



Corporate Hybrids

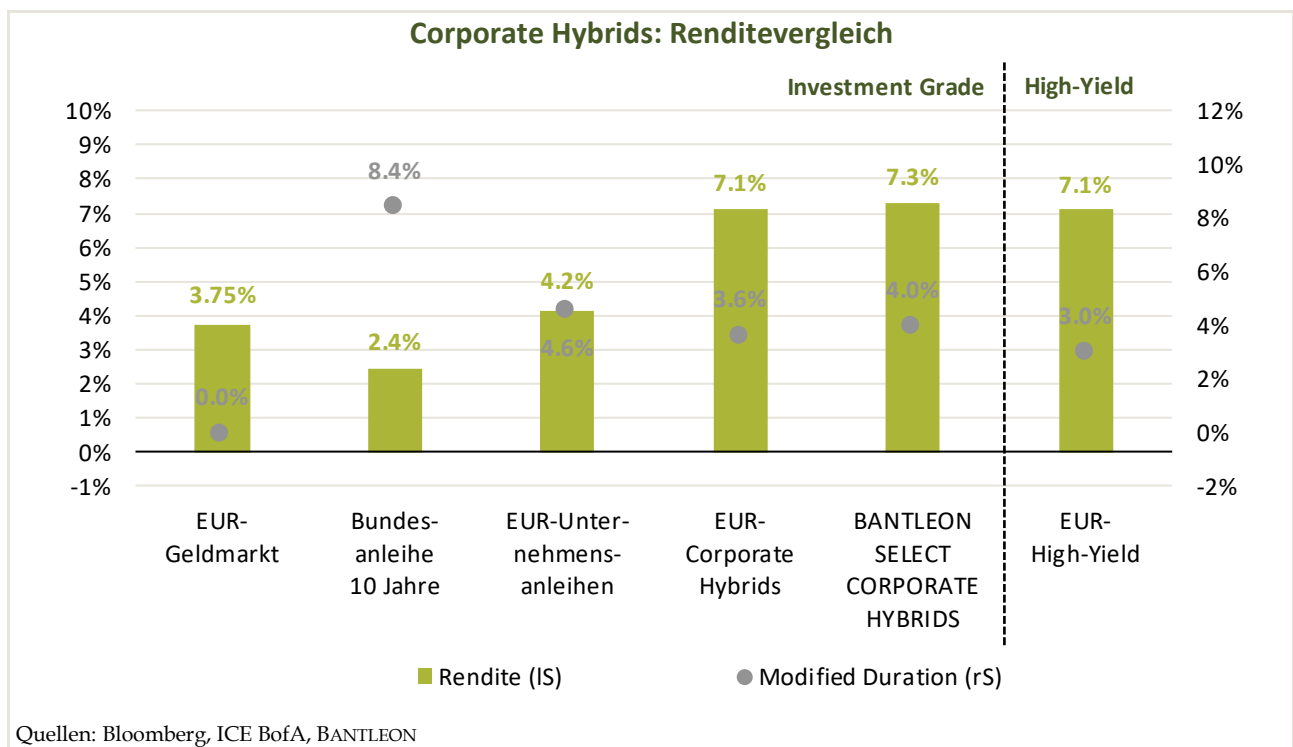
Maximaler Zinsertrag mit guter Bonität

Die wichtigsten Fragen und Antworten

Dass Anleihen wieder eine gute Alternative zu Aktien sind, ist eine Binsenweisheit. Bieten doch erstrangige Unternehmensanleihen guter Bonität inzwischen wieder Coupons von etwa 4,0%. Wesentlich attraktiver sind aber Nachranganleihen von Industrieunternehmen (Corporate Hybrids). Ihre Rendite entspricht derzeit mit gut 7,0% nahezu der Rendite von High-Yield-Anleihen. Deren Ausfallraten lagen aber in Stressphasen an den Finanzmärkten bei über 12%, während die Emittenten von Corporate Hybrids aufgrund des soliden Investment-Grade-Ratings keine Ausfälle zu verzeichnen hatten. Auch die Erholungsphasen nach Kurseinbrüchen waren in der Vergangenheit stets kürzer. Hier sind die wichtigsten Fragen und Antworten zu diesem Sweetspot im Anleihenmarkt.

Warum zahlen Emittenten für Corporate Hybrids eine fast doppelt so hohe Rendite wie für ihre erstrangigen Anleihen?

Die relativ hohe Rendite von Corporate Hybrids basiert auf ihrem hybriden Charakter zwischen dem Eigen- und Fremdkapital von Unternehmen. Daher müssen Emittenten für einen Corporate Hybrid mit gleicher Laufzeit eine fast doppelt so hohe Rendite wie für ihre erstrangigen Unternehmensanleihen zahlen. Unternehmen erhalten für die Emission eines Corporate Hybrids in der Regel nämlich je die Hälfte dem Eigenkapital und dem Fremdkapital zugerechnet, was die Bilanzstruktur aus Sicht der Ratingagenturen optimiert. Gleichzeitig verwässert die Emission eines Corporate Hybrids nicht die Aktionärsstruktur und ist meistens auch günstiger als die äquivalente Aufnahme von Eigen- und Fremdkapital.



Stand: 31. Juli 2023

Gleichzeitig haben diese Nachranganleihen relativ lange Laufzeiten (teilweise unendlich). Bereits vor der Emission werden aber vorzeitige Kündigungstermine der Anleihen festgelegt. So vergehen bis zum ersten Kündigungstermin normalerweise fünf bis fünfzehn Jahre. Unabhängig davon können Anleger diese Anleihen jederzeit zum jeweils gültigen Kurs verkaufen. Die meisten Corporate Hybrids werden vorzeitig gekündigt, was mit der Einstufung der Anlageklasse bei den

Ratingagenturen zusammenhängt. Bei S&P beispielsweise gilt das Call-and-replace-Prinzip, das aufgrund der langfristigen Integration der Corporate Hybrids in die Kapitalstruktur eine Refinanzierung der gekündigten Anleihe vorsieht. Wenn ein Emittent die zu refinanzierende Anleihe kündigt und nicht refinanziert, entfällt die Eigenkapitalanrechnung aller Corporate Hybrids, während bei einer Nichtkündigung nur die jeweilige Anleihe vom Wegfall der Eigenkapitalanrechnung betroffen ist. In diesen Fällen drohen Ratingherabstufungen durch S&P, da sich die Bonitätseinschätzung durch den Wegfall der Eigenkapitalanrechnung verschlechtert. Jene nicht gekündigte Corporate Hybrids sind bei S&P dann gleichzustellen mit erstrangigen Anleihen, was die Refinanzierungskosten des Unternehmens entlang der gesamten Kapitalstruktur ansteigen lässt.

Im März 2023 sind AT1-Anleihen der Credit Suisse im Volumen von 16 Mrd. Franken ausgefallen. Welchen Einfluss hat dies auf den Markt für Hybridanleihen?

Der Totalausfall von AT1-Anleihen der Credit Suisse ist ein Weckruf für viele Anleger gewesen. Machte er doch klar, dass es einen wichtigen Unterschied zwischen Nachranganleihen von Finanzunternehmen (Financial Hybrids) und Nachranganleihen von Industrieunternehmen (Corporate Hybrids) gibt. Während die Rendite aufgrund der Nachrangigkeit in beiden Segmenten sehr attraktiv ist – aktuell bieten Corporate Hybrids von Investment-Grade-Emittenten über 7,0% – können die Aufsichtsbehörden bei den Financial Hybrids anordnen, dass mit dem Anleihenkapital die Finanzinstitute gerettet werden. Gleiches gilt beim Unterschreiten einer bestimmten Kernkapitalquote. Dagegen ist der Nominalwert bei Corporate Hybrids ausschließlich im Insolvenzfall gefährdet. Darüber hinaus liegt das Durchschnittsrating von Financial Hybrids – gemessen am »ICE BofA Contingent Capital Index« – mit einem Wert von »BB+« bereits im Bereich der Hochzinsanleihen, während Corporate Hybrids – gemessen am »ICE BofA Euro Non-Financial Subordinated Index« – auf einem Niveau von »BBB« liegen.

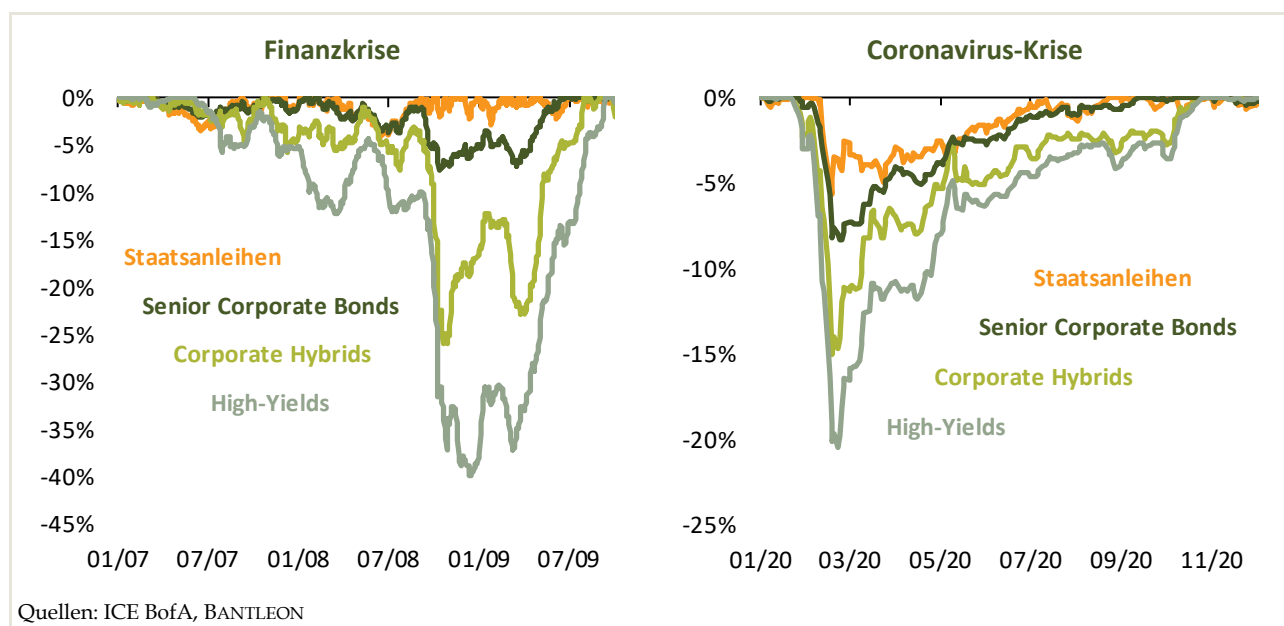
Gibt es auch Unterschiede bei der Performance?

Tatsächlich zeigen sich auch bei der Performance insbesondere in Stressphasen deutliche Unterschiede. Während Financial Hybrids während der Coronavirus-Krise einen maximalen Kursverlust von -27,8% verzeichneten, erlitten Corporate Hybrids lediglich einen Drawdown in Höhe von -15,1%. Und seit Jahresanfang 2023 erreichte der maximale Drawdown bei Financial Hybrids -20,3, bei Corporate Hybrids nur -3,7%. Ebenso deutlich sind die Unterschiede bei den Erträgen von Januar bis Ende August: Financial Hybrids -2,4%, Corporate Hybrids +4,2%. Unter dem Strich sind Corporate Hybrids aus einer Risiko-Ertrags-Perspektive das deutlich attraktivere Anlagesegment, insbesondere hinsichtlich der von uns mittelfristig erwarteten globalen konjunkturellen Abkühlung.

Wie ist das Risiko-Ertrags-Verhältnis gegenüber High-Yield-Anleihen zu bewerten?

Für risikobewusste Anleger sind Corporate Hybrids eine gute Alternative zu High-Yield-Anleihen. Ihre Rendite entspricht derzeit mit gut 7,0% nahezu der Rendite von High-Yield-Anleihen. Deren Ausfallraten lagen aber in Stressphasen an den Finanzmärkten bei über 12%, während die Emittenten von Corporate Hybrids aufgrund des soliden Investment-Grade-Ratings keine Ausfälle zu verzeichnen hatten. Auch die Erholungsphasen nach Kurseinbrüchen waren in der Vergangenheit stets kürzer. Corporate Hybrids bieten nicht nur einen Renditevorteil gegenüber konventionellen Anleihen, die nachrangigen Unternehmensanleihen sind im Vergleich zum High-Yield-Segment auch die solidere Alternative. Trotz der ähnlichen Performance werden sie in der Regel von Emittenten mit Investment-Grade-Rating begeben – die nachrangigen Anleihen selbst sind aufgrund des hybriden Charakters gewöhnlich zwei Ratingstufen darunter einzuordnen.

Corporate Hybrids: Drawdown-Vergleich



Welche Rolle spielen Corporate Hybrids im Markt für Unternehmensanleihen?

Corporate Hybrids haben sich aus der Nische heraus zu einer etablierten Assetklasse entwickelt, die einerseits eine attraktive Rendite bietet und andererseits ausreichend Liquidität aufweist – Tendenz steigend. Im Jahr 2012 war der Markt noch wenig diversifiziert und wies dementsprechend hohe Klumpenrisiken auf. Damals war der Emittentenkreis von Corporate Hybrids viergeteilt: Versorgungsunternehmen beanspruchten etwa die Hälfte des ausstehenden Marktvolumens, gefolgt von der Grundstoffindustrie, Energielieferanten sowie Unternehmen aus dem Kapitalgütersegment. Im Jahr 2019 hatten nachrangige Unternehmensanleihen Marktreife erlangt. Aufgrund der nun deutlich heterogenen Struktur lässt sich dieses Anleiensegment seitdem professionell diversifizieren. Diese nachrangigen Unternehmensanleihen von Industrieunternehmen bieten eine attraktive Rendite, ohne auf eine Investment-Grade-Emittentenbonität verzichten zu müssen. Während erstrangige EUR-Unternehmensanleihen der Bonität Investment Grade derzeit bei 4,0% rentieren, weisen Corporate Hybrids eine Rendite von über 7,0% aus. Und diese höhere Rendite basiert auf demselben Bonitätsrisiko des Emittenten wie die entsprechenden erstrangigen Anleihen.

Was ist bei der Auswahl von Corporate Hybrids zu beachten?

Weil Corporate Hybrids im Insolvenzfall erst dann bedient werden, wenn die Ansprüche der vorrangigen Gläubiger vollständig erfüllt sind, ist die Auswahl eines soliden Emittenten sehr wichtig. Zwar ist es unwahrscheinlich, dass ein wirtschaftlich starkes Industrieunternehmen insolvent wird, aber im Fall einer Zahlungsunfähigkeit müssen Investoren mit einem Totalausfall der Hybridanleihe rechnen. Darüber hinaus gilt es, neben den Unternehmen und der Marktsituation auch die Verträge der Corporate Hybrids zu analysieren.

Denn obwohl die Verträge seit dem Jahr 2012 schrittweise einem einheitlichen Standard angenähert wurden, sind sie immer noch sehr komplex. Besonders wichtig ist mit Blick auf das Risikomanagement, die vielen ordentlichen und außerordentlichen Kündigungsrechte zu bewerten. Den größten Teil des Zinsaufschlags von Hybridanleihen zahlen die Emittenten nämlich für die Übernahme dieser vertraglichen Strukturrisiken. Angesichts der aktuellen Marktlage sollten die meisten Emittenten die in diesem Jahr fälligen Corporate Hybrids kündigen und refinanzieren. Allerdings dürften einzelne Emittenten dem Anlagesegment temporär den Rücken kehren und die

noch ausstehenden Corporate Hybrids kündigen, ohne sie zu refinanzieren. Lediglich im Immobiliensektor wird das Nichtkündigungsrisiko wegen der stark gestiegenen Zinsen nach wie vor präsent sein, weshalb Investoren dort sehr selektiv vorgehen müssen.

Zudem sehen die Vertragswerke von Corporate Hybrids mehrheitlich vor, bei Liquiditätsengpässen Couponzahlungen aussetzen zu können. Zwar werden die ausgesetzten Zinszahlungen kumuliert und zu einem späteren Zeitpunkt beglichen, jedoch können solche Situationen erste Anzeichen für potenzielle Schieflagen sein, die es im Portfoliokontext zu vermeiden gilt.

Was passiert im Fall eines Couponaufschubs?

Grundsätzlich ist das Risiko eines Couponaufschubs strukturell gering. Bisher wurde keine Couponzahlung eines Corporate Hybrids von einem Investment-Grade-Unternehmen in die Zukunft verschoben. Im Gegensatz zu Hybrid-Anleihen von Finanztiteln (Financial Hybrids) liegt die Entscheidung eines Couponaufschubs bei Corporate Hybrids, die mit der seit 2012 etablierten Standardstruktur ausgestattet sind, im Ermessen des Emittenten. Im Gegensatz zu Financial Hybrids sind Corporate Hybrids also keine Bail-in-Instrumente. Folglich besteht keine Relevanz von bestimmten Kapitalquoten oder einer Einschätzung des Regulators, welche die Couponzahlung gefährden könnten. Zusätzlich, und ebenfalls gegenteilig zu Financial Hybrids, sind die ausgesetzten Couponzahlungen bei Corporate Hybrids kumulativ und müssen grundsätzlich vom Emittenten in der Zukunft nachgezahlt werden – teilweise inklusive Zinseszins. Das ist spätestens zum Zeitpunkt von Dividendenzahlungen oder Aktienrückkäufen der Fall. Aufgrund der soliden Liquiditätssituation von Investment-Grade-Emittenten – die durchschnittliche Liquidität zweiten Grades, der sogenannte Acid-Test, liegt bei über 70% – und der Notwendigkeit der späteren Rückzahlung ist das Risiko eines temporären Couponausfalls entsprechend gering.

Darüber hinaus liegt die durch das Reputationsrisiko bedingte Hürde einer Aufschiebung sehr hoch. Es würde ein fatales Signal an die Senior-Gläubiger gesendet, wenn ein Unternehmen den Coupon seines Hybrid-Instruments aufschieben müsste. Das mit der Aufschiebung einhergehende Eingestehen einer desaströsen Liquiditätssituation treibt erwartungsgemäß die Refinanzierungskosten der Senior-Anleihen im Primärmarkt in die Höhe – eine Folgereaktion, die ein Unternehmen unter allen Umständen zu vermeiden versucht. Zugleich wird ein negatives Signal an die Aktionäre gesendet. Corporate Hybrids werden in der Regel von soliden Dividendenzahlern emittiert, die infolge eines Couponaufschubs keine Zahlungen jeglicher Form mehr an die Aktionäre leisten dürften. Demnach würden die Titel aus Dividendenfonds veräußert werden und ihren Ruf als jährlicher Dividendenzahler aufgeben. Ein beinahe irreparabler Schaden, allein um eine Zahlung in die Zukunft zu verschieben, die im Nachhinein dennoch geleistet werden muss.

Wie können Anleger in den Markt investieren?

Um die aktuellen Risikofaktoren wie das Verlängerungs- und Ausfallrisiko bei Corporate Hybrids zu minimieren, ist ein aktiver Managementansatz notwendig. Darüber hinaus unterliegen Corporate Hybrids in Phasen strukturell steigender Zinsen einem deutlich erhöhten Kurs- und Liquiditätsrisiko, das aktiv bewirtschaftet werden muss. Deshalb sollten Anleger bei Investments in Corporate Hybrids ETFs meiden. Anleger, die nicht die nötigen Research-Kapazitäten haben, sollten über aktiv gemanagte Publikumsfonds investieren. BANTLEON SELECT CORPORATE HYBRIDS beispielsweise schließt Nachranganleihen von Finanzunternehmen aus und bietet derzeit eine Rendite von über 7,5%.

Erläuterungen und Disclaimer

Das vorliegende Dokument dient ausschließlich zu Informationszwecken und stellt weder eine Anlageberatung noch eine Empfehlung oder Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Anlageinstrumenten (einschließlich Fonds) dar. Die gegebenen Informationen können und sollen eine individuelle Beratung durch hierfür qualifizierte Personen nicht ersetzen. Alle Aussagen entsprechen den aktuellen Erkenntnissen von BANTLEON und können ohne vorherige Ankündigung geändert werden.

Die vollständigen Angaben zu den »BANTLEON Publikumsfonds« sind dem aktuellen Verkaufsprospekt, dem Basisinformationsblatt (PRIIP-KID) sowie dem Jahres- und Halbjahresbericht zu entnehmen. Diese Unterlagen stellen die allein verbindliche Grundlage für einen Kauf von Fondsanteilen dar. Sie können kostenlos unter www.bantleon.com abgerufen oder in schriftlicher Form bei der BANTLEON Invest AG, An der Börse 7, 30159 Hannover, BANTLEON GmbH, Aegidientorplatz 2a, D-30159 Hannover (Kapitalverwaltungsgesellschaft in Deutschland), der Erste Bank der österreichischen Sparkassen AG, Am Belvedere 1, A-1100 Wien (Kontakt- und Informationsstelle in Österreich), der BANTLEON AG, Claridenstrasse 35, CH-8002 Zürich (Vertreter in der Schweiz) und bei der UBS Switzerland AG, Bahnhofstrasse 45, CH-8001 Zürich (Zahlstelle in der Schweiz) angefordert werden.

Die Berechnung der Wertentwicklung erfolgt auf Basis der täglichen Anteilspreise und der Wiederanlage der Ausschüttung (BVI-Methode). Sämtliche Kosten innerhalb des Fonds, mit Ausnahme des Ausgabeaufschlages, sind berücksichtigt. Im Zusammenhang mit dem Erwerb der Fondsanteile können zusätzliche Kosten entstehen wie beispielsweise Gebühren, Provisionen und andere Entgelte, die in der Darstellung nicht berücksichtigt wurden und sich negativ auf die Wertentwicklung auswirken können. Wertentwicklungen der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.

Die ausgegebenen Fondsanteile der »BANTLEON Publikumsfonds« dürfen nur in solchen Rechtsordnungen zum Kauf angeboten oder verkauft werden, in denen ein solches Angebot oder ein solcher Verkauf zulässig ist. Insbesondere dürfen die Fondsanteile weder an Personen innerhalb der USA noch an oder für Rechnung von US-Staatsbürgern, von in den USA ansässigen Personen oder von anderen Personen, die nach den in den USA geltenden Vorschriften als »US-Person« gelten, zum Kauf angeboten oder an diese verkauft werden. Dieses Dokument und die in ihm enthaltenen Informationen dürfen nicht in den USA verbreitet werden. Die Verbreitung und Veröffentlichung dieses Dokuments sowie das Angebot oder ein Verkauf der Anteile können auch in anderen Rechtsordnungen Beschränkungen unterworfen sein.

Sämtliche Angaben wurden mit höchster Sorgfalt erstellt. Für die Richtigkeit und Vollständigkeit kann jedoch keine Gewähr übernommen werden. Eine Haftung für etwaige Schäden, die direkt oder indirekt mit den vorliegenden Informationen zusammenhängen, ist ausgeschlossen.

Stand: August 2023