

Hybridanleihen – der Renditemotor für institutionelle Anleger

Allen Widrigkeiten zum Trotz liegen Nachranganleihen im Trend. Noch im ersten Halbjahr 2006 stiegen viele institutionelle Investoren wie Pensionskassen und Lebensversicherer lieber in den boomenden Aktienmarkt ein. Seit jedoch die Volatilität an den Börsen in den letzten Monaten zugenommen hat, wächst das Interesse an Nachrang-Bonds, die bei vertretbarem Risiko attraktive Renditechancen bieten. Nachranganleihen sind eine Mischform aus Eigen- und Fremdkapital und werden deshalb auch als Hybridbonds oder Hybrids bezeichnet. Die Emittenten bedienen die Papiere im Falle eines Konkurses nachrangig und bieten Investoren im Gegenzug eine höhere Verzinsung als vorrangig bediente Bonds.

Zinsaufschläge

Nachranganleihen erzielen in der Regel – je nach Ausgestaltung – Zinsaufschläge bis zu 260 Basispunkten gegenüber zehnjährigen Bundesanleihen, die seit Oktober 2004 mit weniger als 4,1 Prozent rentieren. Lebensversicherer und Pensionskassen etwa können mit Hybridanleihen relativ verlässlich die benötigten Renditen von mehr als fünf Prozent einfahren, um Kosten und Garantiezinsen langfristig zu decken, denn Hybrids haben in der Regel zwar eine unendliche Laufzeit (Perpetuals), jedoch werden die Unternehmen voraussichtlich nach fünf oder zehn Jahren von ihrem Kündigungsrecht Gebrauch machen, um nicht ein gutes Standing am Kapitalmarkt zu verlieren.

Mit Erträgen von teilweise sogar über sieben Prozent brauchen Hybridbonds auch einen Renditevergleich mit Aktien nicht zu scheuen. Am Aktienmarkt etwa werden allgemein langfristige Renditen von lediglich sechs bis acht Prozent erwartet. Derart niedrige Erträge spiegeln aber nicht die

höheren Risiken wider, die Anleger mit einem Aktienengagement eingehen würden. Hinsichtlich ihrer Risikoeigenschaften sind Hybridanleihen ebenfalls eine interessante Investmentalternative zu High Yield- oder Emerging Markets Bonds. Derart hochverzinsliche Anleihen bieten zwar mit Hybrids vergleichbare Renditechancen, sind aber auch stärker ausfallbedroht.

Die Risiken eines Totalausfalls waren bei Hybridanleihen bisher vernachlässigbar gering. Neben dem Ausfallrisiko müssen Investoren zudem branchen- und emittentenspezifische Risiken wie der Herabsetzung der Kreditwürdigkeit beachten, die starke Kursschwankungen verursachen können. Ratingagenturen erwägen zum Beispiel dann eine Herabstufung, wenn

Unternehmen mit einem kreditfinanzierten Übernahmeversuch konfrontiert werden (Leveraged Buy Out, LBO). Agenturen wie Moody's oder Standard & Poor's bewerten derartige Manöver kritisch, da die übernehmende Firma den Schuldendienst in der Regel dem übernommenen Unternehmen aufbürdet.

Kann oder will dieses Unternehmen die Zins- und Tilgungszahlungen nicht aus den laufenden Einnahmen bestreiten, müssen die neuen Eigentümer eventuell das Eigenkapital angreifen oder Unternehmensteile veräußern. Dadurch sinkt tendenziell die Ertragskraft des Unternehmens, und die Ausfallgefahr oder zumindest die Gefahr, dass der nachrangige Bonds nicht zum angegebenen Call-Termin getilgt wird, steigt. Folglich vergeben die Ratingagenturen für die Hybrids ein um zwei bis drei Stufen niedrigeres Rating. Wer bereits in Nachranganleihen investiert ist, muss dann mit steigenden Risikoprämien und entsprechend hohen Kursverlusten rechnen.

Kurse von Hybridanleihen günstig bewertet

Neben dem insgesamt vorteilhaften Chance-Risiko-Profil spricht ferner das derzeit günstige Einstiegsniveau für eine Anlage in Nachranganleihen sowie die erwähnte Rückkehr der Volatilität am Aktienmarkt. Hybridanleihen weisen attraktive Bewertungen auf, da der steigenden Nachfrage aktuell ein höheres Angebot gegenübersteht. Gründe dafür sind zum einen die langwierigen internen Genehmigungsprozesse, die auf Seiten der professionellen Nachfrager das Engagement für die relativ neue Anlageklasse bremsen. Andererseits geben Banken und Versicherer schon seit Jahren Hybrids aus, um ihr Eigenkapital zu erhöhen.

Winfried Gaußelmann, Head of Credit Research, und Christian Müller-Goedecke, Head of Fixed Income und Fondsmanager, beide HSBC Investments Deutschland GmbH, Düsseldorf

Institutionelle Anleger wie Versicherer und Pensionskassen investieren aus Sicht der Autoren derzeit zu Recht verstärkt in nachrangig bediente Anleihen. In Zeiten volatiler Aktienmärkte und derzeit noch moderatem Zinsumfeld schreiben sie diesen so genannten Hybridanleihen oder Hybrids ein attraktives Risiko-Ertrags-Profil zu und wollen sie Investoren nahe bringen, die langfristig planen und bei begrenztem Risiko einen deutlichen Zinsaufschlag gegenüber vorrangig bedienten Anleihen verdienen möchten. Neben Nachranganleihen von Banken und Versicherungen beobachten die Autoren zuletzt verstärkt Hybrids von Industrieunternehmen am Markt. Von diesen Corporate-Nachranganleihen versprechen sie sich ähnliche Ertragschancen wie spekulative Anleihen – jedoch bei deutlich niedrigerem Ausfallrisiko. (Red.)



In der jüngeren Vergangenheit drängen aber auch verstärkt Industrieunternehmen auf den Markt, um Pensionsverpflichtungen zu decken oder Übernahmen zu finanzieren. Der Charme der Nachranganleihen liegt für die Corporates in relativ niedrigen Couponzahlungen, die zudem steuerlich abgesetzt werden können, und in regulatorischen Vorteilen. So erhöht die Ausgabe von Hybridanleihen das Eigenkapital der Emittenten und verringert damit die Ausfallwahrscheinlichkeit der übrigen Anleihen. Die bessere Kapitalstruktur kann sich in einem günstigeren Rating niederschlagen, das wiederum die Aufnahme von Fremdkapital verbilligt.

Hybrids von Finanzdienstleistern mit geringstem Ausfallrisiko

Ob und inwieweit sich das Rating verbessert, hängt von Art und Umfang der Hybrid-Risiken ab, die sich aus den Ausstattungsmerkmalen der Nachranganleihen und der jeweiligen Branche ergeben. Bei Finanzinstituten etwa sind die Risiken eines Totalausfalls oder eines hohen Wertverlustes gering. Banken zum Beispiel haben nur ein Eigenkapital von zirka fünf bis acht Prozent der Bilanzsumme und wenig „produktives“ Vermögen, das nach einer kreditfinanzierten Übernahme leicht zu veräußern wäre. Dass Nachranganleihen von Banken zudem kaum ausfallbedroht sind, liegt wesentlich in der guten Bonität der Emittenten und in der starken Regulierung der Branche begründet.

Dafür allerdings bieten etwa von Großbanken begebene Tier-1-Anleihen auch nur Spreads von 90 bis 110 Basispunkten über zehnjährige Bundesanleihen (mit Tier 1 wird das Kernkapital von Banken als Teil des Eigenkapitals bezeichnet). Dennoch sind Tier-1-Anleihen sehr beliebt und besitzen momentan einen Marktwert von knapp 50 Milliarden Euro.

Große Versicherer weisen ebenfalls ein geringes Ausfall- und Übernahmerrisiko auf. Deren Hybrids haben einen Marktanteil von etwa 30 Milliarden Euro und bieten ähnlich interessante Spreads wie Nachranganleihen von Banken. Höhere Zinsaufschläge zwischen 150 und 300 Basispunkten werden insbesondere von mittelgroßen Versicherern in Deutschland gezahlt, die über kein externes Credit-Rating verfügen, das Auskunft über ihre Bonität geben könnte. Nachranganleihen von Finanz-

dienstleistern insgesamt sollten weiterhin attraktiv bleiben – solange keine größeren Inflationsgefahren zu erwarten sind, die mit starken Zinserhöhungen und entsprechenden Kursverlusten einhergehen.

Extra-Renditechancen bei Corporates

Seit kurzem emittieren auch große, bonitätsstarke Industrieunternehmen Nachranganleihen mit attraktiven Risiko-Ertrags-Profilen. Bereits jetzt beträgt der Marktwert dieser Hybrid-Papiere etwa sieben Milliarden Euro. Die Risikoprämien in diesem neuen Markt für Hybridanleihen sind hoch, da Corporates generell ein größeres Ausfall- und LBO-Risiko als Finanzdienstleister aufweisen.

Relativ sicher und gegen allzu große Kurschwankungen gefeit sind nachrangig bediente Qualitätsbonds von Unternehmen, deren vorrangig bediente Anleihen (Senior Bonds) mit mindestens „A“ geratet werden. Investoren trauen Unternehmen mit derart hoher Zahlungsfähigkeit zu, nicht nur ihre Senior Bonds bei Fälligkeit auszuzahlen, sondern auch ihre nachrangig bedienten Anleihen (Junior Bonds) zum frühestmöglichen Zeitpunkt zurückzuzahlen. Anderenfalls würden die Emittenten das Vertrauen der Marktteilnehmer in ihre eigene Bonität verspielen.

Die Nachranganleihe des Chemieunternehmens Henkel ist ein Beispiel für qualitativ hochwertige Bonds, die hohe Ertragschancen bei niedrigem Ausfallrisiko bieten. Henkel weist ein stabiles Geschäftsumfeld auf und muss in absehbarer Zeit keinen Wechsel der Anteilseigner fürchten. Die Gefahr einer kreditfinanzierten Übernahme ist gering, da sich die Eigentümer verpflichtet haben, innerhalb der nächsten 15 Jahre keine Anteile extern zu veräußern.

Hybrids gut zur Portfolio-Diversifikation

Hybridanleihen weisen nicht nur ein attraktives Risiko-Ertrags-Profil auf, sondern eignen sich ebenfalls zur Portfolio-Diversifikation. Aufgrund ihres Eigenkapitalcharakters koppeln sie sich mitunter deutlich von der allgemeinen Zinsentwicklung ab. Allerdings empfiehlt sich aufgrund des Kursschwankungsrisikos eine Anlage in Fonds statt in Einzeltitel. Darüber hinaus entfällt bei einem Fondsinvestment der hohe Rechercheaufwand, den instituti-

onelle Investoren ansonsten aufgrund der überaus komplexen und differierenden Ausgestaltungen der Hybridanleihen leisten müssten.

Im Fall eines Fondsinvestments übertragen die Anleger diese Aufgabe auf spezialisierte Fondsmanager, die eine aktive Vorselektion der in Frage kommenden Hybridanleihen vornehmen. Dabei achten die Fondsverwalter besonders darauf, ob das Management überzeugen kann und ob das Geschäftsmodell stimmig und leicht nachvollziehbar ist. Auch nach dem Erwerb der Hybrids sorgt die enge Zusammenarbeit des Researchs und der Fondsmanager für eine Begrenzung des Einzeltitelrisikos, indem sie die Aktivitäten des ausgehenden Unternehmens laufend kontrollieren.

Damit sollten die Fondsmanager drohende Ratingverschlechterungen von Nachranganleihen frühzeitig erkennen und die Papiere rechtzeitig verkaufen können. Dass ihnen die Anlageideen ausgehen, ist indes nicht zu befürchten: Die Emittenten überraschen immer wieder mit maßgeschneiderten Neuerungen, wie etwa mit zusätzlichen vertraglichen Verpflichtungen. Insofern scheint es nur noch eine Frage der Zeit zu sein, bis die Nachfrage mit dem Angebot gleichzieht und die Hybridkurse deutlich in die Höhe treibt. —

Sitzt das Flusspferd bald auf dem Trockenen?



Living Lakes: Eine Zukunft für die Seen der Welt.
Helfen Sie! Fordern Sie unsere Informationen an.



Global Nature Fund

Global Nature Fund
Fritz-Reichle-Ring 4
78315 Radolfzell
Tel.: 07732 9995-0
info@globalnature.org