



# AUSBLICK

RICHARD WOOLNOUGH

DAS WACHSENDE POTENZIAL AN DEN MÄRKTEN FÜR UNTERNEHMENSANLEIHEN

Der gängigen Auffassung nach sind Aktienmärkte vielfältiger und weisen eine bessere Wertentwicklung auf als Rentenmärkte, insbesondere aus Sicht aktiver Anleger. Die Entwicklung des überaus dynamischen Unternehmensanleihenmarktes widerspricht dieser Ansicht jedoch. Im Laufe der Zeit sind die Kreditmärkte zu einer zunehmend wichtigen Anlageklasse herangereift und bieten mittlerweile ein wesentlich breiteres Spektrum an Anlagemöglichkeiten als in der Vergangenheit.

Früher finanzierten Unternehmen ihre Aktivitäten hauptsächlich über Fremdkapital, Aktien oder aus einer Kombination aus beiden. Aktieninhaber tragen Verantwortung für die Unternehmenstätigkeiten, indem sie den Vorstand wählen. Die Dividenden, die Aktionäre im Gegenzug für eine Kapitalzuteilung erhalten, sind nicht garantiert und werden je nach Ermessen des Vorstands gezahlt. Im Gegensatz dazu wird Anleihegläubigern ein Kupon zugesichert, wodurch ihnen die Rendite ihrer Investition bekannt ist. Inhaber von Anleihen haben keine Kontrollrechte im Unternehmen, es sei denn, es kommt zum Versäumnis von Kuponzahlungen. In diesem Fall haben Anleihegläubiger das Recht zur Kündigung der gehaltenen Vermögenswerte oder können eine Insolvenz erzwingen.

Die Entscheidung darüber, ob der Verschuldungsgrad erhöht oder gesenkt wird, hängt von den Marktbedingungen sowie der Nachfrage der Anleger nach Schuldtiteln ab. Aufgrund sinkender Zinsen und Anleihenrenditen sowie der Tatsache, dass Anleger einen größeren Zugang zu den Kapitalmärkten erhielten, bevorzugte man in den letzten 20 Jahren allgemein eine Finanzierung über Fremdkapital.

Vor allem Unternehmen mit Investment-Grade-Status steigerten die Emission von Schuldtiteln, der Markt öffnete sich jedoch auch für Anleihen niedrigerer Bonität. Unternehmen mit einem BB- und B-Rating beschafften sich Kapital über umfangreiche Neuemissionen von Anleihen und Aktien.

Im Klartext bedeutet das, dass Anleger auf der Suche nach einer Kombination aus Erträgen und Kapitalrendite damit beginnen, dass sie sich für eine Investition zwischen den drei wichtigsten Anlageklassen entscheiden – Barmittel, Anleihen und Aktien. Üblicherweise werden Anleihen im Vergleich zu Barmitteln als risikoreicher erachtet und Aktien wiederum bergen der Wahrnehmung nach ein höheres Risiko als Anleihen. Mit zunehmendem Risiko bieten die Anlagen allerdings auch ein größeres Potenzial für überdurchschnittliche Anlageerträge.

In der nachfolgend aufgeführten Tabelle werden die allgemeinen Risikoeigenschaften dieser drei Anlageklassen beschrieben und es scheint so, als wären Anleihen die „goldene Mitte“ zwischen Barmitteln und Aktien. Wichtig zu erwähnen ist hierbei, dass die Risiko- und Ertrageigenschaften innerhalb der verschiedenen Rentenklassen aufgrund des vielfältigen Angebots an verfügbaren Anleihen stark variieren können. Aus diesem Grund ist die herkömmliche Betrachtungsweise von Rentenanlagen zu einfach. Der Unternehmensanleihenmarkt stellt innerhalb des Rentenuniversums nicht nur eine wichtige Anlageklasse dar, sondern er bietet Anlegern auch hervorragende Chancen, insofern Unternehmensanleihen in die persönliche Anlagesituation passen.



**Bond Vigilantes**



[bondvigilantes.com/deutsch](http://bondvigilantes.com/deutsch)



@bondv\_deutsch

## WAHRNEHMUNG TRADITIONELLER ANLAGEKLASSEN

Anlageklasse	Kreditqualität	Laufzeit
Barmittel	Hoch	Kurz
Anleihen	Hoch bis niedrig	Kurz bis lang
Aktien	Niedrig	Lang

Tatsächlich bietet der Anleihenmarkt in „der goldenen Mitte“ eine Diversifizierung anhand von zwei Aspekten: Laufzeit (allgemein bekannt unter dem Begriff Duration) und Kreditrisiko. Im Hinblick auf das Laufzeitrisiko können Anleihen mit den Eigenschaften von Barmitteln oder von kurzlaufenden Papieren erworben werden (beispielsweise Kuponzahlungen, die direkt an kurzfristige Zinssätze gebunden sind, wie variabel verzinsliche Papiere). Alternativ können festverzinsliche Wertpapiere eher aktienähnliche Eigenschaften aufweisen, wenn sie als langfristige Instrumente ausgegeben werden, die einen regelmäßigen Kupon zahlen und in ferner Zukunft (z. B. 15 Jahre oder länger) fällig werden.



BOND VIGILANTES

auf der nächsten Seite fortgesetzt

Der zweite Aspekt der Diversifizierung von festverzinslichen Anlagen ist das Kreditrisiko (das Risiko, dass ein Unternehmen seinen Zahlungsverpflichtungen nicht nachkommt). Die Vielfalt innerhalb der festverzinslichen Anlageklasse im Hinblick auf Laufzeit und Kreditrisiko bietet umfangreiche Anlagemöglichkeiten, die das Generieren attraktiver risikoadjustierter Erträge zulassen.

## ENTWICKLUNG DES BRITISCHEN MARKTES

Der britische Investment-Grade(IG)-Anleihenmarkt hat in den letzten zwanzig Jahren an Volumen und Tiefe gewonnen, wie anhand der Entwicklung des Bank of America Merrill Lynch Sterling Corporate Index in Abbildung 1 ersichtlich ist.

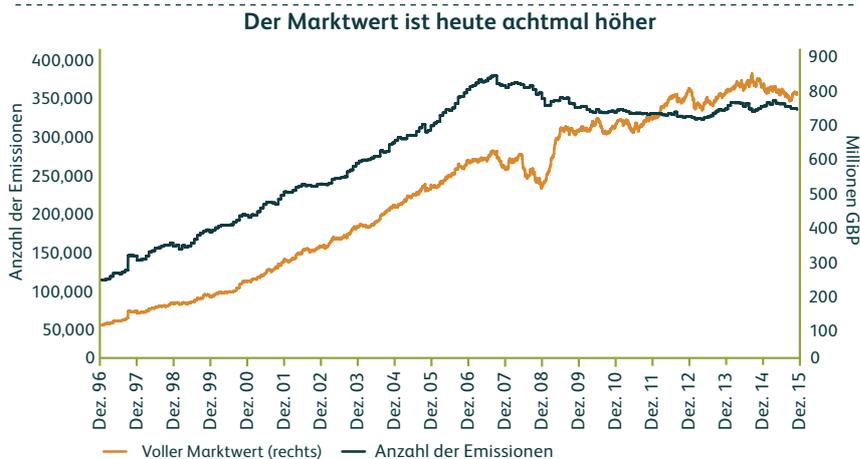
Erwähnenswerte Entwicklungen sind unter anderem:

- Im Hinblick auf den Nennwert der ausstehenden Schuldtitel ist der Markt heute **achtmal größer** als im Jahr 1997.
- Die Anzahl der Unternehmen, die sich über den britischen Anleihenmarkt selbst finanzieren, hat sich in dem genannten Zeitraum von 120 auf 274 Emittenten mehr als verdoppelt.
- Die Anzahl der im Umlauf befindlichen Emissionen hat sich erhöht. Die Emission von auf britische Pfund lautenden Papieren ist 2016 **dreimal so hoch** wie im Jahr 1997.

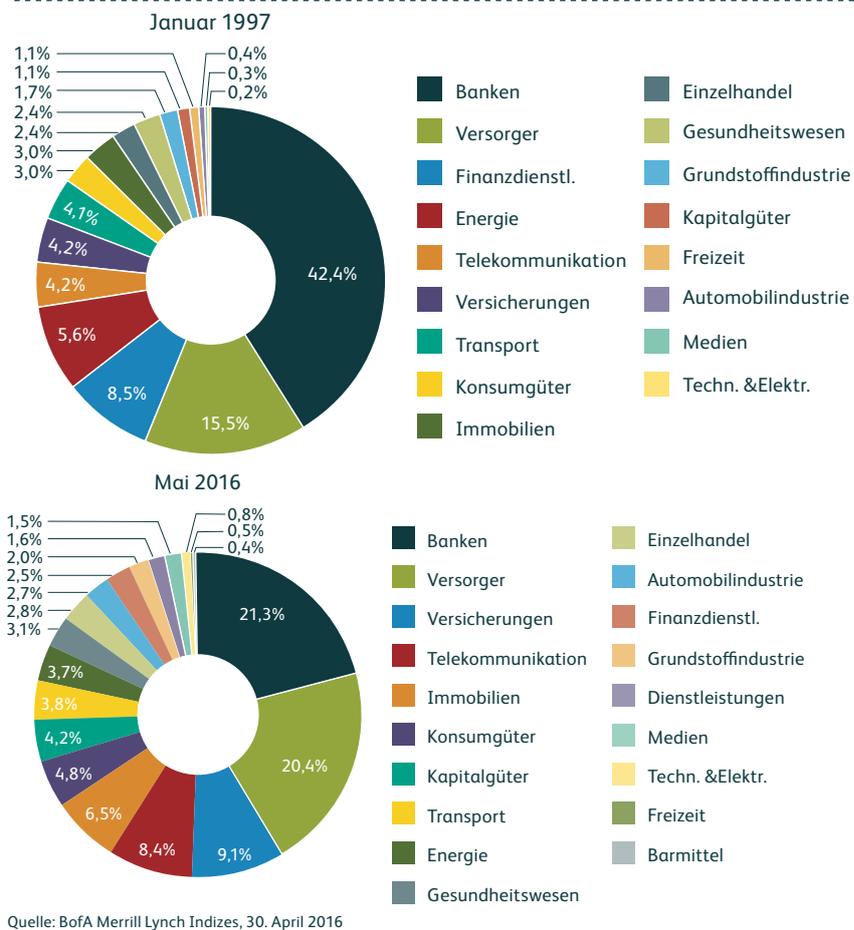
Das immense Wachstum des Marktvolumens bietet einen fruchtbaren Boden für aktive Anleger und die höhere Anzahl an verfügbaren Emissionen stellt einen großen Vorteil für alle dar, die auf der Suche nach Diversifizierungsmöglichkeiten sind.

Die zunehmende Anzahl der zur Auswahl stehenden Emissionen und Emittenten ist grundsätzlich positiv, idealerweise sollte sie jedoch parallel mit einer steigenden Anzahl der zugrunde liegenden Sektoren einhergehen. Wie in Abbildung 2 ersichtlich, hat sich das Anlageuniversum weiterentwickelt. Zuvor war es von wenigen, großen Sektoren dominiert, mittlerweile ist es ein wesentlich stärker diversifizierter Markt, der Anlegern eine

**Abbildung 1. Wachstum des britischen Marktes für Investment-Grade-Anleihen seit 1996**



**Abbildung 2. Aufteilung des IG-Anleihenuniversums in britischen Pfund nach Sektoren**

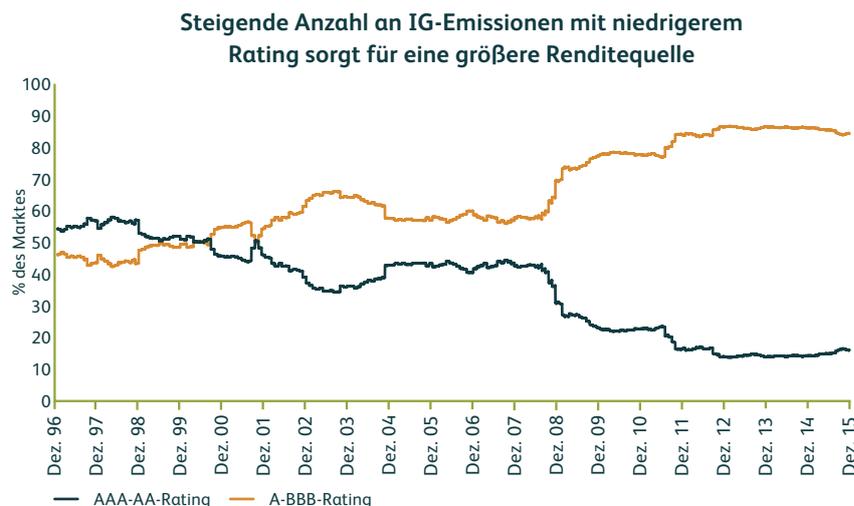


größere Auswahl bietet. Der Bereich Bankwesen und Finanzdienstleistungen ist ein hervorragendes Beispiel. Zuvor machten diese Sektoren 51% des IG-Unternehmensanleihenmarktes in Großbritannien aus, mittlerweile hat sich der Anteil auf 24% halbiert, was die wachsende Bedeutung alternativer

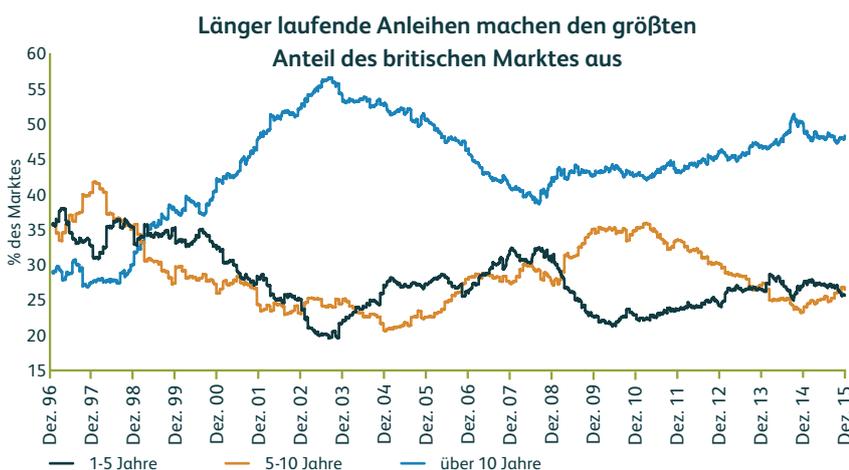
Sektoren hervorhebt. Diese Vielfalt der Sektoren ermöglicht wiederum eine breitere Risikoverteilung, oder, falls gewünscht, die Möglichkeit, Kapital in Sektoren zu investieren, die womöglich als derzeit unterbewertet erachtet werden und somit eine Kaufgelegenheit bieten.

Ein weiterer Aspekt, der zur Besonderheit der Anlageklasse beiträgt, ist die Bandbreite an Kreditratings innerhalb des Investment-Grade-Sektors. Abbildung 3 zeigt die Entwicklung des Marktes, ausgehend von einer Dominanz der hochwertigen, hoch bewerteten Anleiheemissionen in der oberen Hälfte des Investment-Grade-Spektrums (also Anleihen mit AAA- und AA-Rating) im Verhältnis zum niedriger bewerteten Ende der Investment-Grade-Emissionen (also Anleihen mit einem A- und BBB-Rating). Dies spielt eine wichtige Rolle für Anleger, da risikoreichere Emissionen mit niedrigerem Rating insgesamt eine höhere Rendite bieten. Da die Wahrscheinlichkeit eines Ausfalls höher ist, kann durch eine tiefgründige Kreditanalyse ein höherer

**Abbildung 3. Kreditprofil von IG-Unternehmensanleihen in GBP**



**Abbildung 4. Durchschnittliche Laufzeitspanne innerhalb des IG-Unternehmensanleihensektors in GBP**



Wert geschaffen werden. Das ermöglicht den Anlegern eine Konzentration auf die Portfoliokonstruktion auf Ebene der vorgenannten Emittenten und Sektoren und lässt eine Reduzierung oder Steigerung bestimmter Arten von Kreditrisiko auf Gesamtfondsebene zu.

Das letzte Merkmal des britischen Unternehmensanleihenmarktes, das sich im Laufe der Jahre verändert hat, bezieht sich auf die Laufzeit der Investitionen. Abbildung 4 zeigt das Fälligkeitsprofil von Anleihen des Index. Die Emissionen von 10-jährigen und länger laufenden Papieren, die über den Zeitraum dominieren, unterstreichen die Tatsache, dass die Laufzeit dramatisch

gestiegen ist. Für Anleger ist die Laufzeit attraktiv, da sich das Wertpapier dadurch deutlicher von Barmitteln unterscheidet. Darüber hinaus kann der Anleger auf diese Weise eine Einschätzung über das zugrunde liegende Unternehmen zum Ausdruck bringen, also beispielsweise, ob die unmittelbare Zukunft des Unternehmens attraktiver ist als seine langfristige Zukunft. Wäre dies der Fall, würden kurzlaufende Anleihen vermutlich bevorzugt. Alternativ, fände man die langfristige Zukunft ansprechender, wäre es sinnvoll, die volatilere, langlaufende Investition in Schuldtitel des Unternehmens zu wählen.

**Abbildung 5. Entwicklung des britischen Marktes für Hochzinsanleihen**



## HOCHZINSANLEIHEN – ZUSÄTZLICHE ATTRAKTIVE CHANCEN

Bisher haben wir uns auf die vorteilhafte Entwicklung des britischen Marktes für Investment-Grade-Unternehmensanleihen der letzten 20 Jahre konzentriert. Ähnliche Veränderungen waren jedoch auch am Markt für Sub-Investment-Grade oder Hochzinsanleihen zu beobachten. Abbildung 5 zeigt einen vergleichbaren Aufwärtstrend, sowohl im Hinblick auf die Größe als auch die Vielfalt des BofA Merrill Lynch Sterling High Yield Index.

Der Markt für Hochzinsanleihen bringt ein noch breiteres Spektrum an Risiko-/Ertragsprofilen ein, die für Anleger in Unternehmensanleihen zugänglich sind. Da sie naturgemäß höher verzinslich und stärker risikobehaftet sind, haben sie noch weniger die Eigenschaften von traditionellen Staatsanleihen, sondern verhalten sich tendenziell eher wie Aktien. Dies wird in Abbildung 6 dargestellt, in der die annualisierten Erträge von Hochzinsanleihen mit einer Reihe anderer Anlageklassen über die letzten 25 Jahre verglichen werden, darunter Staatsanleihen, Investment-Grade-Anleihen und Aktien. Es ist zu erkennen, dass die Hochzinsmärkte aktienähnliche Erträge bei einem niedrigeren Volatilitätsniveau hervorgebracht haben. Des Weiteren

**Abbildung 6.** Risiko-/Ertragsprofil von Hochzinsanleihen über die letzten 25 Jahre



Quelle: M&G, Bloomberg, JPMorgan Indizes, annualisierte Erträge/Kurse und Volatilität basierend auf monatlichen Erträgen vom 31. März 1990 bis 30. Juni 2015

weisen der BofA Merrill Lynch Sterling High Yield Index und der FTSE All-Share Index seit 1998 einen Korrelationskoeffizient von 0,7% auf. Demzufolge können im Universum eines Anleiheninvestoren Hochzinsanleihen durchaus als echte Alternative zu Aktien durchgehen.

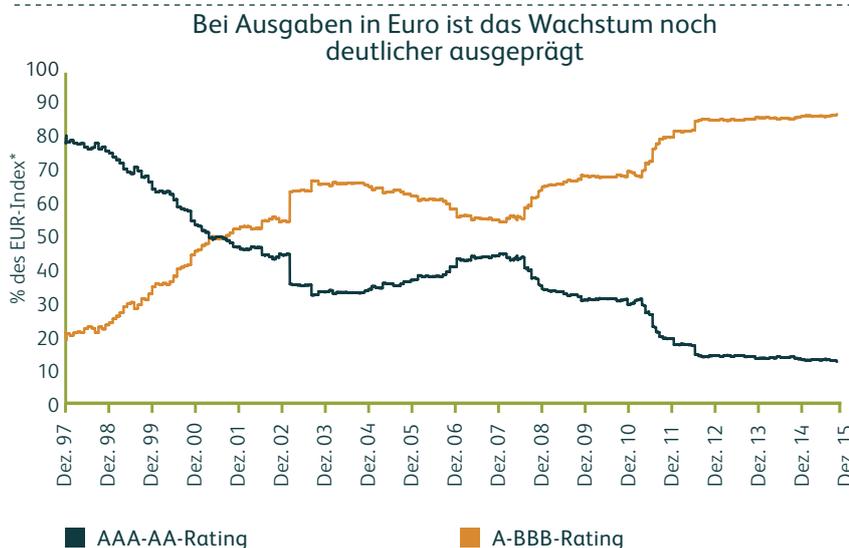
## NICHT NUR EIN THEMA IN GROSSBRITANNIEN

Wachstum und Entwicklung des Marktes für Unternehmensanleihen ist kein ausschließlich britisches Phänomen. Wenn wir die gleiche Analyse der Unternehmensanleihenmärkte in Europa und den USA durchführen, sieht die Lage ähnlich aus. Vor allem die Entwicklung des europäischen Marktes wurde enorm durch die Einführung der

Gemeinschaftswährung unterstützt, die im Jahr 2002 physisch in Umlauf gebracht wurde. In diesem Markt war das Wachstum des niedrigeren Rating-Segments sogar noch stärker ausgeprägt als in Großbritannien. Anleihen mit einem A- bis BBB-Rating stiegen von etwa 20% des BofA Merrill Lynch Euro Corporate Index auf aktuell fast 90% an (siehe Abbildung 7).

Im Hinblick auf den US-Markt weist auch der BofA Merrill Lynch US Corporate Index einen ähnlichen Trend wie Großbritannien und Europa auf. Auch hier nahmen die A- bis BBB-Emissionen deutlich zu. Dies unterstreicht einmal mehr die wachsende Vielfalt und die attraktiven Anlagechancen, die im Universum für Unternehmensanleihen verfügbar sind. Hinsichtlich des Laufzeitarguments unterscheiden sich die USA allerdings. Während man in Großbritannien ein kontinuierliches Wachstum im Bereich der länger laufenden Emissionen beobachten konnte, ist in den USA das Gegenteil der Fall. Dort fiel der Anteil an Laufzeiten über 10 Jahren von einem Spitzenwert von 59% im Jahr 1986 auf heute 28%. Infolgedessen haben sich die drei Hauptkategorien (1-5 Jahre, 5-10 Jahre und über 10 Jahre) angenähert und sind mittlerweile etwa gleich auf (siehe Abbildung 8). Das deutet eventuell auf einen reiferen Markt hin, es lässt aber auch darauf schließen, dass der britische Markt das Potenzial für eine weiterführende Entwicklung in den kommenden Jahren hat.

**Abbildung 7.** Entwicklung von Emissionen im Investment-Grade-Segment mit niedrigeren Ratings



Quelle: BofA Merrill Lynch Indizes, 30. April 2016

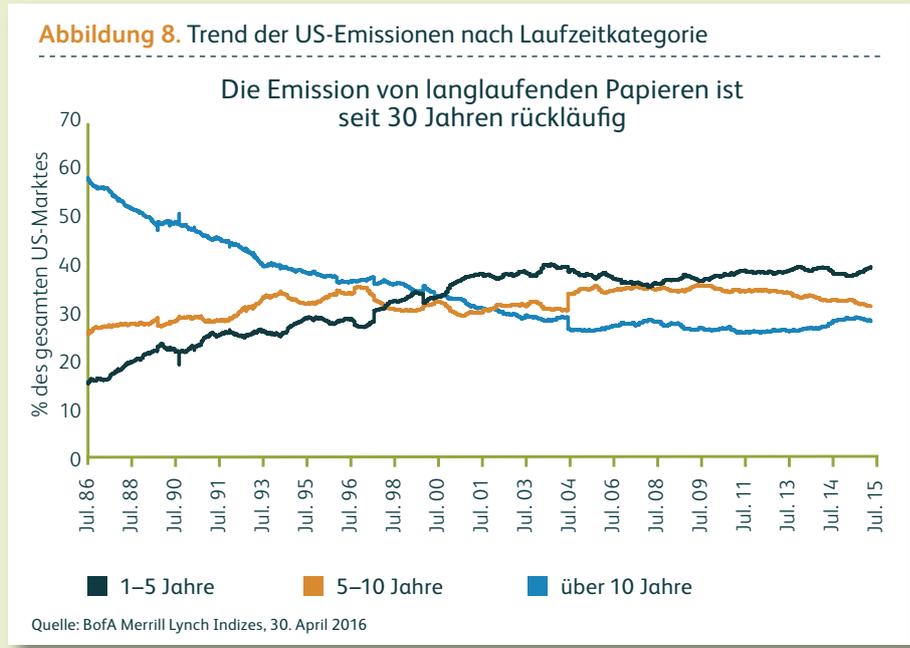
\*BofA Merrill Lynch Euro Corporate Index

## ANLEIHEN UND AKTIEN IM VERGLEICH

Der Markt für Unternehmensanleihen hat sich von einer relativ kleinen, einseitigen, hochwertigen und barmittelähnlichen Alternative zu einem großen und vielfältigen Markt im Hinblick auf Emittenten, Sektoren, Ratings und Laufzeiten entwickelt. Dennoch ist es interessant, sich diese Entwicklung im Vergleich zum Aktienmarkt genauer anzuschauen.

Im Hinblick auf die Sektoren war das Aktienuniversum in Großbritannien bereits ziemlich breit diversifiziert. Was das betrifft, hat der Markt für Unternehmensanleihen also lediglich aufgeholt. Beide Märkte bieten mittlerweile eine große Bandbreite an Anlagemöglichkeiten. Wenn wir uns näher damit befassen und Unternehmensanleihen mit Aktien auf Ebene der einzelnen Emittenten vergleichen, lässt sich erkennen, dass die Anleihenmärkte in mancher Hinsicht eine bessere Diversifizierung bieten.

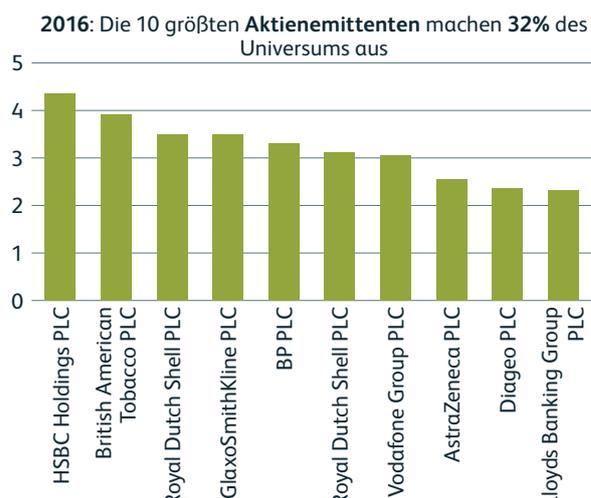
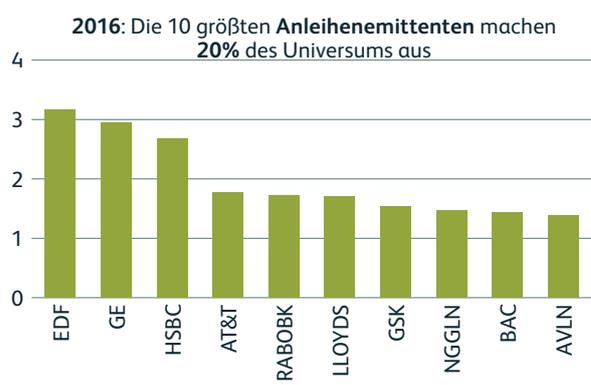
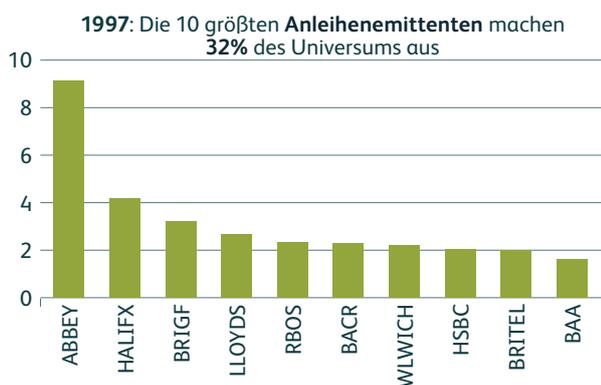
Im Jahr 2002 beispielsweise machten die zehn größten Emittenten im BofA Merrill Lynch Sterling Corporate Index 32% des Anlageuniversums aus, wohingegen



der Anteil heute bei lediglich 20% liegt (siehe Abbildung 9). Aus Sicht des Konzentrationsrisikos ist das eine vorteilhafte Entwicklung, vor allem im Vergleich zum FTSE All-Share Index, bei dem die Gewichtung der zehn größten Emittenten von 46% im Jahr 2002 auf lediglich 32% im Jahr 2016 gesunken ist. Das ist immer noch ein erheblicher Teil des Index, auch vor dem Hintergrund, dass der Aktienindex 636 Emittenten umfasst, der Index der

Unternehmensanleihen hingegen nur 274. Wenn man berücksichtigt, dass in einem gewöhnlichen Aktienmarktindex eine begrenzte Anzahl von Aktien und Sektoren dominieren, ist es wichtig, dass Anleger ihre Aktieninvestitionen regelmäßig neu gewichten. Ist dies nicht der Fall, können in der Folge ungewollte Aktienkonzentrationen und hohe Korrelationen mit anderen Anlageklassen entstehen.

**Abbildung 9. Anleihen- und Aktienmärkte – Top 10 Emittenten 1997 gegenüber 2016**



Quelle: BofA Merrill Lynch Indizes, 30. April 2016

## LIQUIDITÄT UND VIELFALT VON UN- TERNEHMENSANLEIHEN

Um alle Aspekte abzudecken, kann ein herkömmlicher Nachteil von Unternehmensanleihen das niedrigere Liquiditätsniveau sein. Die Tatsache, dass Unternehmen ihre Schuldtitel in verschiedenen Währungen, mit unterschiedlichen Kupons und Fälligkeiten ausgeben, kann für einen effizienten Markt theoretisch hinderlich sein. Verizon ist beispielsweise mit 77 ausstehenden Emissionen in drei verschiedenen Währungen einer der größten Anleiheemittenten am Markt. Dies entspricht einem ausstehenden Marktwert von 93,2 Mrd. US-Dollar, gegenüber dem Aktienkapital in Höhe von etwas über 200 Mrd. US-Dollar.

Aufgrund dieses Ungleichgewichts bei den Emissionen könnte die Anlageklasse für kurzfristige Anleger mit Liquiditätsbedarf

womöglich weniger geeignet sein. Andererseits bietet die Tatsache, dass in einem unvollkommenen Markt so viele Anleihen existieren, einem Anleger in Anleihen nach dem „Active-Value“-Prinzip die Möglichkeit, Anomalien auszunutzen, die über die vielen individuellen Emissionen hinweg entstehen.

Darüber hinaus geben Unternehmen häufig mehrere Arten von Schuldtiteln aus verschiedenen Kategorien der Betriebsstruktur aus. So können Banken beispielsweise Asset Backed Securities, vorrangige und nachrangige Anleihen entweder von der Holdinggesellschaft oder durch eine operative Tochtergesellschaft ausgeben. Diese Abgrenzung kann wieder zu einer Beeinträchtigung der Liquidität führen, wir sind jedoch der Auffassung, dass dadurch letztendlich die Chancen für aktive Anleger erhöht werden, durch eine eingehende Kreditanalyse und -recherche einen Mehrwert zu schaffen.

Zwar existieren solche Chancen auch an den Aktienmärkten, allerdings in einem geringeren Umfang. Beispielsweise sind Vorzugsaktien gelegentlich verfügbar, sie sind jedoch ein schrumpfender Teilbereich der Aktienmärkte. Die einzig wachsende Kategorie innerhalb der Vermögensklasse Aktien ist der Bereich der Stimmrechts- und stimmrechtslosen Aktien. Üblicherweise wurden diese Aktien entweder von der Geschäftsführung (z. B. News Corp) oder von den Gründern (z. B. Google, Facebook) genutzt, um die Kontrolle über das Unternehmen zu behalten. Dieses Segment bietet jedoch nur geringfügige Wertschöpfungsmöglichkeiten für Aktienanleger (und es kann sogar als nachteilig angesehen werden, da die Rechte der stimmrechtslosen Aktionäre den Rechten von Aktionären mit Stimmrecht untergeordnet sind), vor allem im Vergleich zu den vielen Arbitragemöglichkeiten, die aufgrund des breiten Spektrums an Unternehmensschuldtiteln vorhanden sind.

## EIN WICHTIGER SEKTOR FÜR KREDITNEHMER EBENSO WIE FÜR KREDITGEBER

Britische Unternehmen waren und werden weiterhin der wichtigste Treiber für ein nachhaltiges Wachstum in der Realwirtschaft sein. Für diese Firmen sind Unternehmensanleihen eine wichtige und zunehmende Kapitalquelle. Darüber hinaus versorgen Unternehmensanleihenmärkte aktive Anleger mit beständigen Cashflows und einer höheren Kapitalsicherheit als Aktienmärkte sie bieten können.

Das Problem des britischen Unternehmensanleihenmarktes in der Vergangenheit, nämlich der Mangel an Vielfalt der Sektoren, Kreditratings, Laufzeiten und Anzahl der Emittenten, trifft heute nicht mehr zu. Der Markt hat sich von einer relativ kleinen, einseitigen, hochwertigen und barmittelähnlichen Alternative zu einem großen und vielfältigen Markt im Hinblick auf Emittenten, Sektoren, Ratings und Laufzeiten entwickelt. Unserer Auffassung nach ist die Anlageklasse aufgrund der Bandbreite an mittlerweile verfügbaren Investitionsmöglichkeiten eine echte Alternative für Anleger, die über die Asset-Allokation auf der Suche nach attraktiven risikoadjustierten Erträgen

sind – eine Domäne, die üblicherweise dem Aktienmarkt zugeordnet wird.

Als Investor muss man die Entscheidung treffen, ob die Anlageklasse an sich attraktiv ist. Durch die Entwicklung des Unternehmensanleihenmarktes ist eine interessantere Assetklasse entstanden. Obwohl Aktien historisch als die vorherrschende Vermögensklasse angesehen wurden, sollten Investoren auf der Suche nach den besten Anlagemöglichkeiten zuerst über Anleihen und dann über Aktien nachdenken.

