



Michael Hess

Leiter Portfolio Management
Corporate Credit

Themendienst

Hybridanleihen: Rendite-Oasen in der Zinswüste

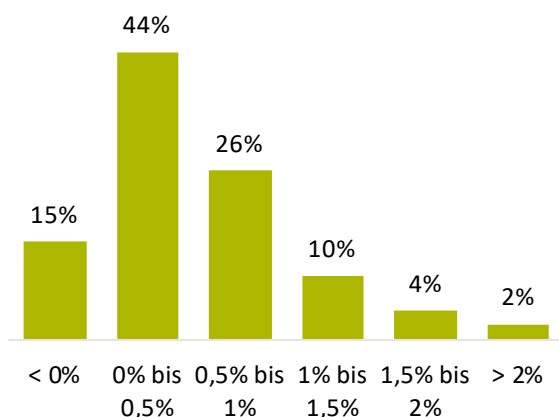
15. Januar 2020

www.bantleon.com

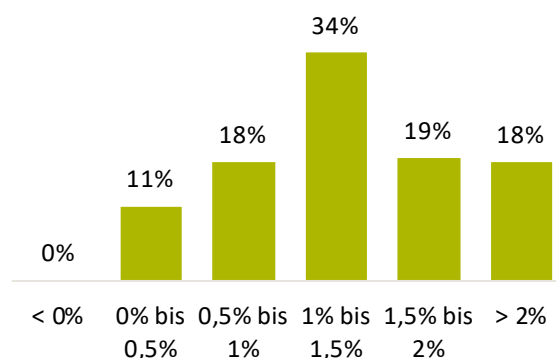
Das tiefe Wirtschaftswachstum, die niedrige Inflation und die expansive Geldpolitik halten die Renditen an den Anleihenmärkten auf einem historisch tiefen Niveau. Kurzfristig gibt es wenige Anzeichen für einen Richtungswechsel und selbst mittelfristige Zinserhöhungen wären lediglich ein Tropfen auf den heißen Stein. Für Anleger ergeben sich daraus große Herausforderungen. Nachrangige Anleihen von Industrieunternehmen (Hybridanleihen) bieten in diesem Umfeld eine attraktive Rendite, ohne auf eine Investment-Grade-Emittentenbonität verzichten zu müssen. Im Vergleich zu High-Yield-Anleihen überzeugen Hybridanleihen durch eine ähnliche Performance, bei deutlich besseren Risikokennzahlen.

Schon auf den ersten Blick lassen Hybridanleihen das Herz von Anlegern schneller schlagen: Während der überwiegende Teil konventioneller Unternehmensanleihen derzeit eine magere Rendite unterhalb von 0,5% aufweist, rentieren die meisten Hybridanleihen zwischen 1% und 2%. Zudem ist im Universum von Hybridanleihen aktuell kein Titel mit negativer Verzinsung zu finden.

**Konventionelle Unternehmensanleihen:
mehrheitlich weniger als 0,5% Rendite¹**



**Hybridanleihen: Mehr als die Hälfte der Titel
bieten eine Rendite zwischen 1% und 2%²**



Quellen: ¹ »EUR IG Corporate Index« | ² »EUR Corporate Hybrid Index«

Stand: 31. Dezember 2019

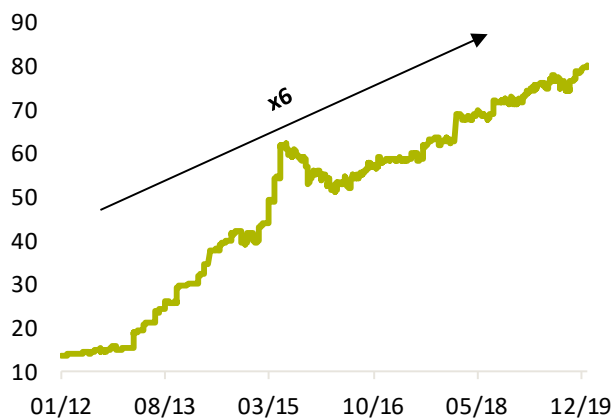
Vom Nischendasein zur Marktreife

Hybridanleihen haben sich aus der Nische heraus zu einer etablierten Assetklasse entwickelt. Im Jahr 2012 war der Markt noch wenig diversifiziert und hatte dementsprechend hohe Klumpenrisiken. Damals war der Emittentenkreis von Hybridanleihen dreigeteilt: Versorgungsunternehmen beanspruchten etwa die Hälfte des ausstehenden Marktvolumens, gefolgt von der Grundstoffindustrie und Energielieferanten. Im Jahr 2019 haben Hybridanleihen Marktreife erlangt. Aufgrund

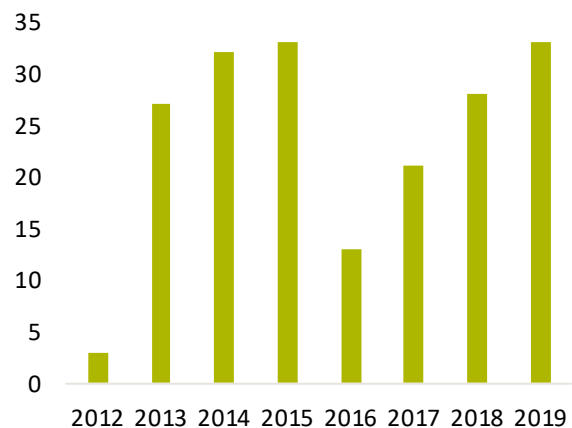
der nun deutlich heterogenen Struktur lässt sich dieses Anleihssegment professionell diversifizieren.

Nicht nur der Emittentenkreis ist in den vergangenen Jahren deutlich gewachsen, sondern auch das Marktvolumen: es hat sich seit 2012 mehr als verfünffacht. Und ein Blick auf die Neuemissionen zeigt, dass diese Assetklasse weiter wachsen dürfte. Mit insgesamt 33 Neuemissionen befindet sich das Jahr 2019 fast auf dem Niveau des Rekordjahres 2015. Aus Investoren-Perspektive handelt es sich mittlerweile um eine marktreife Assetklasse, die einerseits eine attraktive Rendite bietet und andererseits ausreichend Liquidität aufweist – Tendenz steigend.

**Marktwert ausstehender
EUR-IG-Hybridanleihen in Mrd. EUR**



**Anzahl der Neuemissionen
von EUR-IG-Hybridanleihen**



Stand: 31. Dezember 2019

Höhere Rendite mit derselben Emittentenbonität wie konventionelle Anleihen

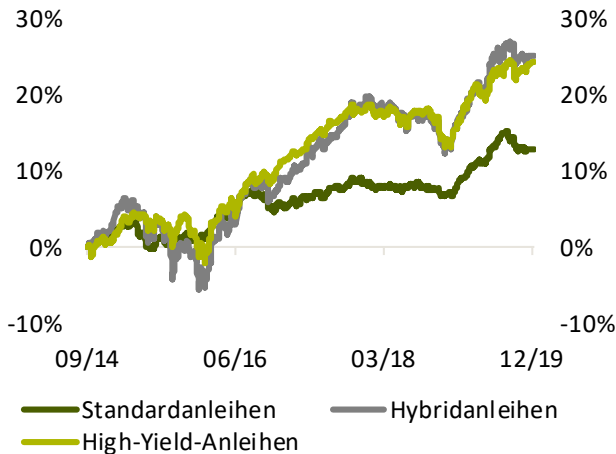
Der Vorteil von Hybridanleihen besteht in der höheren Rendite, die auf demselben Bonitätsrisiko des Emittenten basiert wie die entsprechenden konventionellen (erstrangigen) Anleihen. Im Oktober 2019 emittierte beispielsweise die Deutsche Bahn eine Hybridanleihe, die mit einem ersten Kündigungstermin im Jahr 2025 ausgestattet ist. Im Vergleich zur Standardanleihe mit Fälligkeit im selben Jahr hat sie eine deutlich höhere Rendite. Während sich die Renditen der beiden Titel deutlich unterscheiden, bleibt das Emittentenrisiko stets im Investment-Grade-Bereich (AA). Auch der französische Getränke- und Lebensmittelkonzern Danone tritt als Emittent im Segment Hybridanleihen auf – ebenfalls mit einer höheren Rendite zugunsten der Hybridanleihe und demselben Emittentenrating (BBB+).

High-Yield-ähnliche Rendite mit Investment-Grade-Emittenten

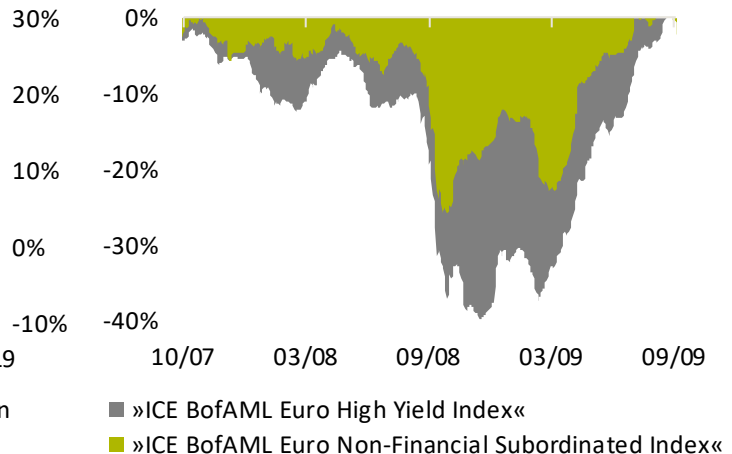
Hybridanleihen bieten nicht nur einen Renditevorteil gegenüber konventionellen Anleihen, sondern sind im Vergleich zum High-Yield-Segment auch die solidere Alternative: Hybridanleihen weisen historisch betrachtet eine ähnliche Performance auf wie das High-Yield-Segment, werden aber in der Regel von Emittenten mit Investment-Grade-Rating begeben. Während das Emittentenrating oft im Investment-Grade-Bereich liegt, sind Hybridanleihen selbst gewöhnlich zwei Ratingstufen darunter einzuordnen. In Krisenzeiten überzeugen sie mit einem deutlich

geringeren Drawdown sowie einer signifikant schnelleren Erholungsphase im Vergleich zu High-Yield-Anleihen.

Performancevergleich Hybridanleihen gegenüber anderen Anleihensegmenten



Maximum Drawdown während der Finanzkrise



Stand: 31. Dezember 2019

Hybridcharakter als Ursprung der höheren Rendite

Die höhere Rendite der Hybridanleihen liegt insbesondere darin begründet, dass sie sich zwischen Fremd- und Eigenkapital in der Kapitalstruktur des Emittenten befinden. Hybridanleihen besitzen eine vergleichsweise sehr lange Laufzeit (teilweise unendlich), wobei bereits vor Emission der Anleihen vorzeitige Kündigungstermine festgelegt werden. So vergehen bis zum ersten Kündigungstermin in der Regel fünf bis zwölf Jahre. Im Gegensatz zu konventionellen Anleihen dienen Hybridanleihen weniger der Liquiditätsbeschaffung als vielmehr der Verbesserung der Bilanzstruktur von Unternehmen gegenüber den Ratingagenturen. Für ausgebende Unternehmen steht die Anrechnung der hybriden Anleihen als Eigenkapital im Vordergrund, wobei Hybridanleihen im Allgemeinen zu 50% dem Eigen- und zu 50% dem Fremdkapital zugerechnet werden.

Trotz der sehr langen Laufzeit werden die meisten Hybridanleihen vorzeitig gekündigt, was mit den Bewertungsmethoden der Ratingagenturen zusammenhängt. Ein gutes Beispiel ist die aktuelle Einstufung durch die Ratingagentur S&P, die in der Regel einen Wegfall der Eigenkapitalanrechnung vorsieht, wenn der Emittent das erste Kündigungsrecht nicht nutzt. In diesem Fall würde die Hybridanleihe nicht mehr das Rating stützen. Bestehen bleiben würden hingegen die höheren Fremdkapitalkosten im Vergleich zu erstrangigen Anleihen – aus Emittentensicht keine gute Kombination. Zudem wird in der Regel eine Zinserhöhung (Coupon-Step-up) nach den Kündigungsterminen ausgelöst, was die Finanzierungskosten für den Emittenten zusätzlich erhöhen würde.

Risikominimierung durch aktive Bewirtschaftung

Weil Hybridanleihen im Insolvenzfall erst dann bedient werden, wenn die Ansprüche der erstrangigen Gläubiger vollständig erfüllt sind, ist die Auswahl eines soliden Emittenten sehr wichtig. Zwar ist es sehr unwahrscheinlich, dass der Emittent einer Hybridanleihe insolvent wird, aber im Fall einer Pleite müssen Anleger mit einem Totalausfall der Anleihe rechnen. Darüber hinaus gilt

es, neben den Unternehmen und der Marktsituation auch die Verträge der Hybridanleihen 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. Zudem sehen die meisten Verträge von Hybridanleihen vor, Couponzahlungen aussetzen zu können. Zwar werden die ausgesetzten Zinszahlungen, gemäß den meisten Anleihenbedingungen, kumuliert und zu einem späteren Zeitpunkt beglichen, jedoch können solche Situationen erste Anzeichen für potenzielle Schieflagen sein, die es im Portfolio zu vermeiden gilt.

Privatanleger können über Publikumsfonds investieren

Weil Hybridanleihen beziehungsweise deren Verträge nur mit großem Aufwand zu analysieren sind und die Stückelung von in der Regel 100.000 Euro relativ groß ist, war dieser Teil des Anleihenmarktes lange Zeit institutionellen Anlegern vorbehalten. Inzwischen gibt es aber mehrere Publikumsfonds, mit denen auch Privatanleger die Vorteile von Hybridanleihen nutzen können. Dazu gehört auch BANTLEON SELECT CORPORATE HYBRIDS, der am 9. Oktober 2019 aufgelegt wurde.

Kontakt:

Dominik Runkel

Telefon +49 (0) 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.