

**High-Yield-Anleihen:
Ratings führen manchmal in die Irre**

Ratings als viel beachtete Etiketten von High-Yield-Anleihen sagen längst nicht alles über die Emission aus. Den Beleg dafür liefern die Neu-Emissionen von Netflix und Travelex, die ein sehr ähnliches Rating haben (»B+« für Netflix und immerhin »B-« für Travelex) und die mit nur einem Tag Abstand vom Markt gepreist wurden. Während Netflix seine Anleihe zu einem Coupon von 3,625% für zehn Jahre begeben konnte, musste Travelex für fünf Jahre Laufzeit satte 8% bezahlen. »Beide Unternehmen haben einen negativen Cashflow, aber die Attraktivität der Branche, die Position als Marktführer, die große Marktkapitalisierung und die Chance auf eine Übernahme durch ein anderes Unternehmen machen Netflix trotz des niedrigeren Coupons für Anleger attraktiver«, erklärt Gregor Taraszow, Senior Portfoliomanager und Analyst High Yield Corporates des Asset Managers BANTLEON.

»Wo das Gleiche draufsteht, ist auch das Gleiche drin« – das sollte man zumindest meinen. Anhand von zwei Beispielen des High-Yield-Primärmarktes aus der jüngsten Vergangenheit wird jedoch deutlich, dass dies ein Trugschluss sein kann: Der High-Yield-Markt ist für diese allgemein gültige Aussage zu komplex und die Ratings als viel beachtete Etiketten sagen längst nicht alles über einen Emittenten aus. Den Beleg dafür liefern die Neu-Emissionen von Netflix und Travelex, die sehr ähnlich sind (»B+« für Netflix und immerhin »B-« für Travelex) und die mit nur einem Tag Abstand vom Markt gepreist wurden. Nun könnte man meinen, dass das schlechtere Rating von Travelex eine Prämie rechtfertigt – allerdings platzierte Travelex lediglich eine Anleihe mit fünfjähriger Restlaufzeit, während Netflix mit zehn Jahren Restlaufzeit in die Vollen ging. Ohne detaillierte Kreditanalyse könnte man zu dem Schluss gelangen, dass sich die Unterschiede in Rating und Laufzeit ausgleichen und der Coupon beider Anleihen in einer ähnlichen Bandbreite sein sollte. Doch weit gefehlt! Während Netflix seine Anleihe zu einem Coupon von 3,625% für zehn Jahre begeben konnte, musste Travelex für fünf Jahre satte 8% bezahlen.

Die Gründe dafür sind vielschichtig, aber eine Kurzfassung genügt, um die Unterschiede zu verstehen: Der Streaming-Anbieter Netflix befindet sich nach extrem starkem Wachstum immer noch in der Wachstumsphase und hat sogar einen negativen Cashflow. Die Covenants (Klauseln der Anleihenbedingungen) sind relativ schwach (Cov lite) und ähneln jenen von Investment-Grade-Emittenten. Dem steht gegenüber, dass die Branche attraktiv ist (Veränderung der TV-Landschaft hin zu personalisiertem Inhalt), Netflix Marktführer ist und Anleiheninvestoren einen großen Sicherheitspuffer haben, weil das Unternehmen eine Marktkapitalisierung von 69 Mrd. USD hat. Die Brutto-Verschuldung liegt somit nur bei 7% des Firmenwertes. Zudem gibt es ein positives Eventrisiko, da mehrere Unternehmen (Amazon, Microsoft, Apple, Disney) an einer Übernahme interessiert sein könnten. Unterstützend wirkt, dass dies einer Put-Option ähnelt: Wenn der Aktienpreis fällt und der Sicherheitspuffer damit schrumpft, wird eine Übernahme wahrscheinlicher und wirkt diesem Effekt entgegen. Trotz der Tatsache, dass die Rendite der Netflix-Anleihe damit in der Vergleichsgruppe (Ziggo, Discovery) sehr nah an der Rendite von Emittenten mit besseren Ratings ist, war der Coupon der in EUR emittierten Anleihe immer noch sehr attraktiv im Vergleich zu den ausstehenden USD-Anleihen.

Im Gegensatz zur Netflix-Anleihe kann die Travelex-Anleihe allerdings vorzeitig vom Emittenten gekündigt werden. Auch bedarf es einer Illiquiditätsprämie, da das Emissionsvolumen von Travelex mit 360 Mio. EUR deutlich unter jenem von Netflix mit 1,3 Mrd. EUR liegt. Folgt man gängigen Regressions-Modellen, würde eine Ratingstufe im Durchschnitt circa 0,4%, ein Jahr Duration 0,07%, die Liquiditätsprämie etwa 0,5% und die vorzeitige Kündigungsoption circa 0,3% ausmachen. In der Summe müsste Travelex demnach etwa 1,25%-Punkte mehr an Coupon zahlen. In der Realität waren es allerdings ganze 4,375%. Der Grund für diese zusätzliche Prämie ist das unterschiedliche Geschäftsrisiko: Im Vergleich zu Netflix mit einem Umsatz von 11 Mrd. USD ist der Wechselkurs-Dienstleister und -Spezialist Travelex mit 770 Mio. GBP deutlich kleiner. Außerdem sind die Branchen-Parameter negativ: Zwar ist die globale Präsenz des Marktführers Travelex (gute Diversifikation) beeindruckend, allerdings

wird das Kerngeschäft durch Substitute von Banken gefährdet und/oder droht ins Internet abzuwandern. In Anbetracht dessen ist der negative Cashflow deutlich weniger tolerabel als jener von Netflix. Das im Vergleich zum Retail-Business stabilere und margenreichere Geschäft mit Zentralbanken macht leider nur einen kleinen Teil der Umsätze aus. Der gute Eindruck des Managements kann diese Aspekte nicht aufwiegen, aus denen sich letztendlich der deutlich höhere Coupon ableitet. Alles in allem ist Travelex somit ein Emittent, der nur im aktuellen, sehr positiven Umfeld gehalten werden sollte und dessen Entwicklung genau beobachtet werden muss. Diese beiden Beispiele veranschaulichen, warum ein Blick ausschließlich auf das Rating oft zu kurz greift.

Kontakt:

Dominik Runkel

Telefon +49.511.288 798-33

dominik.runkel@bantleon.com

Rechtlicher Hinweis:

Die in diesem Beitrag gegebenen Informationen, Kommentare und Analysen dienen nur zu Informationszwecken und stellen weder eine Anlageberatung noch eine Empfehlung oder Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Anlageinstrumenten dar. Die hier dargestellten Informationen stützen sich auf Berichte und Auswertungen öffentlich zugänglicher Quellen. Obwohl die BANTLEON BANK AG der Auffassung ist, dass die Angaben auf verlässlichen Quellen beruhen, kann sie für die Qualität, Richtigkeit, Aktualität oder Vollständigkeit der Angaben keine Gewährleistung übernehmen. Eine Haftung für Schäden irgendwelcher Art, die sich aus der Nutzung dieser Angaben ergeben, wird ausgeschlossen. Die Wertentwicklung der Vergangenheit lässt keine Rückschlüsse auf die künftige Wertentwicklung zu.