternehmens – was das Unternehmen tut, wo es tätig ist und wie robust die Nachfrage ist. ESG-Überlegungen sind in diese Phase umfassend integriert, da sie die Dauerhaftigkeit des Cashflows, den Zugang zu Kapital und das Managementverhalten direkt beeinflussen.

- Das Finanzprofil übersetzt die Unternehmensgeschichte in Zahlen. Wir analysieren Fremdkapital, Zinsdeckung, Liquidität, Refinanzierungsbedarf und Kapitalstruktur. Dabei schauen wir uns vor allem an, wie sich diese Kennzahlen unter Druck verhalten. Anleiherisiken treten auf ruhigen Märkten selten zutage. Sie zeigen sich, wenn sich die Bedingungen verschlechtern.
- Das Ereignisrisiko rundet das Bild ab. Transaktionen, Regulierung, Rechtsstreitigkeiten, betriebliche Zwischenfälle und Governance-Schocks können die Anleihequalität rasch verändern. Bei Unternehmensanleihen stellt sich nicht nur die Frage, was der Emittent heute ist, sondern was er tut, wenn sich die Anreize ändern.

B. Durations- und Währungsrisiko

Die Preise von Unternehmensanleihen tragen sowohl der Bonität des Emittenten als auch dem Umfeld Rechnung, in dem dieser Emittent sich finanzieren muss. Das Durationsrisiko verknüpft die Anleihekurse mit den Zinsen, während die Inflation die Leitzinsen und Margen beeinflusst. Ein Währungsrisiko kann immer dann eine Rolle spielen, wenn Erträge, Kosten oder Finanzierungsmärkte nicht auf die Währung der Anleihe ausgerichtet sind.

Unternehmensanleihen durchlaufen ebenfalls Zyklen. Phasen starken Wachstums und üppiger Liquidität können die Unsicherheit der Bilanzen verschleiern, während schwächere Emittenten durch KonjunkturfalLEN höheren Finanzierungskosten und schwierigeren Kapitalmärkten ausgesetzt sind. Zu verstehen, wo man im Anleihezyklus steht, hilft, vorübergehende Verzerrungen von strukturellen Schwächen zu unterscheiden.

C. Liquiditätsrisiko

Das Liquiditätsrisiko besteht darin, nicht in der Lage zu sein, zu einem Preis zu verkaufen, den man akzeptieren kann. Die Anleihemärkte können unter ruhigen Bedingungen liquide und bei Stress gnadenlos sein. Bei abnehmender Liquidität erweitern sich die Geld-Brief-Spannen, die Kursfeststellung wird uneinheitlich und die Korrelationen steigen.

Da Liquidität verschwinden kann, wenn sie am wertvollsten ist, muss sie gemanagt werden, bevor sie zu einem Problem wird. Das bedeutet, sich auf handelbare Emittenten und Themen zu konzentrieren, Positionen realistisch zu bewerten und Portfolios mit einem Ausstiegsplan und nicht mit Hoffnung aufzubauen.

D. Wiedieranlagerisiko und Call-Risiko

Ein Wiedieranlagerisiko entsteht, wenn künftige Cashflows nicht zu attraktiven Renditen wieder angelegt werden können. Das Call-Risiko ist das Risiko, dass ein Emittent eine Anleihe vorzeitig zurückzahlt, wenn es ihm passt. Diese Merkmale prägen die Renditemuster, insbesondere bei Hochzinsanleihen.

Deshalb ist das Kleingedruckte wichtig. Vereinbarungen, Dokumentationsqualität, Rang und Aussicht auf Erholung beeinflussen das Abwärtspotenzial deutlich stärker als die Gesamtrendite. Bei Anleihen ist die Struktur ein vollwertiger Bestandteil des Risikos.

E. Ein System, keine Checkliste

Diese Risiken treten selten isoliert auf. Eine Rezession kann die Fundamentaldaten schwächen, die Liquidität straffen und Herabstufungen beschleunigen. Emittentenspezifische Ereignisse können zu Sektorengpässen führen, die Kapitalabflüsse auslösen und den Zyklus nach unten drücken. **Ein solides Anleihemanagement behandelt Risiken als vernetztes System und wendet mehrere Prismen an, um nicht von Risiken überrascht zu werden, die zwar sichtbar sind, aber unterschätzt werden.**

2. So bändigen wir Risiken bei Candriam

Der Anleiheansatz von Candriam beruht auf einer zentralen Überzeugung: **Risiken sind der Rohstoff für Renditen, und Anleger, die das am besten verstehen, können sie am intelligentesten einsetzen.** Unser Prozess ist darauf ausgelegt, Risiken in jeder Phase deutlich zu machen, von der Definition, was investierbar ist, über die Analyse von Emittenten, den Aufbau von Portfolios bis hin zur Überwachung und zum Verkauf.

Diese Disziplin gilt seit 1999 für Investment-Grade- und High-Yield-Strategien. Es ist sowohl ein Prozess als auch eine Firmenkultur. **Wir sind dazu bereit, Performance liegen zu lassen, wenn die Rendite von Risiken abhängt, die wir nicht klar erklären können.** Bei Unternehmensanleihen ist Klarheit ein Wettbewerbsvorteil. Sie verbessert die Dimensionierung, stärkt die Verkaufsdisziplin und macht aktives Management opportunistisch und nicht reaktiv. **Unsere Erfolgsbilanz, einschließlich des Fehlens von Emittentenausfällen in den Portfolios, die wir verwalten, bringt diese Kultur zum Ausdruck¹.** Zum Vergleich: Die historische Ausfallquote bei Hochzinsanleihen liegt bei etwa 4–5%².

A. Wo wir unterwegs sind: Ein fokussiertes Anlageuniversum

Risiken richtig zu verstehen, erfordert Konzentration. **Die globalen Anleihechancen sind enorm, aber nicht alle sind gleichermaßen analysierbar oder handelbar.** Deshalb schränken wir das investierbare Universum ein, um Transparenz, Liquidität und analytische Tiefe zu verbessern.

Unser erster Filter befasst sich mit ESG- und Governance-Risiken. Wir schließen Emittenten aus, die mit umstrittenen Aktivitäten zu tun haben, sowie Emittenten, die wichtige Governance-Erwartungen nicht erfüllen. Außerdem schließen wir Sektoren aus, in denen die Risiken strukturell schwer zu bewältigen sind, wie Tabak, Kraftwerkskohle und umstrittene Waffen. Dabei geht es nicht darum, Komplexität zu vermeiden, sondern zu erkennen, dass bestimmte Risiken nicht-linear, schwer abzusichern und teuer sein können, wenn sich die Stimmung ändert – und sich **auf Risiken zu konzentrieren, die identifizierbar, messbar und beherrschbar sind.**

¹ – Null Ausfälle mit Stand Januar 2026 in den vom Team verwalteten Investment-Grade- und High-Yield-Portfolios seit Auflegung der Strategie.

² – Quelle: Candriam, Bloomberg, langfristige Ausfallquote im globalen High-Yield-Universum, Stand: Dezember 2025.



Risiken sind der Rohstoff für Renditen, und Anleger, die das am besten verstehen, können sie am intelligentesten einsetzen.

Unser zweiter Filter ist die Liquidität. Wir vermeiden Emittenten und Emissionen, bei denen Transparenz und Handelbarkeit nicht ausreichen, um ein aktives Portfoliomanagement zu unterstützen.

- Bei Hochzinsanleihen meiden wir in der Regel europäische Emittenten unter EUR 250 Mio. Emissionsvolumen oder Einzelemissionsgrößen unter EUR 500 Mio. In den USA meiden wir in der Regel Emittenten unter USD 1 Mrd. Emissionsvolumen oder Einzelemissionsgrößen unter USD 500 Mio. Daraus ergibt sich **eine Liste mit rund 400 Emittenten** die rund 70% des BB- bis B-Segments des Index abdecken, was ausreicht, um ein aktives Management zu unterstützen. Obwohl Grenzwerte nur hinweisenden Charakter haben und sich mit der Marktstruktur ändern können, ist das Ziel konstant: Portfolios müssen so aufgebaut werden, dass sie verwaltet und nicht nur gehalten werden können.
- Bei Investment-Grade-Anleihen, deren Liquidität im Allgemeinen höher ist, spielen Größe und Transparenz nach wie vor eine entscheidende Rolle. Wir konzentrieren uns in der Regel auf Emittenten mit mindestens EUR 1 Mrd. Emissionsvolumen in Europa und mindestens USD 5 Mrd. in den USA. Wir meiden Emittenten, die nicht mindestens halbjährlich berichten, und bevorzugen Emittenten, die von mindestens zwei Agenturen notiert oder bewertet sind.

Eine dritte Dimension ist Know-how. Während wir Finanzemittenten in unsere Investment-Grade-Strategien einbeziehen, werden strukturierte Produkte wie Asset Backed Securities, Mortgage Backed Securities und Collateralized Loan Obligations bewusst aus unseren High-Yield-Portfolios ausgeschlossen. Bei diesen Strategien schließen wir Finanzemittenten aus, da wir uns lieber auf Sektoren konzentrieren, in denen unser Team über eine spezifische analytische Tiefe verfügt. **Anstatt jeder Spread-Änderung hinterherzujagen, konzentrieren wir uns auf Bereiche, in denen wir für unsere Ergebnisse die Verantwortung übernehmen können.**

Unsere Entscheidung, mit einem reduzierten Universum zu arbeiten, sollte nicht als Anlagebeschränkung gesehen werden. Es handelt sich um eine Risikokontrolle, die die Liquidität des Portfolios sowie die Qualität der Entscheidungen verbessern soll. **Der Fokus auf Emittenten, die Analysten und Portfoliomanager genau kennen, ist ein Kernprinzip des aktiven Managements.** Es ist einfacher, effizient zu handeln, wenn Sie die Namen gut kennen und wenn auch der Markt sie kennt.

B. Wie wir unterwegs sind: Zuerst fundamentales Bottom-up-Research

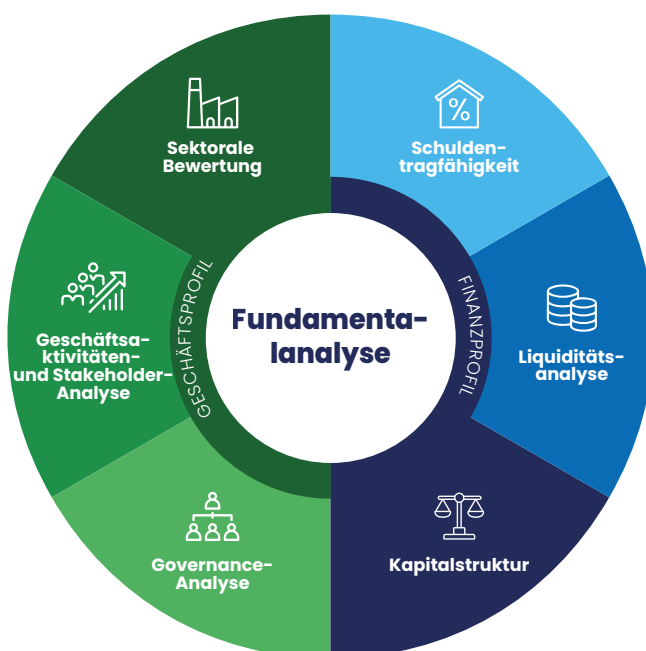
Wenn die Konstruktion des Universums festlegt, wo wir investieren, legt das fundamentale Research fest, wie wir investieren. **Jeder Emittent erhält eine interne Bonitätsbeurteilung, die Geschäftsanalyse, Finanzanalyse und ESG-Integration berücksichtigt.** Dadurch wird aus der allgemeinen Idee des Kreditrisikos ein spezifisches Verständnis für das eigentliche Risiko.

Unserer Ansicht nach erfordert eine umfassende Risikoübersicht sowohl Expertise als auch zusätzliche finanzielle Einblicke. Deshalb **analysieren wir Emittenten über ein ESG-integriertes Geschäftsprofil und ein Finanzprofil.**

- Das Geschäftsprofil beginnt mit der Wettbewerbspositionierung innerhalb der Branche, berücksichtigt ESG-Faktoren auf strukturierte Weise und analysiert potenzielle Risiken und Chancen im Zusammenhang mit ökologischen und sozialen Kriterien. Fragen sind zum Beispiel: Wie stark wäre der Emittent von einer Änderung der Umweltvorschriften betroffen? Wie glaubwürdig ist seine Übergangsstrategie? Wie können sich Lieferkettenstandards und Arbeitsbeziehungen auf die Betriebskontinuität, den Ruf oder die Kostenstruktur auswirken? Die Unternehmensführung ist ein branchenübergreifendes Thema von größter Bedeutung, das eine Brücke zwischen der erklärten Strategie und dem tatsächlichen Verhalten schlägt. Wenn die Governance schwach ist, kann das Risiko schnell unbewertbar werden. Daher kann die Governance ein Ausschlussfaktor sein, nicht nur ein Posten auf der Beobachtungsliste. Unsere Governance-Analyse berücksichtigt die strategische Ausrichtung und das finanzielle Verhalten, Interessenkonflikte, die Qualität des Managements und das allgemeinere Umfeld mit Länderrisiken und Menschenrechten.

Abbildung 2:

Emittentenanalyse bei Candriam: Ein fundamentaler Bottom-up-Ansatz



Quelle: Candriam

- Das Finanzprofil prüft dann die Robustheit der Bilanz anhand von Liquidität, Verschuldung, Zinsdeckung, Cashflow-Generierung und Kapitalstruktur. Für Banken und Versicherer im Investment-Grade-Segment trägt ein spezielles Rahmenkonzept ihren regulatorischen und bilanziellen Besonderheiten Rechnung.

Diese Unternehmens- und Finanzeinschätzungen werden in interne Bonitätsnoten übersetzt, die für Eignung, Positionsgröße und Risikoveranschlagung verwendet werden

Interne ESG-Ratings dienen der disziplinierten Gegenprüfung, um sicherzustellen, dass qualitative Risiken nicht unterschätzt werden.

Quantitative Instrumente ergänzen die Fundamentalanalyse, indem sie Änderungen bei Emittenten mit höherem Rating anzeigen und die Einschätzung der Analysten unterstützen, aber nicht ersetzen.

Vervollständigt wird das Credit-Research durch Analysen auf Emissionsebene. Rechtliche Struktur, Verpflichtungen, Rang, Call-Funktionen und Wachstumsaussichten werden Anleihe für Anleihe bewertet. Bei Hochzinsanleihen ist die Analyse der Vereinbarungen ein wesentlicher Teil der Prüfung des Verlustrisikos, da die Qualität der Dokumentation bestimmen kann, ob eine Anleihe nur volatil oder wirklich schwach ist.

Im Finanzsektor beurteilen wir Banken und Versicherer anhand einer fokussierten Betrachtung der Robustheit ihrer Bilanzen, der Kapitalstärke, der Vermögensqualität, der Liquiditätsprofile und ihres Verhaltens, wenn die Märkte nicht mehr ruhig sind, sondern die Bedingungen sich verschlechtern. Dieser finanzielle Einblick ist untrennbar mit unserer Beurteilung von Geschäftsmodellen, Governance und ESG-Faktoren verbunden, die die Anleiheergebnisse wesentlich beeinflussen können. Das Ziel besteht nicht darin, Schlagzeilen zu prognostizieren, sondern Emittenten zu identifizieren, deren Risiken klar erklärt, bewertet und überwacht werden können. Diese Disziplin liegt unserer Titelauswahl und unserer Positionierung in der Kapitalstruktur zu Grunde und stellt sicher, dass die Portfolios auf Risiken aufbauen, die wir verstehen – und nicht auf Annahmen, die hoffentlich eintreten.

Das Risiko muss geteilt und nicht abgeschottet werden. Unsere Einschätzungen von Anleihen werden durch mehrere Ausschüsse formalisiert, die eine zeitnahe Debatte, Abstimmung und Umsetzung gewährleisten.

C. Zyklusübergreifende Ausrichtung des Anleiherisikos

Die Emittentenanalyse ist zwar von wesentlicher Bedeutung, aber ohne Kontext unvollständig. Die Spreads bringen die Fundamentaldaten und die Risikobereitschaft des Marktes zum Ausdruck. Unsere strukturierte Markteinschätzung ist entscheidend, um die Kreditwürdigkeit von Emittenten in den Kontext von Wachstum, Inflation, Zinsen und Anleihezyklus zu stellen.

Wir überprüfen die Chancen von Anleihen monatlich und bewerten Zinsen, Schwellenländeranleihen, Währungen und Unternehmensanleihen anhand spezieller interner Rahmenkonzepte. Auf dieser Grundlage legen wir eine Richtung fest, die positiv, neutral oder negativ ist. Mit anderen Worten: **Wir übersetzen ein komplexes Umfeld in eine klare Risikobotschaft.**

Die gesamtwirtschaftliche Einschätzung unserer Ökonomen gibt Aufschluss über die Durationsposition und die Einschätzung des Zinszyklus, die sich in Überzeugungen für die Duration und die Kurve niederschlägt. Das Anleiheteam interpretiert dann die Auswirkungen auf das Spread-Risiko regionen- und ratingübergreifend.

Um Spread-Strategien regionen- und ratingübergreifend auszurichten, berücksichtigen wir Bewertungen, Fundamentaldaten, Marktstimmung und technische Faktoren.

Diese umfassende Markteinschätzung bildet die Grundlage für unsere Emittentenanalyse. Sie hilft einem Portfoliomanager zu verstehen, wann eine schwächere Bilanz durch reichlich vorhandene Liquidität gestützt werden kann und wann selbst starke Emittenten nach einer Systemänderung neu bewertet werden müssen. Sie ist auch ein praktisches Instrument für Risikoveranschlagung, Sektorallokation und das Gleichgewicht zwischen Carry und Liquidität.

D. Portfolioaufbau: Risikoeinblicke zu Portfoliomaßnahmen machen

Es gibt keine separaten Sequenzen. Im Investment-Grade-Segment beeinflussen Markteinschätzungen häufig die Duration und die Risikobereitschaft. Im High-Yield-Segment spielt das Emittenten-Research in der Regel die Hauptrolle und wird durch gesamtwirtschaftliche und technische Signale ergänzt. In beiden Fällen ist das Ziel dasselbe: Aufbau einer kohärenten Risikoeinschätzung, bevor Relative-Value-Entscheidungen getroffen werden.

Wenn das Risiko gut verstanden ist, wird aktives Management einfacher. Selbst bei konzentrierteren Chancen gibt es nach wie vor ein breites Spektrum an Performancetreibern und Instrumenten zur Auswahl, die Emittenten, Branchen, Regionen, Ratings, Rang in der Kapitalstruktur und Laufzeiten umfassen. Klare Einschätzungen der Emittenten und gut gestaltete Marktordnungen unterstützen ein überzeugungsbasiertes aktives Management. Die Art der Risikosteuerung ist in diesem Umfeld klar: Gewinne mitnehmen, wenn die Spreads ihre Arbeit getan haben, opportunistisch in Instrumente umschichten, die eine bessere Ausgewogenheit zwischen Carry und Verlustrisiko bieten, und rasche Reduzierung von Verlusten, wenn die Risikoannahme zerbricht, anstatt sie irgendwie zu bewältigen. Diese Agilität ist kein Zugeständnis. Sie basiert auf zwei Säulen: einem umfassenden Verständnis des gesamtwirtschaftlichen Risikos und des Emittentenrisikos sowie bewussten Schritten im Vorfeld, um das Liquiditätsrisiko zu minimieren. **Ein aktives, flexibles Management wird so zu einem unschätzbaren Instrument für das Risikomanagement, gerade weil es darauf aufbaut, Risiken zuerst zu verstehen.**

Portfoliorichtlinien, Exposure-Limits, Abweichungen von Benchmarks und Risikoindikatoren sorgen dafür, dass Risiken frühzeitig und nicht unter Druck neu bewertet werden.

Fazit: Risiken bändigen, statt sie zu vermeiden

Anlagen in Unternehmensanleihen belohnen diejenigen, die ihr Gleichgewicht halten, wenn die Basis in Bewegung kommt. Die Ironie besteht darin, dass Gleichgewicht nicht bedeutet, Risiken zu vermeiden. Es kommt darauf an, genau zu wissen, welche Risiken Sie im Griff haben und warum. Bei Candriam haben wir unsere Anleihekultur ausgerichtet auf ein fokussiertes Universum, diszipliniertes Emittenten-Research inklusive ESG- und Rechtsanalysen, strukturierte Ausschüsse, die sich mit Risiken befassen, und ein Rahmenkonzept, das jeden Emittenten in den richtigen Kontext setzt.

Wenn das nach Disziplin klingt, dann, weil Anleihegläubiger nicht dafür bezahlt werden, überrascht zu werden. Wir stellen lieber unangenehme Fragen im Voraus, als dringende Fragen später zu beantworten, und genau aus diesem Grund analysiert unser Prozess Risiken aus jedem Blickwinkel, bevor wir sie bewerten, einordnen und damit umgehen.

Wenn das Risiko verstanden wird, kann es bewusst eingegangen werden. Wenn nicht, lassen wir es problemlos außen vor, auch wenn das bedeutet, auf Performance zu verzichten.

Unternehmensanleihen bei Candriam.

20 Jahre

Innovation im Anleihesegment
ergeben eine diversifizierte
Produktpalette

Einer der
Pioniere

im High-Yield-
Segment seit 1999

**Null
Ausfälle**

in unseren Investment-
Grade- und High-Yield-
Strategien seit Auflegung

11

Portfoliomanager
und 11 Anleiheanalysten, von
denen die meisten seit einem
Jahrzehnt zusammenarbeiten

26

ESG-Experten
und 5 Makroökonom
unterstützen die
Portfoliomanager

Um mehr über unsere Strategien zu erfahren:

Unternehmensanleihen | Candriam >

Um herauszufinden, wie unsere Kreditteams Risiken eindämmen :

Risiken bändigen – Fachkompetenz bei Unternehmensanleihen | Candriam >



Dies ist ein Marketing-Dokument. Dieses Dokument dient ausschließlich Informations- und Aufklärungszwecken und kann Meinungsäußerungen und geschützte Informationen von Candriam enthalten; es stellt, vorbehaltlich ausdrücklicher anders lautender Vereinbarungen, weder ein Kauf- oder Verkaufsangebot für Finanzinstrumente noch eine Anlageempfehlung oder Transaktionsbestätigung dar. Candriam lässt bei der Auswahl der in diesem Dokument genannten Daten und ihrer Quellen größte Sorgfalt walten. Dennoch können Fehler oder Auslassungen nicht grundsätzlich ausgeschlossen werden. Candriam haftet nicht für direkte oder indirekte Schäden oder Verluste, die aus der Verwendung dieses Dokuments entstehen könnten. Die Rechte von Candriam am geistigen Eigentum sind jederzeit zu wahren. Eine Vervielfältigung des Inhalts dieses Dokuments ist nur nach vorheriger schriftlicher Zustimmung seitens Candriam zulässig.