

Nachranganleihen – ein attraktiver Baustein im Portfolio

Auf der Suche nach mehr Rendite ist der Verzicht auf das vorrangige Gläubigerrecht eine Alternative, die in der Fixed-Income-Welt deutlich an Bedeutung gewonnen hat. Nachranganleihen sind insbesondere für europäische Anleger eine attraktive Option, die mehr Rendite ohne ein zusätzliches Fremdwährungsrisiko möchten.

Nachranganleihen oder sogenannte „Hybride“ stehen hinsichtlich ihrer Seniorität in der Kapitalstruktur eines Unternehmens zwischen Eigenkapital, also Aktien, und unbesicherten Senioranleihen. Ein wesentliches Charakteristikum ist die formal lange oder – wie bei Aktien – unendliche Laufzeit. In den Anleihebedingungen sind jedoch regelmäßige Call-Termine festgelegt, zu denen der Emittent die Anleihe zurückkaufen kann. Am Markt ist es üblich, dass dieses Rückzahlungsrecht des Emittenten zum ersten Call-Termin auch genutzt wird, sodass die tatsächliche Laufzeit der Anleihe normalerweise fünf bis sechs Jahre beträgt.

Funktionsweise von Nachranganleihen

Aufgrund ihrer strukturellen Eigenschaften haben Nachranganleihen im Regelfall ein Rating, das zwei Stufen niedriger ist als das Emittenten-Rating desselben Unternehmens. Analysten von Ratingagenturen und Banken rechnen Nachranganleihen normalerweise zu 50 Prozent dem Fremdkapital und zu 50 Prozent dem Eigenkapital zu. Ein tatsächliches Konvertieren in Eigenkapital – wie bei einer Wandelanleihe – ist grundsätzlich nicht möglich.¹

Für die Wahrnehmung der Marktteilnehmer ist die Einstufung der Wertpapiere durch die Ratingagenturen besonders wichtig. Entgegen der häufigen Vermutung, dass Nachranganleihen überwiegend im High-Yield-Bereich zu finden sind, besteht das Anlageuniversum tatsächlich zu über 75 Prozent aus Investmentgrade-Anleihen. Ein wichtiger Grund hierfür ist, dass es gerade die global agierenden Großunternehmen mit starker Bonität vergleichsweise einfach haben, genügend Investoren für ihre Nachranganleihen zu finden.

Ein Instrument für renditeorientierte Anleger

In der strategischen Asset-Allokation eines Anlegers sind Nachranganleihen primär ein – liquider – Renditetreiber. Zudem können Anleger mit dieser eigenen Asset-Klasse ihr Portfolio noch weiter

diversifizieren, da Nachranganleihen sich langfristig sowohl mit anderen Rentenpapieren als auch mit Aktien als niedrig korreliert erwiesen haben.

Die höhere Rendite geht natürlich einher mit einer höheren Schwankungsbreite der Kurse. Ein Zeitreihenvergleich zeigt allerdings, dass die Volatilität von Nachranganleihen in ruhigen Finanzmarktphasen oft auf das sehr niedrige Niveau der Senioranleihen sank; in turbulenten Phasen sprang sie zwar an, blieb dabei aber deutlich unter der Volatilität von Aktien. Zudem konnten Nachranganleihen in der Vergangenheit aufgetretene Kursrückgänge auch im Vergleich zu anderen Finanzanlagen schnell wieder aufholen; nach einer Drawdown-Phase dauerte es im Durchschnitt nur etwas mehr als vier Monate, bevor der Verlust wieder ausgeglichen war.

Seit 2004 entwickelten sich Nachranganleihen mit einem Wertzuwachs von durchschnittlich 5,3 Prozent per annum sehr solide. Sicher lieferte auch der Rückgang des allgemeinen Zinsniveaus einen großen Performancebeitrag, doch auch der Risikoaufschlag gegenüber Staatsanleihen, also der Credit-Spread, ist eine wichtige Ertragskomponente. Im Mittel liegt dieser etwa beim 2,5-Fachen des Credit-Spreads von Senioranleihen.

Weiteres Wachstum erwartet

Die Markttiefe für Nachranganleihen ist im Vergleich zu Senioranleihen noch gering, jedoch hat sich diese in den vergangenen Jahren deutlich entwickelt: Das ausstehende Nominalvolumen an Nachranganleihen aus dem Finanzsektor (Tier 2) und dem Nicht-Finanzsektor beträgt insgesamt etwa 300 Milliarden Euro. Für viele professionelle Anleger ist das Marktsegment damit zu groß geworden, um es zu ignorieren.

Traditionell hat der Finanzsektor aufgrund der Anforderungen an die regulatorischen Kapitalquoten ein großes Gewicht in diesem Markt. Allerdings ist der Anteil der Industrieunternehmen signifikant auf rund ein Drittel des Marktes gestiegen. Gleichzeitig ist die Emittentenbasis breiter und in Bezug auf Branchen differenzierter geworden, während vor einigen Jahren bei den Industrieunternehmen noch die Branchen Versorger und Energie dominierten. Die Emittentenstruktur des Marktes ermöglicht daher inzwischen den

1) Alle Angaben für die Nachranganleihen von Finanzinstituten beziehen sich auf Tier-2-Anleihen. Additional Tier-1 (AT1, auch „CoCo-Bonds“), die eine eigene Asset-Klasse darstellen, betrachten wir hier nicht.



Christian Eickholz
Portfoliomanager Fixed Income
 Metzler Asset Management GmbH



Tobias Mansky
Institutional Sales Manager
 Metzler Asset Management GmbH

Aufbau eines Portfolios, das allein aus Hybridanleihen von Industrieunternehmen besteht. Dies kann unter Umständen für Anleger interessant sein, die im Rahmen des Direktbestandes bereits in größerem Umfang in Finanzwerten investiert sind.

Sowohl Emittenten als auch Anleger signalisieren derzeit aufgrund der kräftigen Nachfrage beziehungsweise dem Niedrigzinsumfeld ein großes Interesse an Nachranganleihen, sodass sich dieses

Marktsegment in den kommenden Jahren auch weiterhin dynamisch entwickeln dürfte.

Im Metzler Asset Management setzen wir Nachranganleihen insbesondere bei Spezialfonds aber auch bei ausgewählten Publikumsfonds ein. Letztere bieten sich gegebenenfalls an für Anleger, die Nachranganleihen einem breiten Portfolio von Unternehmensanleihen beimischen wollen.

Nachranganleihen als Renditetreiber in Versicherungsportfolios

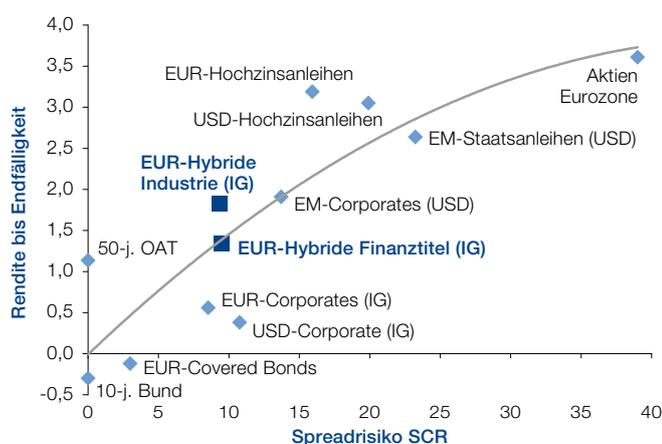
Eine Branche, die besonders unter den anhaltend niedrigen Zinsen leidet, sind Versicherungsunternehmen. Der Garantiezins, der beim Abschluss jeder neuen Kapitallebensversicherung der aktuellen Kapitalmarktentwicklung angepasst wird, liegt seit Januar 2017 bei nur noch 0,9 Prozent. Laut einer Analyse von Assekurata² wurde aber knapp die Hälfte aller laufenden Versicherungsverträge im deutschen Markt zu einem Garantiezins von mindestens drei Prozent abgeschlossen; der durchschnittliche Garantiezins beträgt deshalb 2,75 Prozent. Versicherer investieren vor allem in festverzinsliche

Wertpapiere. Aufgrund der jahrelangen Nullzinspolitik der Zentralbanken liegt die laufende Rendite in vielen Anleihe-segmenten inzwischen deutlich unter dem zu erwirtschaftenden Rechnungszins. Vor diesem Hintergrund geraten Nachranganleihen zunehmend in den Fokus von Versicherungen, da sie innerhalb eines breit diversifizierten Portfolios als Renditetreiber fungieren können. Nachträge mit einer Bonität im Investment-Grade-Bereich bieten dem Anleger Renditen von derzeit rund zwei Prozent – etwa das Dreifache eines breiten Euro-Corporate-Index. Abgesehen von dem reinen Rendite-

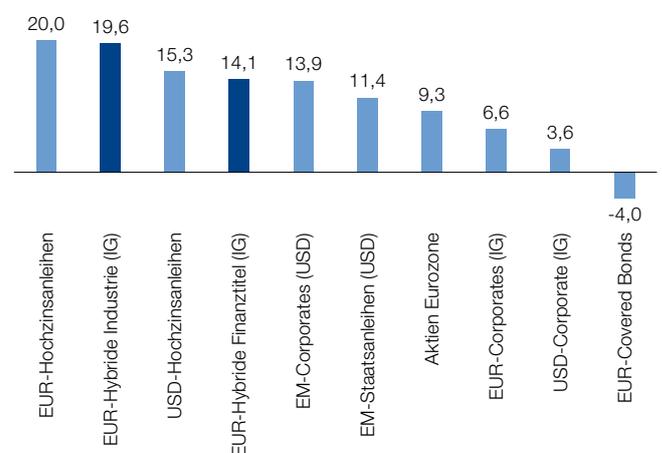
niveau sind für Versicherungen aber auch die Kosten der regulatorischen Eigenkapitalhinterlegung einer Anlage wichtig. Die im Durchschnitt gute Bonität der Hybridanleihen in Kombination mit einer modifizierten Duration von unter fünf Jahren bedingt (nach der Standardformel) eine SCR-Anforderung für das Spread-Risiko, die nur leicht über dem Wert für entsprechende Senioranleihen liegt. Nachträge bieten somit eine äußerst effiziente Nutzung des Risikokapitals und sind auch aus diesem Aspekt für Versicherungen ein attraktiver Baustein innerhalb der Asset-Allokation.

Effiziente Nutzung des Risikokapitals

Rendite versus SCR für das Spreadrisiko (%)



Rendite je Einheit Spread-SCR (%)



Solvency Capital Requirement (SCR) für das Spread-Risiko berechnet nach der Standardformel auf Basis der Einzeltitel der Indizes / des Portfolios.

Stand: 30.6.2019

Quellen: ICE BofAML, Barclays, Bloomberg, Metzler

² Marktstudie zu Überschussbeteiligungen und Garantien 2019, 7. Februar 2019

Rechtlicher Hinweis: Stand: Juni 2019. Diese Information richtet sich nicht an Privatanleger. Die Metzler Asset Management GmbH übernimmt keine Garantie für die Richtigkeit oder Vollständigkeit der Informationen. Vergangenheitswerte sind keine Garantie, Zusicherung oder ein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen.