

3. Mai 2019

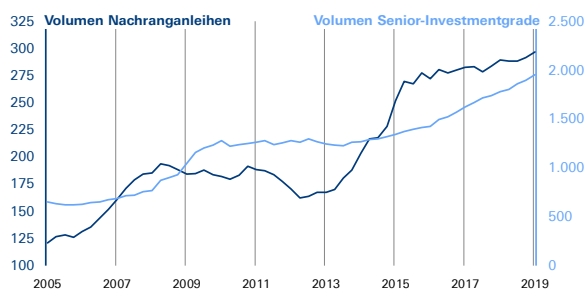
Metzler: Nachranganleihen fristen kein Schattendasein mehr

Nachrang- oder Hybridanleihen haben bisher eher ein Schattendasein an den Finanzmärkten geführt. Noch im Jahr 2005 betrug das ausstehende Volumen an Anleihen nur etwa 125 Mrd. EUR im Gegensatz zu etwa 650 Mrd. EUR an Senior-Investmentgrade-Anleihen. Im März 2019 lag das ausstehende Volumen an Nachranganleihen schon bei etwa 300 Mrd. EUR. Die Attraktivität von Nachranganleihen ergibt sich aus den Chancen auf hohe laufende Erträge sowie aus einem in der Regel soliden Rating der Emittenten.

So boten Nachranganleihen von Finanzinstituten¹ mit einem Investmentgrade-Rating Ende April eine Rendite von etwa 1,6 % und von Nichtfinanzinstituten² von etwa 2,2 %. Aufgrund der steilen Renditestrukturkurve bestehen gute Chancen, mit dem „Roll-down“ einen zusätzlichen Ertrag von etwa 0,5 % bis 1,0 % pro Jahr zu erzielen. Im Rahmen eines „Roll-down“ halten Investoren die täglich abschmelzende durchschnittliche Restlaufzeit im Portfolio dadurch stabil, dass sie stetig Anleihen mit einer kürzeren Restlaufzeit, mit einer niedrigeren Rendite und einem höheren Preis in Anleihen mit einer längeren Restlaufzeit, höheren Renditen und einem niedrigeren Preis tauschen.

Der Markt für Nachranganleihen ist zu groß geworden, um ihn zu ignorieren

Ausstehendes Volumen in Mrd. EUR



Quellen: ICE BofAML, Metzler, enthält Tier 2, Subordinated und Junior Subordinated, ohne Additional Tier 1, Tier 1 und Upper Tier 2; Stand: 31.3.2019

Die hohe Risikoprämie von Nachranganleihen hängt damit zusammen, dass sie in der Kapitalstruktur von Unternehmen zwischen dem Eigenkapital (Aktie) und den unbesicherten Senioranleihen stehen und von den Ratingagenturen und Analysten im Regelfall zu 50 % dem

Fremdkapital und zu 50 % dem Eigenkapital zugerechnet werden. Obwohl Finanzinstitute oft eine kompliziertere Kapitalstruktur haben, sind die Eigenschaften ihrer Nachranganleihen (Tier 2) im Wesentlichen vergleichbar mit denen der Nichtfinanzinstitute – vor allem seit Einführung der Bail-in-Regeln. In der Regel bewerten Ratingagenturen die Nachranganleihen zwei Stufen niedriger als das Emittenten-Rating, das heißt, ein Emittent muss mindestens ein Rating von BBB+ haben, damit seine Nachranganleihen noch auf Investmentgrade-Niveau liegen.

Eine Besonderheit von Nachranganleihen ist, dass sie zwar sehr lange Laufzeiten haben, der Emittent sie aber an sogenannten Call-Terminen schon früher zurückzahlen kann. Der Emittent hat jedoch in Krisenzeiten auch die Option, auf einen „Call“ der Anleihe verzichten, um damit auf mehr Finanzmittel zugreifen zu können. Der Kupon ist dabei bis zum ersten Call-Termin fix und wird im Falle eines „Nicht-Calls“ je nach Anleihebedingungen neu festgesetzt.

Neben dem größeren Verlustrisiko bei einem Kreditausfall gegenüber einer Senior-Anleihe besteht somit auch das Risiko, dass sich die erwartete Laufzeit einer Nachranganleihe ungewollt verlängert. Darüber hinaus kann ein Emittent aus dem Nichtfinanz- und Versicherungssektor unter bestimmten Bedingungen die Kuponzahlung aussetzen und auf einen späteren Zeitpunkt verschieben, ohne damit einen Konkurs auszulösen. Für Tier-2-Banknachranganleihen gilt dies jedoch nicht. Erfahrungsgemäß haben Unternehmen jedoch einen starken Anreiz, den ersten Call-Termin wahrzunehmen und den Kupon pünktlich zu zahlen, da ansonsten ein Reputationsschaden drohen könnte. Darüber hinaus ist es nicht möglich, eine Nachranganleihe in Eigenkapital zu konvertieren, wie das bei einer Wandelanleihe der Fall ist.

Ein Blick auf die historischen Risikoeigenschaften von Nachranganleihen im Vergleich zu Aktien und Senior-Anleihen zeigt: Die Volatilität von Nachranganleihen fiel in ruhigen Finanzmarktphasen oft auf das sehr niedrige Niveau der Senior-Anleihen; in turbulenten Phasen je-

¹ ICE BofAML Euro Subordinated Financial Index

² ICE BofAML Euro Non-Financial Subordinated Index

doch stieg sie sprunghaft, blieb zumeist dennoch deutlich unter der Volatilität von Aktien. In der größten Wirtschaftskrise seit dem Zweiten Weltkrieg 2008/09 erhöhte sich die Volatilität von Nachranganleihen auf über 20 %, während die Volatilität von Aktien sogar bei über 30 % lag. Nachranganleihen verzeichneten dabei von März 2007 bis September 2009 einen Verlust von knapp 30 %. In einer „normalen“ Rezession wie 2011/12 stieg die Volatilität von Nachranganleihen auf etwas über 10 %, und der Verlust summierte sich von Mai 2011 bis November 2011 auf etwa 9,7 %. Diese Wertentwicklungsdaten zeigen deutlich den hybriden Charakter der Nachranganleihen.

Nachranganleihen: Schnelle Korrektur der Verluste ermöglicht solide Wertentwicklung

Total-Return-Index (1/1999–4/2019) – Maximum Drawdown (DD) in %, Dauer DD und Erholung in Monaten*

Zeitraum	Maximum DD	Dauer DD	Dauer Erholung	
30.4.1999 bis 4.12.2000	-6,6	5,8	13,1	
26.2.2003 bis 9.5.2003	-2,6	0,8	1,6	
23.9.2005 bis 9.1.2006	-2,6	1,8	1,6	
10.1.2006 bis 1.11.2006	-6,2	5,4	4,2	
14.3.2007 bis 17.9.2009	-29,2	23,9	6,0	
22.4.2010 bis 27.7.2010	-4,5	1,0	2,0	
23.5.2011 bis 7.2.12	-9,7	6,2	2,3	
10.5.2013 bis 15.10.2013	-4,0	1,5	3,6	
10.3.2015 bis 12.7.2016	-8,1	11,0	4,9	
24.1.2018 bis 1.4.2019	-5,2	10,4	3,6	
				Maximal-dauer Erholung
Durchschnitt**				Anzahl DD
Nachranganleihen	-7,9	6,8	4,3	10
Corporate Senior	-3,2	3,8	5,0	6
Corporate	-4,0	4,7	6,5	8
Government	-4,8	5,5	5,7	10
MSCI EMU	-29,3	15,5	26,1	6
Euro High Yield	-11,8	7,8	4,7	12

* 1 Monat = 22 Tage; ** Kriterium für Anleihen: < -2,5 % und für Aktien: < -5,0 %
Quellen: Thomson Reuters Datastream, Metzler

Vergangenheitswerte sind keine Garantie für zukünftige Wertentwicklung.

Interessant ist, dass Nachranganleihen ihre Verluste in der Vergangenheit recht schnell wieder aufholten. Schon im September 2009 glich der Total-Return-Index den schweren Verlust von knapp 30 % bis März 2009 nach nur sechs Monaten wieder aus. Sicherlich lieferte damals der Rückgang des allgemeinen Zinsniveaus einen großen Performancebeitrag, aber auch in der aktuellen Niedrigzinsphase lassen sich Kursrückgänge anscheinend schnell wieder aufholen.

So erreichte der Total-Return-Index Ende Januar 2018 einen Hochpunkt, erlitt dann bis Dezember 2018 einen Verlust von mehr als 5 % – und dieser Verlust war schon Anfang April 2019 wieder egalisiert. Ein Blick auf alle Verluste von mehr als 2,5 % seit 1999 bestätigt das Bild: Durchschnittlich verloren Nachranganleihen knapp 8 % in einer Drawdown-Phase, die durchschnittlich

etwa knapp sieben Monate dauerte. Nach durchschnittlich etwas mehr als vier Monaten war der Verlust jedoch wieder ausgeglichen. Nachranganleihen scheinen damit auch im Vergleich zu anderen Finanzanlagen einen Verlust schnell aufholen zu können.

Zahlreiche Emittenten, aber auch viele Anleger signalisieren derzeit ein großes Interesse an Nachranganleihen, sodass sich dieses Marktsegment in den kommenden Jahren stetig weiterentwickeln dürfte.

Anhang

Gründe für das Emittieren von Nachrangpapieren

Absicherung des Ratings

Hybridkapital wird von den Ratingagenturen und Analysten i. d. R. zur Hälfte als Eigenkapital angerechnet

Optimierung der Kapitalkosten

Zinszahlungen für Hybridkapital sind im Regelfall steuerlich absetzbar

Bilanzielle Gründe

Damit lässt sich eine komplexe und diversifizierte Kapitalstruktur aufbauen

Sicherung finanzieller Flexibilität

In Krisenzeiten kann das Unternehmen Kupon und Tilgung verschieben

Gesellschaftsrechtliche Gründe

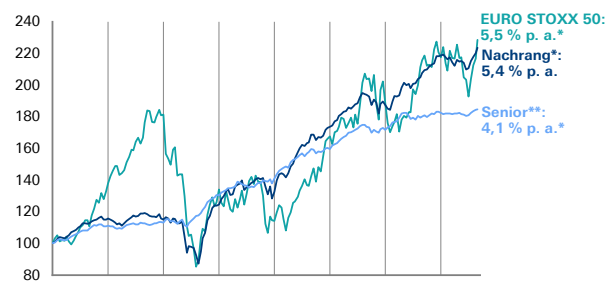
Je nach Rechtsform kann der Zugang zu mehr Eigenkapital erschwert sein

Erfüllung regulatorischer Kapitalquoten (nur bei Banken und Versicherern)

Dadurch wird zusätzliches „Bail-in“-Kapital abseits der Aktionäre bereitgestellt

Solide Wertentwicklung von Nachranganleihen

Total-Return-Index (31.12.2003 = 100)



* Der EUR-Nachrang-Index setzt sich zusammen aus 50 % Euro Subordinated Financials (EBSU) und 50 % Euro Subordinated Non-Financials (ENSU)

** ICE BofAML Euro Corporate Senior Index (ERSI)

Quellen: Thomson Reuters Datastream, Metzler; Stand: 30.4.2019

Vergangenheitswerte sind keine Garantie für zukünftige Wertentwicklung.

Christian Eickholz
Portfoliomanager Fixed Income
Metzler Asset Management

Edgar Walk
Chefvolkswirt
Metzler Asset Management

Metzler Asset Management

Metzler Asset Management GmbH
Untermainanlage 1
60329 Frankfurt am Main
Telefon (0 69) 21 04 - 11 11
Telefax (0 69) 21 04 - 11 79
asset_management@metzler.com
www.metzler.com/asset-management

Rechtliche Hinweise

Diese Unterlage der Metzler Asset Management GmbH (nachfolgend zusammen mit den verbundenen Unternehmen im Sinne von §§ 15 ff. AktG „Metzler“ genannt) enthält Informationen, die aus öffentlichen Quellen stammen, die wir für verlässlich halten. Metzler übernimmt jedoch keine Garantie für die Richtigkeit oder Vollständigkeit dieser Informationen. Metzler behält sich unangekündigte Änderungen der in dieser Unterlage zum Ausdruck gebrachten Meinungen, Vorhersagen, Schätzungen und Prognosen vor und unterliegt keiner Verpflichtung, diese Unterlage zu aktualisieren oder den Empfänger in anderer Weise zu informieren, falls sich eine dieser Aussagen verändert hat oder unrichtig, unvollständig oder irreführend wird.

Ohne vorherige schriftliche Zustimmung von Metzler darf/dürfen diese Unterlage, davon gefertigte Kopien oder Teile davon nicht verändert, kopiert, vervielfältigt oder verteilt werden. Mit der Entgegennahme dieser Unterlage erklärt sich der Empfänger mit den vorangegangenen Bestimmungen einverstanden.