

A close-up photograph of a white wind turbine blade against a dark teal background. The blade is angled upwards and to the right, showing its curved profile and the hub area where it is attached to the tower. The lighting highlights the texture of the blade's surface.

Seahawk Investments

Quarterly Note

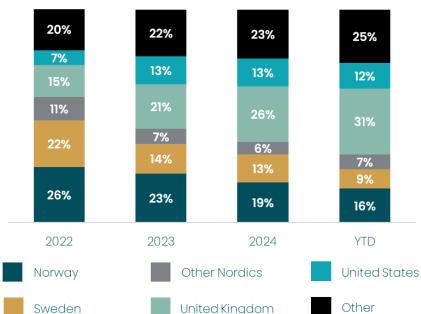
2025/03

Nordic High Yield: Von der Nische zur Marktreife

Die weitaus etablierteren High Yield Märkte, die über die Jahre gereift sind und die am meisten standardisierte Struktur aufweisen, sind der US High Yield- (US HY) und der European High Yield Markt (EHY). Abgesehen von diesen großen Marktsegmenten gab es einige lokale Nischenmärkte wie beispielsweise den deutschen Mittelstandsanleihenmarkt, die sich aufgrund ihrer internen Mängel nie etablieren konnten. Der Nordic High Yield (NHY) Markt ist jedoch eine Erfolgsgeschichte, die derzeit mit hohem Tempo von einem Nischenmarkt zu einem reifen Markt heranwächst. Zum besseren Verständnis: Anfang 2019, als der Nordic High Yield Markt einen Marktwert von rund 18 Mrd.^[1] USD hatte, belief sich der Marktwert des European High Yield Marktes auf 300 Mrd. USD, während der US High Yield Markt rund 1100 Mrd. USD umfasste. Zum 30. September belief sich der NHY-Markt auf rund 40 Mrd. USD, während der Marktwert des European High Yield Marktes bei 450 Mrd. USD und der des US High Yield Marktes bei 1400 Mrd. USD lag. Damit wuchs der Nordic High Yield Markt um +120 %, gefolgt vom European High Yield Markt (+48 %) und dem US High Yield Markt (+24 %). Noch frappierender ist die Verschiebung der Anlegerbasis auf dem Nordic High Yield Markt seit 2022.

[1] NOK konvertiert in USD.

Veränderung der Investorenbasis in Nordic High Yield im Laufe der Jahre



Quelle: Seahawk Investments, Pareto Securities; Stand: September 2025

Aus der Grafik lassen sich einige Schlussfolgerungen ziehen: Erstens ist der Anteil der Nordics als Hauptabnehmer von Nordic High Yield Anleihen von 59 % im Jahr 2022 auf derzeit 32 % zurückgegangen. Zweitens haben britische und US-amerikanische Investoren, die 2022 nur 22 % der gesamten Investorenbasis ausmachten, ihr Engagement inzwischen auf 43 % nahezu verdoppelt. Allerdings sind die US-Investoren seit 2023 stabiler. Der größte Anstieg ist bei den britischen Investoren zu verzeichnen.

Das Nordic High Yield bond framework: Schlanke, standardisiert und schneller Weg zur Marktplatzierung

Einer der überzeugendsten Vorteile ist der schlanke und schnelle Prozess, um eine Neuemission am Primärmarkt zu platzieren. Der größte Unterschied besteht darin, dass Emittenten, die sich an den Nordic High Yield Markt begeben möchten, kein offizielles Kreditrating benötigen. Dies ist für den US High Yield Markt hingegen (oder den European High Yield Markt) unerlässlich. Zum Vergleich: Die Anleihen auf dem US High Yield Markt werden

hauptsächlich von Moody's, Standard & Poor's oder Fitch bewertet. Außerdem spielt auch das Volumen eine Rolle, da der NHY-Markt keine typische Mindestgröße hat, sondern sich oft auf Transaktionen bezieht, die mindestens ein Emissionsvolumen von 50 Mio.[2] USD haben sollten. Zumal das typische Benchmark Volumen für eine US High Yield Anleihe zwischen 500 Mio. USD und 750 Mio. USD liegt, ist dies weitaus höher als das typische Emissionsvolumen für eine NHY-Anleihe.

	Nordic HY Markt	US HY Markt
Industrie	Diversifiziert	Diversifiziert
Min. Max. Emissionsvolumen	50 Mio. USD 700 Mio. USD	200 Mio. USD 2 Mrd. USD
Währung	USD, EUR, NOK, SEK, DKK	USD
Laufzeiten	3 bis 7 Jahre	5 bis 10 Jahre
Kupontyp	Fixed oder Floating	Fixed
Kreditratings	Nicht notwendig	Notwendig
Kündigungsrecht	Ja (nach NC period)	Ja (nach NC period)
Covenants	Maintenance & incurrence	Incurrence
Due diligence	Limitiert	Volumfähiglich
Dokumentation	Prospectus c.200 Seiten	Prospectus c.600 Seiten
Reporting	Quartalsweise (IFRS-bezogen)	Gemäß SEC-Standards
Geltendes Recht Rechtskosten	Norwegisches Recht bis zu 150 Tsd. USD	US-Recht bis zu 2 Mio. USD

Quelle: Seahawk Investments, Pareto Securities; Stand: September 2025

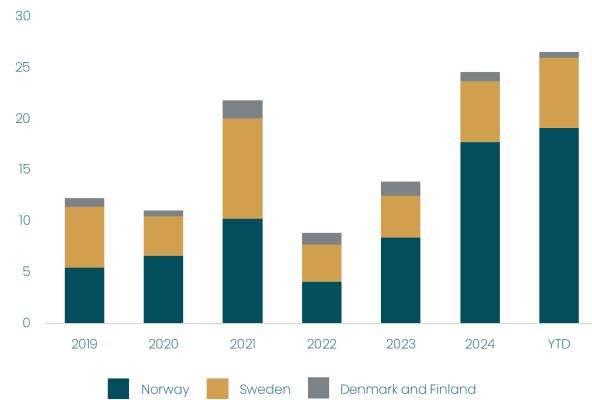
Sobald die Entscheidung für den NHY-Markt getroffen wurde, profitiert der Emittent von weniger rigiden Rahmenbedingungen (z. B. keine SEC-Meldepflicht), der dem norwegischen Recht unterliegt und einer schlankeren Dokumentation. Ein Entwurf des Term Sheets umfasst oft etwa 20 Seiten, der vollständige Prospekt hat etwa 200 Seiten, während der US-Prospekt eine Länge von 600 Seiten oder mehr hat. Was die Platzierung auf dem Primärmarkt betrifft, so wird eine typische Nordic High Yield Transaktion durch seine Bücher gedeckt und ist nicht so stark überzeichnet, wie es bei Platzierungen auf dem US High Yield Primärmarkt nicht unüblich ist. Die Liquidität auf dem Sekundärmarkt ist in der Regel geringer als bei den größeren US-Pendants, hängt jedoch in der Regel von der Größe ab. Transaktionen mit einem

Emissionsvolumen von weniger als 200 Mio. USD sind weniger liquide, was jedoch durch eine höhere Liquiditätsprämie ausgeglichen wird, die die Gesamtrendite der Anleihe erhöht.

Der Primärmarkt: Auf Kurs für stetig wachsendes Volumen

Wir haben dargelegt, dass der gesamte Marktwert von NHY seit 2019 deutlich gestiegen ist. Bei näherer Betrachtung der Entwicklung des Primärmarktes zeigt sich, dass der Anteil norwegischer Anleihen von 44 % des gesamten Emissionsvolumens im Jahr 2019 (Schweden: 48 %) auf zuletzt 72 % gestiegen ist (Schweden: 26 %). Was einst zu gleichen Teilen zwischen Norwegen und Schweden aufgeteilt war, ist nun ein von Norwegen dominierter Markt geworden.

Nordic High Yield Primärmarktvolumen pro Jahr (in Mrd. USD)



Quelle: DNB; Stand: September 2025

Allerdings ist dies nur die halbe Wahrheit, da fast jedes zweite Unternehmen, welches heute eine Nordic High Yield Anleihe emittiert, seinen Sitz in einem Land außerhalb der Nordics hat.

[2] In der Praxis gab es einige wenige Transaktionen unterhalb dieser Schwelle. Dies ist dann der Fall gewesen, wenn die Emission in NOK oder SEK erfolgte oder es sich um Tap-Issues handelte; dann lag der umgerechnete USD-Betrag unter 50 Mio.

Von diesem Anteil entfallen 55 % auf drei Länder. Den größten Beitrag leistet Deutschland mit einem Anteil von 22 % am Volumen der Länder außerhalb der Nordics. Nach der starken Erholung und der gestiegenen Risikobereitschaft Post-COVID kann das Jahr 2022 als *annus horribilis* bezeichnet werden. Der weltweite Anstieg der Zinssätze innerhalb eines Zeitraums von 1 bis 1,5 Jahren wurde nur durch den Zinsanstieg Ende der 1970er und Anfang der 1980er Jahre übertroffen. Damals stieg die Inflation stark an, nachdem die Ölpreiskrise nach der iranischen Revolution die weltweite Ölversorgung beeinträchtigt hatte. Die Folgen veranlassten Paul Volcker – von 1979 bis 1987 Vorsitzender der US-Notenbank FED – zu einer massiven Anhebung der Zinsen.

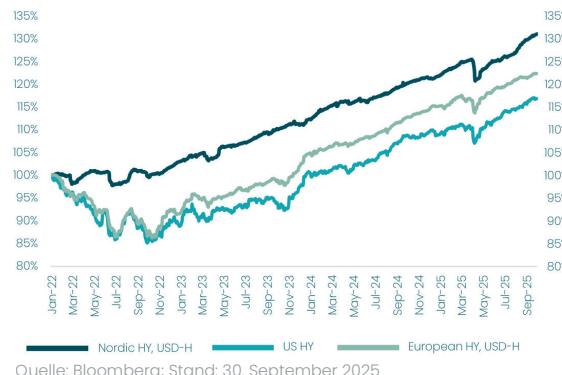
In den Jahren nach 2022 stieg das Emissionsvolumen auf dem Nordic High Yield Primärmarkt wieder an. Der bisherige Rekord für das erste Halbjahr, der 2024 aufgestellt wurde, konnte im laufenden Jahr übertroffen werden. Darüber hinaus übersteigt das Emissionsvolumen seit Jahresbeginn mit 27 Mrd. USD das Gesamtvolume des gesamten letzten Jahres, das bei 25 Mrd. USD lag. Wir gehen davon aus, dass das Volumen für das restliche Jahr dem Vorjahresvolumen entsprechen und für das Gesamtjahr 2025 um rund 3 Mrd. USD auf insgesamt 30 Mrd. USD ansteigen wird.

Performance Rückblick: Nordic High Yield gegenüber ihren größeren Konkurrenten

Der kleine NHY-Markt hat sich im Vergleich zu seinen größeren „Brüdern“, dem European- und US- High Yield Markt seit Januar 2022 gut entwickelt. Zum 30. September übertraf NHY den US High Yield

Markt um 14,3 % und den European High Yield Markt um 8,7 %, wodurch sich der Gesamtertrag auf +31 % belief.

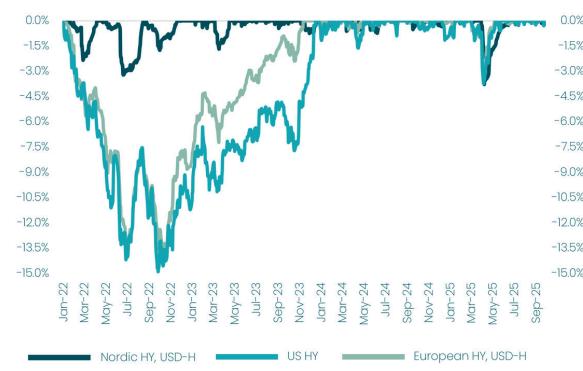
Total Return Vergleich von Nordic High Yield zu US- und European High Yield (abgesichert in USD)



Quelle: Bloomberg; Stand: 30. September 2025

Die Initialphase der oben dargestellten Zeitreihe ist besonders bemerkenswert und sollte genauer untersucht werden. Nach einer langen Verlustphase erlitt der US High Yield Markt am 29. September 2022 seinen Tiefpunkt bei kumuliert -14,9 %, während der Rückgang des NHY-Marktes nur -1,5 % betrug. Somit lag die Outperformance von NHY an diesem Tag bei rund +14,7 %.

Die maximalen Verluste waren ausgeprägter und die Erholung dauerte deutlich länger in US- und European High Yield



Quelle: Bloomberg; Stand: 30. September 2025

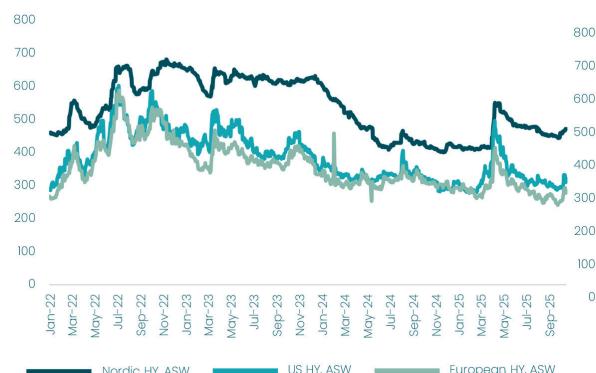
Es gibt mehrere Gründe für diese enorme Diskrepanz, die sich 2022 ergab. Einer

davon ist, dass der NHY-Markt per se zu einem hohen Anteil Floating Rate Notes (FRN) von 60 % bis 70 % beinhaltet. Wäre also eine massive Ausweitung der Risikoprämien die Ursache für die Kursverluste gewesen, hätten wir eine ähnliche Entwicklung auf dem NHY-Markt gesehen. Der Hauptgrund für diese Verlustphase waren jedoch die steigenden Zinsen, die aufgrund einer höheren modifizierten Duration, die mehr als dreimal so hoch ist wie die des NHY-Marktes, zu sinkenden Preisen auf dem US High Yield Markt führten. Derzeit hat der US High Yield Markt eine modifizierte Duration von rund 4,4 %, verglichen mit 0,93 % auf dem Nordic High Yield Markt. Kurz gesagt: In Zeiten stark steigender Zinsen bietet der NHY-Markt einen Puffer – vorausgesetzt, alle anderen Faktoren wie das Spread-Niveau bleiben unverändert (*ceteris paribus*) – was an dem hohen Anteil an Floating Rate Notes liegt. Ein weiterer Vorteil ist die vierteljährliche Neufestsetzung des Kupons, die bei steigenden Zinssätzen zu einem höheren ordentlichen Ertrag führt.

In diesem Jahr sah das Bild anders aus, da sich die Risikoprämien nach Trumps „Liberation Day“ weltweit ausweiteten, unabhängig davon, ob es sich um European, US- oder Nordic High Yield handelte. Dies führte zu ähnlichen Verlusten (US High Yield: -3,8 %, Nordic High Yield: -3,8 % und European High Yield: -3,3 %). Folglich gab es auf dem Nordic High Yield Markt kein solches Polster. Andererseits bietet der NHY-Markt aufgrund seiner hohen ordentlichen Ertragskomponente ein Polster. Der durchschnittliche Kupon ist von 6 % im Jahr 2022 auf zuletzt rund 8 % (+200 Basispunkte) angestiegen, während er im gleichen Zeitraum auf dem US High Yield Markt nur um 100 Basispunkte von 5,5 % auf 6,5 % [3] gestiegen ist. Schließlich wagen wir einen letzten Blick auf die Entwicklung

die im Laufe des Jahres 2022 auf den US- und European High Yield Märkten verzeichnet wurden, in erster Linie auf gestiegene Zinsen und in geringerem Maße auf sich ausweitende Risikoprämien zurückzuführen waren.

Spreads für Nordic High Yield waren weniger volatil und weisen derzeit einen angemessenen pickup zu US- und European High Yield auf



Quelle: Bloomberg; Stand: 30. September 2025

Wie in der obigen Grafik dargestellt, reagierte Nordic High Yield in der Initialphase von Anfang Januar bis Ende Februar 2022 mit einer zeitlichen Verzögerung. Als die Risikoprämien auf dem US-Markt bereits um +90 Basispunkte stiegen, erreichten die NHY-Spreads nur die Hälfte dieses Wertes. Anfang März stiegen die Risikoprämien am NHY-Markt jedoch innerhalb weniger Tage auf über 500 Basispunkte an (US High Yield: 410 Basispunkte), was zeigt, dass es zeitliche Verzögerungseffekte gibt. Darüber hinaus ist zu beobachten, dass die Risikoprämien für European High Yield und US High Yield im Vergleich zu Nordic High Yield viel stärker korrelieren. Ende September verzeichnete der Nordic High Yield Markt immer noch einen Aufschlag in der Risikoprämie von rund 150 Basispunkten gegenüber US High bzw. +190

[3] Der durchschnittliche Kupon am European High Yield Markt ist um ungefähr 150 Bp von 3,5 % auf 5 % gestiegen.

Basispunkten gegenüber European High Yield und bietet großartige Opportunitäten. Mit dem Wachstum des Marktvolumens nahm auch die Diversifizierung zu: Im Jahr 2009 machte Öl und Gas (O&G) 64 % des gesamten Marktwerts aus, heute sind es weniger als 20 %. Da der Anteil von Öl und Gas, Schifffahrt und Transport jedoch immer noch etwa ein Drittel des Gesamtmarktes ausmacht, ist dies für Seahawk nach wie vor der attraktivste Markt innerhalb des breiteren High Yield Universums. Im Vergleich zum US High Yield Markt, wo der Anteil der entsprechenden Sektoren nur etwa 15 % beträgt (European High Yield: 10 %), bietet der Nordic High Yield Markt doppelt so viele Chancen sowie eine Diversifikation innerhalb der entsprechenden Subsektoren. Ein gutes Beispiel ist die gesamte Offshore-Industrie: Die meisten US-amerikanischen Offshore-Energieunternehmen konzentrieren sich auf das Bohrsegment. Auf dem Nordic High Yield Markt gibt es Unternehmen, die sich auf 1) Bohrungen, 2) OSV oder 3) Seismik konzentrieren, und jeder dieser Subsektoren hat einzigartige Merkmale und könnte zu Diversifikationsvorteilen beitragen.

Schlussfolgerungen

Der Nordic High Yield Markt weist einzigartige Merkmale auf. Er bietet einen schlanken und standardisierten Rahmen und ermöglicht eine schnelle Markteinführung von Primärmarktplatzierungen. Darüber hinaus unterscheidet sich der Markt von dem vor 15 Jahren. Er ist gereift und in seiner Sektor-Diversifikation viel heterogener geworden. Dies wird auch von Investoren wahrgenommen, da britische und US-amerikanische Anleger, die 2022 nur 22 % der gesamten Anlegerbasis ausmachten, nun einen Anteil von 43 % haben. Letztendlich ist der Markt aus rein technischer Sicht besonders interessant, da ein großer Anteil von mindestens 60 % als Floater-Strukturen handeln. Diese weisen eine kurze Zinsduration auf. Der Nordic High Yield Markt bietet einen anständigen Aufschlag der Risikoprämie von rund 150 Basispunkten gegenüber dem viel größeren US High Yield Markt, selbiger Aufschlag gilt für die Kuponkomponente, die bei Nordic High Yield durchschnittlich 8 % beträgt.

Kontakte:

Hubertus Clausius, MBA, CFA
Geschäftsführer
+49.69.244044.10
hc@seahawk-investments.com

Benedikt Schroeder, CAIA
Senior Portfoliomanager
+49.69.244044.33
bs@seahawk-investments.com

Disclaimer/Impressum

Bei diesem Dokument handelt es sich um eine Kundeninformation („KI“) im Sinne des Wertpapierhandelsgesetzes (WpHG), die „KI“ richtet sich an ausschließlich an professionelle Kunden im Sinne des § 67 WpHG (natürliche und juristische Personen) mit gewöhnlichem Aufenthalt/ Sitz in Deutschland und wird ausschließlich zu Informationszwecken eingesetzt. Diese „KI“ kann eine individuelle anlage- und anlegergerechte Beratung nicht ersetzen und begründet weder einen Vertrag noch irgendeine anderweitige Verpflichtung. Ferner stellen die Inhalte weder eine Anlageberatung, eine individuelle Anlageempfehlung, eine Einladung zur Zeichnung von Wertpapieren oder eine Willenserklärung oder Aufforderung zum Vertragsschluss über ein Geschäft in Finanzinstrumenten dar. Auch wurde Sie nicht mit der Absicht verfasst, einen rechtlichen oder steuerlichen Rat zu geben.

Die steuerliche Behandlung von Transaktionen ist von den persönlichen Verhältnissen des jeweiligen Kunden abhängig und evtl. künftigen Änderungen unterworfen. Die individuellen Verhältnisse des Empfängers (u.a. die wirtschaftliche und finanzielle Situation) wurden im Rahmen der Erstellung der „KI“ nicht berücksichtigt. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein zuverlässiger Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Empfehlungen und Prognosen stellen unverbindliche Werturteile über zukünftiges Geschehen dar, sie können sich daher bzgl. der zukünftigen Entwicklung eines Produkts als unzutreffend erweisen. Die aufgeführten Informationen beziehen sich ausschließlich auf den Zeitpunkt der Erstellung dieser „KI“, eine Garantie für die Aktualität und fortgeltende Richtigkeit kann nicht übernommen werden. Eine Anlage in erwähnte Finanzinstrumente/Anlagestrategie/Finanzdienstleistung beinhaltet gewisse produktspezifische Risiken – z.B. Markt- oder Branchenrisiken, das Währungs-, Ausfall-, Liquiditäts-, Zins- und Bonitätsrisiko – und ist nicht für alle Anleger geeignet. Daher sollten mögliche Interessenten eine Investitionsentscheidung erst nach einem ausführlichen Anlageberatungsgespräch durch einen registrierten Anlageberater und nach Konsultation aller zur Verfügung stehenden Informationsquellen treffen. Zur weiteren Information finden Sie hier die „Wesentlichen Anlegerinformationen“ und das Wertpapierprospekt kostenfrei: <https://seahawk-investments.com/fonds/>. Die Informationen werden Ihnen in deutscher Sprache zur Verfügung gestellt. Der vorstehende Inhalt gibt ausschließlich die Meinungen des Verfassers wieder, eine Änderung dieser Meinung ist jederzeit möglich, ohne dass es publiziert wird. Die vorliegende „KI“ ist urheberrechtlich geschützt, jede Vervielfältigung und die gewerbliche Verwendung sind nicht gestattet. Stand: 17.04.2025 Herausgeber: Seahawk Investments GmbH, Bettinastrasse 62, 60325 Frankfurt am Main.