

ATTRAKTIVE RENDITEN IN EINER WELT NIEDRIGER ERTRÄGE

ÜBERBLICK

- Am Markt für nachrangige Anleihen haben seit 2008 im Hinblick auf Größe, Liquidität und Anleiheattribute sowie das regulatorische und wirtschaftliche Umfeld umfangreiche Entwicklungen stattgefunden.
- In einer Welt niedriger Erträge bieten nachrangige Anleihen Anlegern eine attraktive Rendite, die sich mit annähernd 4% ähnlich wie bei Hochzinsanleihen darstellt, wobei die Kreditspreads bei historischer Betrachtung relativ billig sind, wenn man auch das verbesserte Kreditprofil der Emittenten berücksichtigt.
- Mittelfristig bestehen für die Anlageklasse positive Aussichten, die durch die laufende Rekapitalisierung im Finanzsektor und wirtschaftliche Anreize zur Ausgabe von nachrangigen Anleihen unterstützt werden.



ANTONIO RUGGERI, CFA
European Credit Expert

“*Nachrangige Anleihen sind für Anleger, die sich in festverzinslichen Wertpapieren engagieren, nichts Neues. Inzwischen sind sie aufgrund ihres hinreichenden Volumens, ihrer Diversifizierung und ihrer Liquidität jedoch als uneingeschränkt investierbare Anlagenklasse anzusehen, und mehrere Faktoren tragen dazu bei, dass sie eine attraktive Anlagechance darstellen.*”

Die Finanzkrise 2008-2009 hat die Rahmenbedingungen für Anleger bei festverzinslichen Wertpapieren grundlegend verändert, denn sie löste tief gehende strukturelle Veränderungen nicht nur beim allgemeinen Zinsniveau und bei den Geldpolitiken, sondern vor allem auch bei der Größe und Zusammensetzung der Märkte sowie der Art und der Komplexität von Anleiheinstrumenten aus.

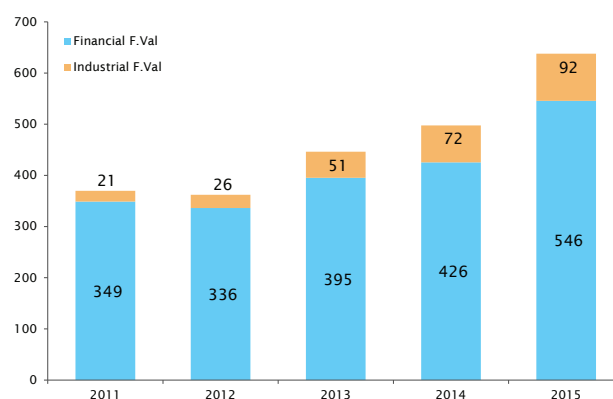
Aus diesen Veränderungen entstanden neue Chancen für alle Anleiheanleger, insbesondere Kreditspezialisten, die nun von der gewachsenen Marktgröße und stärkeren Diversifizierung der Instrumente profitieren können. Innerhalb dieses erweiterten Universums können nachrangige Anleihen als eine der attraktivsten Anlageklassen angesehen werden, die die Finanzkrise hinterlassen hat.

Auch wenn nachrangige Anleihen streng genommen als festverzinsliche Wertpapiere nicht neu sind, haben sich ihre Merkmale, ihre Marktgröße, die Kreditqualität ihrer Emittenten, die rechtlichen Rahmenvorgaben sowie das Risiko-Rendite-Profil in der Nach-Krisen-Ära allesamt deutlich verändert, ausgelöst durch eine strengere Regulierung und wirtschaftliche Chancen.

WACHSTUM DER MARKTGRÖSSE UND VERBESSERUNG DER LIQUIDITÄT

Die erste offensichtliche Veränderung betrifft Marktgröße und Liquidität. In den letzten fünf Jahren verzeichnete der Markt für nachrangige Anleihen beträchtliches Wachstum. Von europäischen Unternehmen ausgegebene Anleihen erreichten hierbei den beachtlichen Nennwert von EUR 600 Milliarden.

Euro-Nettoemission Beitrag in Mrd. EUR

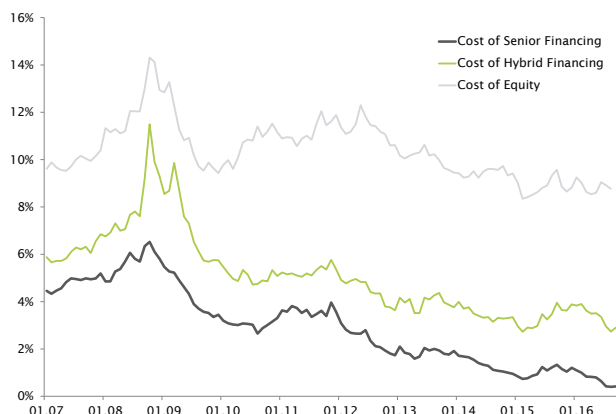


Quelle: Bloomberg, BofA ML. Daten per 31.12.2015.

Diese Zahl kann sich im Vergleich zu Hochzinsanleihen (HY) durchaus sehen lassen, auf die bei Ausschluss nachrangiger Anleihen EUR 330 Milliarden entfallen. Verbessert hat sich auch die Liquidität durch die hohe Marktkapitalisierung der Emittenten und das ausstehende Volumen – etwa EUR 850 Millionen.

Das Marktwachstum gefördert hat außerdem die zunehmende Bedeutung von Emissionen außerhalb des Finanzsektors. Ihr Marktanteil liegt heute bei nahezu EUR 100 Milliarden oder 15%, weil Unternehmen das Niedrigzinsumfeld zur Ausgabe so genannter Hybrid-Anleihen nutzen, um ihre Kapitalstrukturen zu optimieren. Diese Instrumente mit eingebetteten Eigenkapitalmerkmalen profitieren von unterschiedlichen Behandlungen beim Rating, bei der Bilanzierung und bei Steuerzwecken: Die Aufschiebbarkeit von Coupons und speziell verlustabsorbierende Optionen sorgen dafür, dass sie bei der Bilanzierung (100%) oder beim Rating (50%) als Eigenkapital gelten, steuerlich aber dennoch zu 100% als Schulden betrachtet werden, so dass anfallende Zinsen abzugsfähig sind. Weil diese Instrumente billiger als Eigenkapital sind, senkt die richtige Mischung aus vorrangigen Anleihen, Hybrid-Anleihen und Eigenkapital die Kapitalkosten und verbessert das Kreditprofil des Unternehmens, ohne für Aktionäre verwässernd zu wirken.

Kosten für verschiedene Finanzierungsquellen



Quelle: Bloomberg, Daten per 31.08.2016.

REKAPITALISIERUNG UND SCHULDENABBAU IM FINANZSEKTOR DURCH REGULIERUNG

Auch wenn Anleihen von Nicht-Finanzunternehmen in jüngster Zeit beträchtliche Zuwächse verzeichnen konnten, wird die Anlageklasse nach wie vor von Emittenten aus dem Finanzsektor dominiert. Die Regulierung spielt hierbei eindeutig eine wesentliche Rolle – nicht nur beim Marktwachstum, sondern vor allem auch bei der Gestaltung der Merkmale und des Risikoprofils dieser Instrumente.

Sowohl Basel III als auch Solvency II verlangen nicht nur mehr nachrangige und hybride Instrumente zur

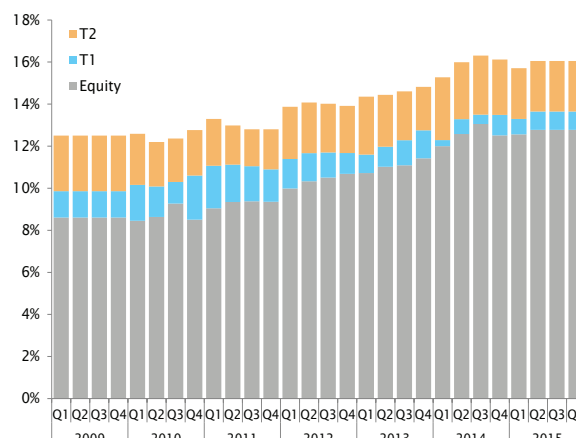
Diversifizierung der Kapitalstruktur von Institutionen, sondern sie erzwingen derzeit auch eine umfangreiche Rekapitalisierung des Finanzsystems in seiner Gesamtheit. Dem zugrunde liegt die Annahme, dass Stabilität vor allen anderen Instrumenten auf Eigenkapital beruht. Offensichtlich wird dies, wenn man die Vorschriften für Banken beim Übergang von Basel II zu Basel III betrachtet: Während die Mindestvorschrift für das Gesamtkapital (Kerneigenkapital zuzüglich in Frage kommender nachrangiger Instrumente) bei 8% blieb, hat sich der vorgeschriebene Mindestanteil des Kerneigenkapitals von 2% auf 4,5% mehr als verdoppelt. Außerdem verlangen die Regulierungsvorschriften zusätzliche Eigenkapitalpuffer und erhöhen die Anforderungen für Säule II (spezifisch für jede Bank und abhängig von ihrem Risikoprofil). Daraus ergibt sich ein effektives Mindesteigenkapital bei europäischen Banken von durchschnittlich etwa 10%.

Bankenregulierung: Basel III

		Additional Loss Absorption Debt 16%-20%	
		TIER 2 - 2%	TIER 2 - 2%
		AT1 - 1.5%	AT1 - 1.5%
		Additional Equity Buffers	Additional Equity Buffers
		Pillar II CET1 - Bank Specific	Pillar II CET1 - Bank Specific
		CET1 - 4.5%	CET1 - 4.5%
		CET1 - 2%	CET1 - 4.5%
		TIER 1 - 2%	CET1 - 4.5%
		TIER 2 - 4%	CET1 - 4.5%
		Basel II	Basel III Pillar I
			Basel III Pillar II
			ECB + EU Directive

→ 2018

**Kerneigenkapital Tier 1 Kennzahlen über 12%.
Eigenkapital von 66% auf 75% des Gesamtkapitals**



Quelle: EBA Risk Dashboard, Daten per 31.12.2015.

In diesem neuen Rahmen besteht die natürliche Reaktion der Banken zur Erfüllung der Vorschriften aus einer Kombination aus Kapitalerhöhungen und Risikoabbau (durch eine Reduzierung risikogewichteter Vermögenswerte verbessern sich die Kapitalkennzahlen) mit einer klaren Verbesserung ihrer Kapitalisierung und ihres Kreditprofils. Infolgedessen stellen nachrangige Anleihen im Vergleich zu den Beträgen aus Vor-Krisen-Zeiten eine deutlich höhere Eigenkapitaldecke dar.

Basel III schreibt nicht nur Mindesthöhen für nachrangige Tier-1- und Tier-2-Schulden (1,5% und 2%) vor, sondern verlangt auch weitere verlustabsorbierende Instrumente (zwischen 16% und 20%). Das schafft eine starke Unterstützung für das Wachstum nachrangiger Anleihen, weil sie ein billigeres verlustabsorbierendes Instrument sind. Veränderungen an den Zulassungsstandards für Tier-1-Instrumente haben die Schaffung einer neuen Anlageklasse ausgelöst: Anleihen, die zusätzliches Kernkapital (Additional Tier 1) darstellen (allgemein als CoCos bezeichnet). Diese Instrumente, in die automatische Verlustabsorptionsmechanismen eingebettet sind, werden alte Tier-1-Anleihen voraussichtlich ersetzen und bis zum Ende des Übergangszeitraums mindestens 1,5% der risikogewichteten Vermögenswerte abdecken. Damit würde sich ihre gegenwärtige Marktgröße nahezu verdoppeln.

Nicht zuletzt war die neue Regulierung in der Europäischen Union mit einem neuen Rechtsrahmen für die Bewältigung der Bankenkrise, einer erhöhten Transparenz bei der Aufsicht und allgemeinen Regeln verbunden: Alle diese Maßnahmen sollen einige der Unsicherheiten rund um den Banksektor verringern, wenn nicht sogar ausschalten, und mittelfristig eine gewisse Verengung der Spreads unterstützen.

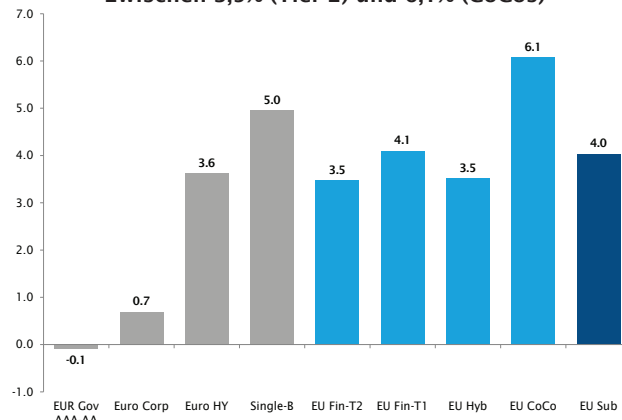
Fazit: Während die Kombination aus neuen Anforderungen nachrangigen Anleihen weitere Zuwächse beschert, wird sie gleichzeitig deren Kreditprofil verbessern, da diese Instrumente in einem einheitlichen und transparenteren Rahmen auf einer höheren Ebene des Eigenkapitals eingeordnet sind.

ATTRAKTIVES RISIKO/RENDITE-PROFIL IN EINER NIEDRIGZINSWELT

Wie bereits erwähnt sind nachrangige Anleihen für Anleger, die sich in festverzinslichen Wertpapieren engagieren, nichts Neues. Inzwischen sind sie aufgrund ihres hinreichenden Volumens, ihrer Diversifizierung und ihrer Liquidität jedoch als uneingeschränkt investierbare Anlagenklasse anzusehen, und mehrere Faktoren tragen dazu bei, dass sie eine attraktive Anlagechance darstellen.

Erstens bieten sie eine sehr attraktive Rendite von durchschnittlich über 4% bei einem Spread von etwa 350 Basispunkten (Bp.) im Vergleich zu einer Rendite von 1% und 100 Bp. bei Euro-Unternehmensanleihen der Kategorie Investment Grade bzw. einer Rendite von 4,5% und 400 Bp. bei High-Yield-Instrumenten.

Attraktive absolute Rendite zwischen 3,5% (Tier 2) und 6,1% (CoCos)



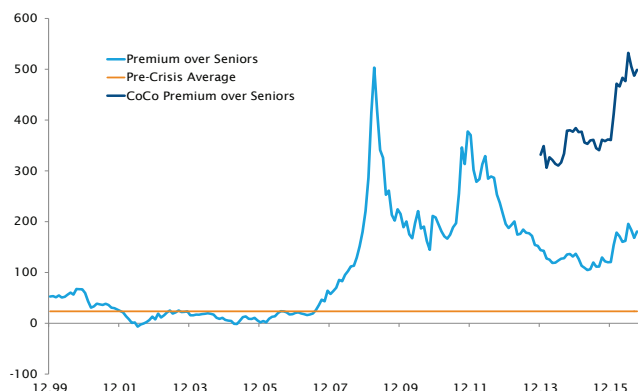
Quelle: Bloomberg, BofA ML, Daten per 30.09.2016.

Zweitens sind diese Spreads im Vergleich zu vorrangigen Anleihen mit einem höheren Grad der Streuung verbunden. Das lässt Kreditspezialisten mehr Spielraum, um Chancen durch Fehlbewertungen ausfindig zu machen und Performance zu generieren.

Außerdem sind die Ratings der Emittenten gegenüber High-Yield-Instrumenten in die Kategorie Investment Grade eingeordnet: Nachrangige Anleihen teilen sich zu 66% auf Investment Grade und zu 34% auf High Yield auf. Bei den Emittenten handelt es sich normalerweise um Finanzinstitutionen und Unternehmen mit großer Marktkapitalisierung, von denen 95% zum Bereich Investment Grade gehören.

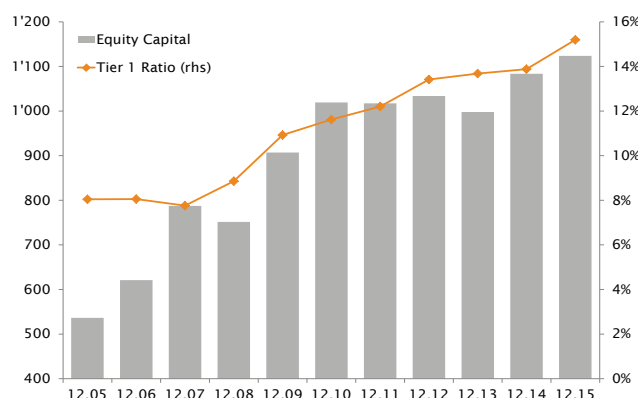
Historisch betrachtet sind die Bewertungen schließlich nach wie vor sehr attraktiv, selbst nach der beträchtlichen Spreadverengung nach den Krisenspitzenwerten in den Jahren 2009 und 2011. Speziell im Finanzsektor lag beispielsweise die zusätzliche Prämie, die für nachrangige Anleihen gegenüber vorrangigen Anleihen gezahlt wurde, vor 2008 im Schnitt bei weniger als 50 Bp.: Das Ausfallrisiko wurde ungeachtet der dünneren Eigenkapitalpuffer bei großen Institutionen praktisch als null angesehen. Auf dem Höhepunkt der Krise im März 2009 lag die Prämie in der Spitze bei 600 Bp. und löste regulatorische Veränderungen sowie die massive Rekapitalisierung des Finanzsystems aus (die immer noch im Gange ist). Heute bieten nachrangige Anleihen immer noch Prämien gegenüber vorrangigen Anleihen zwischen 150 und 250 Bp. (ausgenommen High Yield und CoCos) - bei weniger Risiko als früher, wenn man Kapitalisierungs- und Verschuldungskennzahlen betrachtet.

Spread von nachrangigen IG-Anleihen gegenüber vorrangigen Anleihen 3x Vor-Krisen-Durchschnitt (150 ggü. 50)



Quelle: BofA ML-Indizes, Daten per 30.09.2016.

2015 Eigenkapitalverdopplung seit 2005 Tier-1-Kennzahl von 8% auf 15% erhöht



Quelle: Bloomberg, Daten per 31.12.2015.

FUNDAMENTALE RISIKEN DURCH KURZFRISTIGE MARKTVOLATILITÄT ÜBERZOGEN DARGESTELLT

Auch wenn nach unserer Ansicht die aktuellen Spreads die spezifischen Risiken bei dieser Anlagenklasse in überzogener Weise einpreisen, lassen sich kurzfristig höhere Prämien durch das mit einem potenziellen Risk-off-Umfeld verbundene Marktrisiko rechtfertigen. Einige wesentliche Risiken stehen weiterhin eher mit einer potenziellen allgemeinen Korrektur bei Risikoanlagen, die durch schlechte Aussichten für die Weltwirtschaft

ausgelöst werden, als mit schlechter werdenden Fundamentaldaten von Emittenten in Zusammenhang. Dies gilt insbesondere im Finanzsektor, in dem wir die Angst vor Bail-ins und Couponstreichungen (für AT1-Instrumente) für überzogen halten.

Erstens wird ein Bail-in erst dann aktiviert, wenn alle anderen Instrumente (Kapitalerhöhungen, neue Business-Pläne, Kündigung von Vermögenswerten) ausgeschöpft sind, weil stets eine Sanierung versucht werden sollte, bevor eine Abwicklung stattfindet. Zweitens sind Finanzinstitutionen durch kumulierte Eigenkapitalpuffer besser für Turbulenzen gewappnet. Und schließlich dürfte die Aufstellung von klareren, wenn auch immer noch unvollständigen Regeln für den Umgang mit einer Krise am Ende zusätzliche Prämien reduzieren, die normalerweise im Falle eines ungeordneten Ausfalls verlangt werden. In ähnlicher Weise scheinen sich Ängste vor Couponstreichungen bei CoCos allzu stark auf die Bewertungen ausgewirkt zu haben. Ungeachtet fehlender spezifischer Auslöser für dieses Ereignis stellen wir fest, dass die meisten AT1-Emittenten sich sowohl durch ein über allen Anforderungen liegendes Eigenkapital als auch durch erhebliche ausschüttbare Summen im Vergleich zu Couponzahlungen auszeichnen.

MITTELFRISTIG VORAUSSICHTLICH POSITIVE PERFORMANCE

Für die Anlageklasse bestehen nach unserer Auffassung nach wie vor glänzende Aussichten, da die wichtigsten Triebkräfte hinter diesem Markt wie Regulierung und wirtschaftliche Chancen mittelfristig für das Wachstum ebenso wie für die Liquidität einen unterstützenden Faktor darstellen. Aufgrund des Drucks vonseiten der Aufsichtsbehörden werden sich der Rekapitalisierungsprozess sowie der Abbau von Risiken in der Bilanz weiter fortsetzen – beides trägt zu einer fortlaufenden Verbesserung des eingebetteten Kreditrisikoprofils bei.

Auf der anderen Seite wird die Volatilität infolge von Ängsten am Markt durch die Unsicherheiten bei der Regulierung und neuen Instrumenten wie CoCos kurzfristig nicht abnehmen. Dadurch bleiben attraktive Spreads bestehen.