Credit Insight: 3. Februar 2020 / KEF

Nachrangige Unternehmensanleihen – Kenne Deinen Schuldner!

Unternehmensnachränge als interessante Alternative zu traditionellen unbesicherten Instrumenten

Im heutigen Umfeld mit anhaltenden Niedrigzinsen und ohne absehbare Kehrtwende der Notenbanken sind nachrangige Unternehmensanleihen eine interessante Alternative zu traditionellen unbesicherten Schuldpapieren. Gerade im EU-Raum werfen letztere noch eine magere Rendite von unter 50 Basispunkten ab, während ein Grossteil der nachrangigen Unternehmensanleihen immerhin noch zwischen 1-3% rentieren. Zwar ist die Differenz der Risikoprämien dieser Instrumente wieder auf Tiefststände gesunken und liegt deutlich unter den historischen Durchschnittswerten, doch ergeben sich gerade bei soliden Emittenten immer noch attraktive Relative Value Opportunitäten innerhalb der Kapitalstruktur. Wichtig bleibt, eine selektive Schuldner- bzw. Instrumentenauswahl, denn die sehr tiefen Risikoprämien bieten keinen Raum für Fehler.

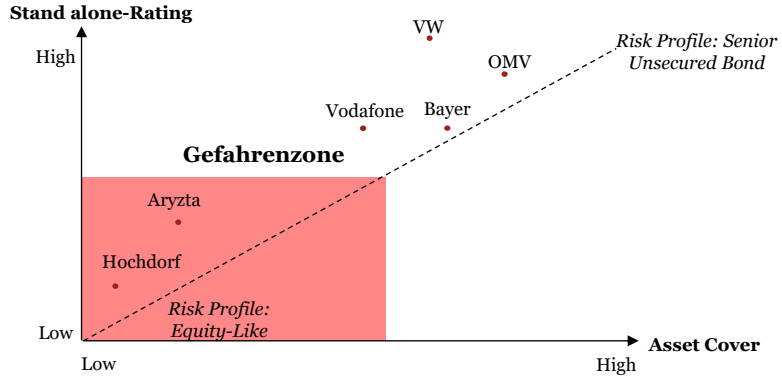
Oberstes Gebot – Kenne deinen Schuldner!

Die Grundlage für die Risikobeurteilung von Nachranganleihen bildet, wie bei Anleihen generell, das Emittentenrisiko. Entsprechend muss zuerst anhand einer klassischen Fundamentalanalyse die Ausfallwahrscheinlichkeit des Emittenten auf stand-alone Basis ermittelt werden. Dies ist deshalb relevant, weil gerade bei staatsnahen Schuldnern, wie zum Beispiel Stromversorgern, im Ernstfall davon ausgegangen werden muss, dass nachrangige Instrumente im Gegensatz zu klassischen «senior unsecured» Papieren nicht von einer potenziellen Finanzhilfe der öffentlichen Hand profitieren.

I-CV Methodik – Frühzeitige Erkennung von Gefahren dank risikogerechter Zuweisung von Hybridratings

Mit diesem konservativen Ansatz unterscheiden wir uns beispielsweise bereits von der Ratingagentur Moody's, welche als Ausgangslage zur Bonitätsbeurteilung von Unternehmensnachrängen die höheren unbesicherten Kreditratings inklusive implizierten Support-Mechanismen beizieht. Neben dem stand-alone Rating steht bei uns der individuelle Asset Cover (Unternehmenswert im Verhältnis zu Schulden) im Zentrum. Dabei gilt je höher der Asset Cover, desto geringer der Ratingunterschied des Unternehmensnachrangs zur stand-alone Beurteilung und je tiefer die stand-alone Bonität desto höher die Differenz zum Nachrang. Somit profitieren gerade substanzstarke Unternehmen von einem teils deutlich tieferen Abschlag. Während bei schwächeren Emittenten das höhere inhärente Risiko und die Eigenkapitalcharakteristiken stärker reflektiert werden. Alles in allem erlaubt der I-CV Ansatz, im Gegensatz zu den standardmässigen zwei Ratingabstufungen der Agenturen, nicht nur eine Risikodifferenzierung zwischen den Emittenten, sondern auch eine bessere Risikoerkennung. Beispielhaft dafür haben wir bereits frühzeitig auf das hohe Risikopotential der Nachranganleihe des mittlerweile ausfallgefährdeten schweizerischen Milchverarbeiters Hochdorf hingewiesen (I-CV Nachrangrating bei Emission 2017 CCC, sprich vier Stufen Unterschied zum stand-alone Rating von damals. Allzeit Preistief 2019 CHF 38).

Darstellung 1: Schematisches Risikoprofil von Unternehmensnachrängen



Quelle: I-CV

Verlängerungsrisiko prüfen

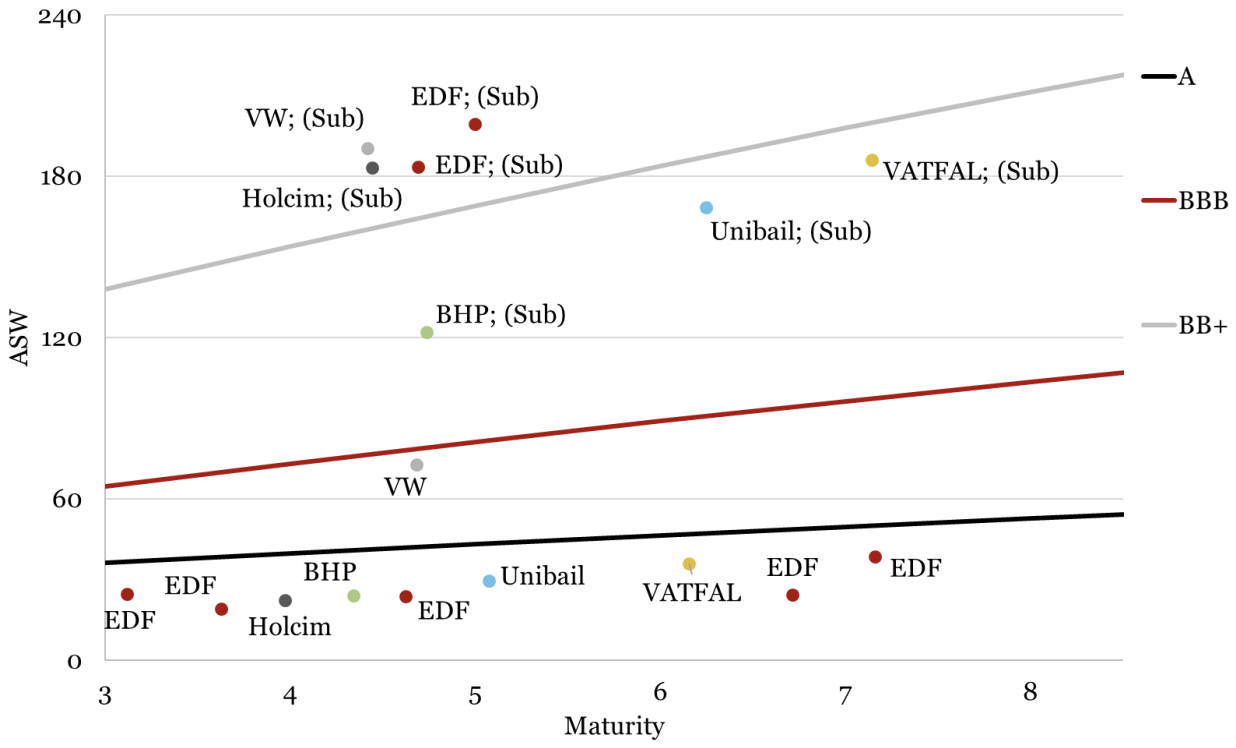
Neben der Bonitätsbeurteilung des Emittenten gilt es instrumentenspezifische Aspekte wie Verlängerungs-, Zinsaufschiebungs- oder Anleihensklauselrisiken zu beachten. Hinzu kommt auch die Reputation des Schuldners (Leistungsausweis am Kapitalmarkt, Kapitalstrategie, etc.). Zentral ist vor allem das potentielle Verlängerungsrisiko, sprich wie hoch ist die Gefahr, dass das Instrument nicht am erstmöglichen Rückzahlungstermin (1st Call Date) zurückbezahlt wird. Dabei muss insbesondere folgende Frage beantwortet werden: Was ist der Anreiz beim ersten Call Date zu refinanzieren? 1) Der ökonomische Anreiz ist höher, wenn die definierte Risikoprämie der Nachranganleihe nach dem ersten Call Date (Reset Spread) höher ist als die zurzeit vom Markt verlangte Risikoprämie. 2) Gibt es Ratingüberlegungen? Zum Beispiel verliert die Nachranganleihe in der Regel die Eigenkapitalanrechnung bei S&P, wenn der Emittent Investment Grade Schuldner ist und das Instrument nicht beim ersten Call Date zurückbezahlt. Grundsätzlich gilt aber, dass die Rückzahlung von Unternehmensanleihen am ersten Call Date von den Investoren erwartet wird. Dies im Gegensatz zu den Banken, wo regulatorische Überlegungen gegenüber der Ratingabwägung eine übergeordnete Rolle spielen und eine Rückzahlung nicht unbedingt beim erstmöglichen Zahlungstermin erfolgt (z.B. Santander, Deutsche Bank).

Bis anhin gibt es nur wenige Fälle in Corporate-Europa, wo Nachrangrefinanzierungen nicht am ersten Call Date erfolgt sind (z.B. Aryzta, Alpiq, versehentlich Enel).

I-CV Empfehlung: Präferenz für solide Investment Grade Schuldner in defensiven Sektoren

Obwohl die Risikoprämien von Unternehmensnachrängen mittlerweile nahe historischen Tiefständen liegen, sehen die Instrumente im Vergleich zu «senior unsecured» Anleihen immer noch interessant aus. Gerade bei Emittenten mit einer überzeugenden Kreditstory ergeben sich somit immer noch attraktive Relative Value Opportunitäten innerhalb der Kapitalstruktur. Zudem könnte das Corporate Sector Purchase Programme (CSPP) der EZB die Einengung der Risikoprämien weiter antreiben. Wichtig ist, dass die heutigen Bewertungen wenig Schutz gegen Marktverwerfungen bzw. unternehmensspezifische Risiken bieten, weshalb eine selektive «bottom-up» Auswahl unabdingbar ist. **Grundsätzlich bevorzugen wir Unternehmensnachränge von soliden Investment Grade Schuldner in defensiven Sektoren (Telekom, Versoger) mit hohen Reset Spreads und 1st Call Dates im Zeitraum von 2023-25** (siehe auch Darstellung 2)**.** Vorsichtig wären wir bei Emitttenten aus zyklischen Industrien oder geringer stand-alone Kreditqualität mit tiefen Reset Spreads. Gerade das heutige Marktumfeld ist gefährlich, denn das tiefe Zinsniveau resp. Reset Spreads bergen die Gefahr, dass schwächere Emittenten bei steigenden Zinsen oder erodierender Kreditqualität die Rückzahlung hinausschieben. **Aus heutiger Sicht potenziell gefährdet sehen wir zum Beispiel den deutschen Online-Händler und Finanzdienstleister Otto oder den Halbleiterhersteller Infineon.**

Darstellung 2: Ausgewählte Investitionsmöglichkeiten in Unternehmensnachränge in EUR



Quelle: I-CV Relative Value Tool (Daten Januar 2020)

Disclaimer
Dieses Dokument dient nur zu Informationszwecken und ist keine Aufforderung zur Tätigung von Transaktionen oder zum Abschluss irgendeines Rechtsgeschäftes. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen stammen oder beruhen auf Quellen, die Independent Credit View AG (nachfolgend I-CV) als verlässlich erachtet. I-CV übernimmt jedoch keine Gewährleistung für die Richtigkeit, Aktualität oder Vollständigkeit der Informationen. I-CV behält sich zudem vor, im Dokument geäusserte Meinungen ohne Vorankündigung und ohne Angabe von Gründen zu ändern. I-CV lehnt jegliche Haftung für Verluste aus der Verwendung dieses Dokuments und den möglichen rechtlichen, regulatorischen, steuerlichen und buchhalterischen Konsequenzen ab. Insbesondere haftet I-CV nicht für den Erfolg der von ihr abgegebenen Empfehlungen. Ratings beziehen sich einzig auf Kreditrisiken. Insbesondere berücksichtigen Ratings das Zinsänderungsrisiko und andere Marktrisiken nicht. Das vollständige oder teilweise Reproduzieren oder Veröffentlichen dieses Dokuments ist nicht gestattet.