



PUNICA
INVEST

Powered by
ARAMEA &
HANSAINVEST



2023: Das Comeback der Nachranganleihen



Sven Pfeil, ARAMEA Asset Management AG

Nach einem mehr als herausfordernden Jahr für den Rentenmarkt insgesamt und für Nachranganleihen im Speziellen, sehen die Renditen vieler Papiere im Vergleich zum eingegangenen Risiko wieder äußerst attraktiv aus.

Wir sprachen mit ARAMEA-Vorstand und Nachranganleihespezialisten Sven Pfeil über die aktuelle Marktsituation und warum es den ARAMEA Rendite Plus Nachhaltig nun auch in einer Schweizer Franken Tranche gibt (WKN: A3E3Y7 ISIN: DE000A3E3Y79).

PUNICA:
2022 war kein gutes Jahr am Rentenmarkt. Wie haben sich Nachranganleihen geschlagen?

Pfeil:
Selbstverständlich konnten sich auch Nachranganleihen den historisch anmutenden Bewegungen nicht entziehen und wir haben sehr schmerzhaft Kursverluste gesehen. Dabei spielte aber weniger die allgemeine Zinsentwicklung eine Rolle, die auch bei Staatsanleihen und Pfandbriefen für massive Kursverluste gesorgt hat, sondern eher die Ausweitung der Renditeaufschläge für Bonitäts- und Nachrangrisiken. Hier haben wir Niveaus erreicht, die wir zuletzt im März 2020 gesehen haben. Dabei wurde so gut wie alles über einen Kamm geschert und wenig differenziert.

PUNICA:
Wird 2023 nun alles wieder besser?

Pfeil:
Für die nächsten 12 Monate bin ich sehr positiv gestimmt. Dies hängt zum einen mit der Bonität der Unternehmen zusammen, die Nachranganleihen begeben. Häufig handelt es sich um Unternehmen mit Investment Grade Rating, also um Großkonzerne bzw. systemrelevante Banken und Versicherungen. Diese sollten auch in einer drohenden Rezession in der Lage sein, ihre Kupons zu zahlen. Zum anderen sind in den aktuellen Kursen schon viele Risiken eingepreist. Aus meiner Sicht werden sogar einige Risiken, wie z.B. das Laufzeitverlängerungsrisiko, sehr gut bezahlt. Ferner sind die wieder sehr einträglichen Kupons bei Neuemissionen von Vorteil, so dass alleine von Seiten der Stückzinsen Rückenwind kommt.

PUNICA:
Nachranganleihen unterscheiden sich von klassischen Unternehmensanleihen durch einige Parameter. Welche sind diese und wo sehen Sie aktuell die größten Chancen oder Risiken?

Pfeil:
Sie haben vollkommen recht. Anders als bei Staatsanleihen reicht es bei Nachranganleihen nicht, sich einfach nur über die Duration Gedanken zu machen. Die Rendite einer Nachranganleihe setzt sich vielmehr aus verschiedenen Blöcken zusammen. Neben dem Bonitätsaufschlag sowie der Kompensation für das allgemeine Zinsänderungsrisiko erfolgt eine Vergütung für die spezifischen Nachrangeigenschaften. Diese oft größte Komponente der Gesamtrendite speist sich aus dem Laufzeit- und Kuponrisiko sowie der nachrangigen Behandlung im Insolvenzfall. Das Laufzeitrisiko beschreibt dabei das Recht aber nicht die Pflicht des Emittenten, die Anleihe zum ersten Kündigungsdatum zu tilgen. Da zu diesem Zeitpunkt zumeist auch die Anrechnung der Nachranganleihe als Eigenkapital endet, wird dieses Risiko in volatilen Marktphasen zumeist überschätzt. Ähnlich verhält es sich mit dem Kuponrisiko.



PUNICA
INVEST

Powered by
ARAMEA &
HANSAINVEST



2023: Das Comeback der Nachranganleihen

Die Möglichkeit des Emittenten, Kuponzahlungen nicht zu leisten, ist dabei nicht nur an die Aussetzung der Dividende gekoppelt, was bereits eine große Hürde darstellt. Viel mehr sind die nicht geleisteten Kuponzahlungen kumulativ, wodurch die Zinszahlung nur aufgeschoben und nicht aufgehoben sind. Die detaillierte Auseinandersetzung mit den Anleihebedingungen ist daher essentiell, um dieses allgemein attraktive Renditepotential von Nachranganleihen zu realisieren. Besonders spannend sind dabei Kuponanpassungen zu den Kündigungsterminen, die dazu führen, dass Nachranganleihen weniger sensitiv gegenüber Zinssteigerungen sind.

PUNICA:
Nach welchen Kriterien beurteilen Sie die Vorteilhaftigkeit einer Nachranganleihe?

Pfeil:
Das hängt natürlich auch von der jeweiligen Marktphase ab, in der wir uns befinden. Wir haben aber auch grundsätzlich einige Leitlinien, die wir verfolgen. So spielen Contingent Convertible Bonds (CoCos – bedingte Pflichtwandelanleihen) aufgrund der ‚Going-Concern‘-Eigenschaft bei uns nur eine untergeordnete Rolle. Hier würden wir hauptsächlich nur in Sondersituationen investieren. Zudem meiden wir Papiere von Banken und Versicherungen aus weniger stabilen Volkswirtschaften, wie z.B. Osteuropa, Griechenland oder Zypern. In Italien oder Spanien investieren wir lediglich in systemrelevante Institute der ersten Reihe wie z.B. Generali. Wir bevorzugen Papiere von Emittenten, für die das Hybridkapital eine wichtige Finanzierungsquelle darstellt, die also eine Vielzahl von Nachranganleihen ausstehen haben. Dagegen schauen wir bei „One-Hit-Wonders“, also Emittenten, die nur ein Papier emittiert haben, sehr genau hin. Dies hat etwas mit der Kalkulierbarkeit des Kündigungstermins zu tun. Ein Daueremittent ist da einfach verlässlicher. Nicht zuletzt bestimmen die Ratingagenturen und regulatorischen Aufsichtsbehörden die Spielregeln für Nachranganleihen, weshalb die Bonitätsnote

und Kapitalstruktur der Emittenten entscheidend sind. In Summe ist das für uns wichtigste Kriterium, dass das Chance-Risiko-Profil eines Papiers vorteilhaft sein muss. Und hier kann man immer wieder interessante Fehlbewertungen feststellen, da der Nachrangmarkt längst nicht so effizient ist, wie man dies von anderen Teilen des Rentenmarktes kennt.

PUNICA:
Was sind aktuell Ihre Favoriten?

Pfeil:
Aktuell gibt es durch die massiven Kurskorrekturen der vergangenen 18 Monate eine Vielzahl von sehr interessanten Opportunitäten. So kann man qualitativ sehr hochwertige Emittenten für Renditen einkaufen, die man seit Jahren – mit Ausnahme einer kurzen Periode im März 2020 – nicht gesehen hat. Besonders spannend finden wir vor diesem Hintergrund Tier 2 Anleihen von qualitativ hochwertigen Banken. Diese haben ähnliche Renditeausweitungen wie die im Rang niedriger stehenden AT1/CoCos erfahren und bieten daher mehr Rendite pro Risikoeinheit. Bei Versicherungen favorisieren wir Anleihen alten Formates, die 2025 ihre Anrechnung auf das Eigenkapital verlieren werden. Hier sollten Rückkaufangebote und Kündigungen für interessante Sondersituationen sorgen. Im Bereich der Corporates finden wir Papiere mit einer überdurchschnittlichen Renditedifferenz zu Senioranleihen desselben Emittenten und gleicher Laufzeit interessant. Ferner bieten Anleihen ohne Bonitätsbewertung – die wir dann selbst vornehmen – attraktive Renditeaufschläge zu Emittenten mit Rating gleicher Qualität.

PUNICA:
Wo greifen Sie nicht zu?

Pfeil:
Neben unseren grundsätzlichen Leitlinien halten wir es aktuell noch für falsch, den Helden zu spielen, also allzu tief ins Risiko zu gehen. Schwächere Bonitäten sollten aus unserer Sicht genauso gemieden werden wie CoCos, da bei letzteren das Laufzeitverlängerungsrisiko aktuell schwieriger als sonst zu kalkulieren ist.



PUNICA
INVEST

Powered by
ARAMEA &
HANSAINVEST



2023: Das Comeback der Nachranganleihen

PUNICA:

Sie managen bekanntlich zwei Strategien: eine nachhaltige und eine klassische. Wie unterscheiden sich die beiden?

Pfeil:

In der nachhaltigen Variante nutzen wir vier strenge Ausschlusskataloge, den des UN-Global Compact, des Österreichischen Umweltzeichens sowie die der katholischen und evangelischen Kirche. Darüber hinaus verwenden wir das Positiv-Screening von ISS-ESG. Durch diese Filter fallen etwa 40 % der Emittenten für die nachhaltige Variante aus. Hiervon sind insbesondere die Corporates betroffen, während Banken und Versicherungen nicht mehr investierbar sind, wenn sie Schwächen bei dem „G“ (Governance) aufweisen. So kann der nachhaltige Fonds z.B. nicht in die Nachranganleihen von Volkswagen oder Total investieren. Die laufende Bewertung von ISS-ESG ermöglicht eine unmittelbare Reaktion auf Veränderungen im Anlageuniversum. Und sollte ein Emittent die erforderlichen Kriterien nicht mehr erfüllen, veräußert der Fonds die betreffenden Anleihen innerhalb von 4 Wochen. Der „ARAMEA Rendite Plus Nachhaltig“ trägt dank dieses Prozesses zudem seit Jahren ein FNG-Siegel.

PUNICA:

Wirkt sich die Nachhaltigkeit negativ auf die Rendite der in Fonds befindlichen Anleihen aus?

Pfeil:

Da möchte ich mit einem eindeutigen „Jein“ antworten. Die Renditen sind in der Regel sehr ähnlich. Für den Fonds ist jedoch nicht entscheidend, ob die jeweiligen Anleihen einen nachhaltigen Indikator (social, green,...) aufweisen, sondern dass der Emittent per se die angewendeten Kriterien erfüllt und damit investierbar ist. Die Erscheinung des sogenannten Greeniums, welche oftmals für eine geringere Rendite sorgt, spielt in unserer Allokation daher keine Rolle. Beim Vergleich unserer beiden Nachrangfonds weist die nachhaltige Variante derzeit eine etwas niedrigere erwartete Rendite aber einen leicht höheren Kupon auf, was auf die Sektorallokation zurückzuführen ist.

PUNICA:

Wie lassen sich Nachranganleihe-Fonds ins Portfolio integrieren?

Pfeil:

Unsere Nachranganleihe-Fonds sind in der Regel unkorreliert mit dem RexP, da die anderen Risikofaktoren mehr Gewicht haben als das Zinsänderungsrisiko. Wir haben – ähnlich wie alle Spread-Produkte – eine positive Korrelation zum Aktienmarkt. Unsere Nachranganleihe-Fonds sind mit aktuell rund 8% p.a. Renditeerwartung aber eine gute Beimischung für jedes diversifizierte Renten- oder Multi-Asset-Portfolio.

PUNICA:

Warum sollte man jetzt in Nachranganleihen investieren?

Pfeil:

Nach den Kursrückgängen der vergangenen Monate sind die erwarteten Renditen bei vielen Nachranganleihen im Vergleich zum eingegangenen Risiko äußerst attraktiv. Bei unseren Fonds reden wir hier von durchschnittlichen Renditen von um die 8 % p.a. und dies bei einem A- Rating der Emittenten und einer Duration von rund 3 Jahren. Eine Fondslösung bietet gegenüber der Direktanlage den Vorteil, dass man ein diversifiziertes Portfolio erhält, was angesichts der Mindeststückelung vieler Anleihen (100.000 Euro oder sogar 250.000 Euro) sonst oftmals schwer zu erreichen ist.

PUNICA:

Wie gehen Sie mit Währungsrisiken in den Fonds um?

Pfeil:

Diese werden grundsätzlich abgesichert. Dazu muss man aber sagen, das Europa bei Nachranganleihen führend ist, daher ist auch ein Großteil der Fondsvolumina in Euro investiert. Da wir zunehmend auch auf dem Schweizer Markt aktiv sind, haben wir zum Jahresstart auch eine Schweizer Franken Tranche (WKN: A3E3Y7 | ISIN: DE000A3E3Y79) aufgelegt, da viele Schweizer Kunden – und sicherlich auch einige deutsche Kunden – nicht in Euro anlegen möchten.