



Steigende Risikoprämie bei „Call Probabilities“: ein Risiko oder eine Investitionschance? - 10. Juni 2022 -

In letzter Zeit wurde angesichts des aktuellen Zinsniveaus und der sich ausweitenden Spreads der Fokus verstärkt auf die Rücknahme anstehender Calls sowohl bei nachrangigen Finanztiteln als auch bei hybriden Unternehmensanleihen gelegt.

Wir bitten daher Alessandro Camerini um eine Aktualisierung. Herr Camerini ist der Portfoliomanager der beiden Fonds von Lemanik Invest SA, die sich jeweils auf nachrangige Finanzanleihen und auf europäische Kredite mit Xover-Ziel konzentrieren (Lemanik SICAV – Selected Bond und Lemanik SICAV – European Flexible Bond). Alessandro verfügt 30 Jahre Erfahrung auf den Finanzmärkten, wobei er sich vor allem auf die Anleihenmärkte und insbesondere auf Finanzanleihen spezialisiert hat: 7 Jahre verbrachte er im Bereich des Eigenhandels einer italienischen Primärbank, 3 Jahre in der Portfolioverwaltung für institutionelle Kunden und seit 20 Jahren ist er nun schon in der Fondsverwaltungsbranche tätig.

Alessandro, handelt es sich um ein überschaubares Risiko oder um eine attraktive Anlagemöglichkeit?

Bis vor kurzem wurde das Verlängerungsrisiko bei Finanztiteln und nachrangigen Unternehmensanleihen von den europäischen Märkten als ein Ereignis mit geringer Wahrscheinlichkeit angesehen.

In den letzten zwei Monaten hat sich die Risikowahrnehmung der Märkte aufgrund steigender Zinssätze und einer Ausweitung der Spreads erheblich verändert, was sich auf die Höhe der Risikoprämien für Anleihen auswirkte. Weitere Befürchtungen kamen nach der jüngsten Ausdehnung eines T2-Finanzmarktes und der Verkaufswelle hinzu, die die am stärksten von einem Stagflationsszenario bedrohten hybriden Immobilienanleihen getroffen hat.

Stimmt es, dass es eine komplexe Welt ist, um das Ausmaß der Chancen zu beurteilen, die diese Art von Risiko bieten kann?

Es handelt sich um eine Art von Risiko, das aufgrund der vielfältigen Interpretationsmöglichkeiten mit großer Vorsicht zu behandeln ist. Es besteht oft die Tendenz, die "Billigkeit" einer Erweiterung zu übergewichten, was die pragmatischste Art der Berechnung dieses Risikos zu sein scheint, aber nicht der Hauptfaktor für die Bewertung ist; für uns sind qualitative Aspekte tatsächlich wichtiger. Für uns sind qualitative Aspekte in der Tat wichtiger. Komplexitäten, sowohl quantitativer als auch qualitativer Art, sind jedoch willkommen, da sie eine Quelle von interessantem Alpha sind, das eine sehr interessante Belohnung für qualitativ hochwertige Emittenten darstellt.

Können wir, ohne auf die technischen Aspekte einzugehen, die Bewertungsrichtlinien der einzelnen nachrangigen Märkte näher beleuchten, um das Ausmaß der Chancen besser zu verstehen?

Beginnen wir natürlich mit hybriden Unternehmensanleihen, die in den letzten Jahren bereits einige Marktbelastungen überstanden haben. Die Schwäche der festverzinslichen Wertpapiere hat das Verlängerungsrisiko wieder in den Vordergrund gerückt, was aufgrund der strengen Methodik von S&P, die diesen Emissionen einen Eigenkapitalanteil von 50 % zuerkennt, also den wahren Wert für einen Emittenten, eigentlich selten vorkommt. Die Ausweitung der Spreads veranlasste den Markt dazu, eine Verlängerung auf breiter Front zu bewerten und dabei zu ignorieren, dass diese Instrumente in langfristige Unternehmensstrategien eingebunden sind; dies ist der Hauptgrund,

warum sich attraktive Gelegenheiten ergeben, die durch attraktive Renditen von qualitativ hochwertigen Emittenten belohnt werden.

Die Bewertung eines Call-Ereignisses ist im Vergleich zur Wahrung des Eigenkapitals und des guten Rufs marginal. Ein verpasster Rückruf macht die Emission außerdem zu einer teuren vorrangigen Anleihe, erschwert den Marktzugang für den Emittenten und verschlechtert das Kreditprofil von S&P. Es ist daher unwahrscheinlich, dass ein wiederkehrender Emittent in Verzug gerät, es sei denn, er gerät unter Herabstufungsdruck; in der Vergangenheit haben nur wenige marginale und problematische Emittenten nicht gekündigt. Außerdem ist in Stresszeiten eine Refinanzierung mit Hybriden in der Regel kostengünstiger als eine Kapitalerhöhung zur Stärkung der Finanzstruktur.

Können Sie einige Beispiele nennen?

Bitte beachten Sie, dass bei Hybrid jeder Emittent seine eigene Geschichte hat und keine Rückschlüsse auf andere zulässt. Ein Sonderfall ist die Lufthansa, die die Kuponzahlungen wegen der staatlichen Beihilfen, die sie erhalten hat, eingestellt hat; aber die Kupons wurden nur ausgesetzt, sind kumulativ und werden alle vor Fälligkeit zurückgezahlt. Ein weiterer Fall ist die Axt der Märkte, die aufgrund der Zyklizität und der hohen Hebelwirkung auf Immobilien gefallen ist, wobei jedoch zu bedenken ist, dass es sich um wiederkehrende Emittenten mit hohem Rating und sehr langen Anlagestrategien handelt. Die jüngsten Marktexzesse veranlassten CPI Property vor einigen Tagen, die Märkte zu beruhigen, indem sie die Bedeutung ihrer hybriden Struktur, von der sie vier Emissionen besitzt, bekräftigte und ihre Absicht, diese zu refinanzieren, frühzeitig bekräftigte, obwohl die erste Anleihe 25 Jahre alt ist!

Eine weitere Bestätigung dafür, wie niedrig das Gewicht der Billigkeit sein muss, war die Refinanzierung von Bayer im Januar, die rund 200 Basispunkte über dem Rücksetzungssatz der aufgerufenen Wertpapiere lag. Es sollte jedoch nicht ausgeschlossen werden, dass übermäßige Refinanzierungskosten einen Emittenten dazu zwingen könnten, die Emission durch Verzicht auf die Eigenkapitalkomponente zu verlängern; bisher ist dies noch nie passiert, während wir uns an einen eklatanten Fehler von Enel erinnern, die einfach eine Aufforderung "vergessen" haben und eine vorrangige Anleihe auf dem Markt ließen, die in den folgenden Sitzungen eine fantastische Rallye erlebte.

Bei den Finanztiteln T2 wurde kürzlich ein Anruf verpasst. Können Sie uns Ihre Meinung dazu erläutern?

Das Versäumnis der Deutschen PBB, T2 zu kündigen, dem vor ein paar Wochen das Versäumnis von Garanti vorausging, weckt Erinnerungen an das Stigma der DB im Jahr 2008. Ein Nichtabruf wirft immer Fragen auf, aber in diesem speziellen Fall geht es um einen marginalen Emittenten, der sich mit deutschen Immobilien beschäftigt und einige Tage zuvor erfolglos den Markt sondiert hat. Der "Ansteckungseffekt" ist unserer Ansicht nach auf bestimmte Fälle beschränkt, da die Effizienz einer Verlängerung selbst mit den neuen Vorschriften nicht hoch ist und das Reputationsproblem in Europa nach wie vor eine wichtige Rolle spielt. Wir sind der Ansicht, dass das Verlängerungsrisiko nach wie vor vernachlässigbar ist und dass es keinen Grund gibt, die Vorgehensweise von Daueremittenten zu beeinträchtigen, selbst bei geringen Rücknahmen, insbesondere in einer Phase, in der erhebliche Mittel für Rückkäufe aufgewendet werden. Um zu bestätigen, wie das europäische Umfeld funktioniert, hat die Erste trotz der Volatilität kurz nach der verpassten Aufforderung eine Anleihe begeben. Sollten die Unsicherheiten im Zinsumfeld zunehmen, werden einige mittlere Banken weitere Anleihen auf dem Primärmarkt begeben.

Wenn ich Sie richtig verstehe, sind die Unsicherheiten bei Additional Tier1 (AT1) höher. Ist das richtig?

Auch wenn die europäischen Anleger sehr "versessen" auf Kündigungen sind, handelt es sich zweifellos um Anleihen mit ewiger Laufzeit, die der Regulierung durch die Finanzbehörden unterliegen.

Auch wenn die Erfolgsbilanz in diesem Jahr wieder günstig ist, was durch etwa 15 aufeinanderfolgende Calls bestätigt wird, bleibt die Risikoprämie auf Calls immer hoch und ist, wie in diesen Tagen, manchmal sehr hoch und wird so zu einer Quelle ausgezeichneter Carrys. Die

nächsten zu prüfenden Emissionen sind Sabadell im September, Raiffeisen im Dezember und UBS im Januar '23, interessanterweise allesamt marktfreundliche Emittenten.

Bitte beachten Sie, dass es sich auch nach einer deutlichen Ausweitung der Risikoprämie um ein wiederkehrendes Ereignis handelt, das zwar durch den Druck auf die Spreads beeinflusst wird, aber hauptsächlich auf technische Aspekte zurückzuführen ist, die wenig mit den Fundamentaldaten der Emittenten zu tun haben. Wir sind jedoch nach wie vor der Ansicht, dass der neue Kupon-Reset ein Schlüsselement der Bewertung ist, nicht zuletzt wegen der Volatilität der Anleihen, so dass wir seit mehr als einem halben Jahr eine Long-Positionierung bei hohem Reset empfehlen. Einige andere Merkmale lassen die Absichten der Emittenten klarer erkennen, wie z.B. die Häufigkeit der Kündigungen (vierteljährlich bei Sabadell) und ein tägliches sechsmonatiges Kündigungsfenster. Schließlich haben die meisten niedrigen Rücksetzer eine Laufzeit von mehr als fünf Jahren, so dass es sich hier ohnehin nicht um ein kurzfristiges Thema handelt.

Auf Marktebene kann durch eine sorgfältige und gezielte Positionierung eine überschüssige Risikoprämie für die Verlängerung erzielt werden, indem die technischen Risiken minimiert werden oder sehr hohe künftige Kupons als Ausgleich für einen verpassten Abruf erhalten werden. Obwohl der Ruf fast immer über die Billigkeit siegte, wie die schwedische SEB-Emission Ende Mai bestätigte, und einige AT1-Konstruktionsfehler", die in der Krise vom März '20 zutage traten und Zweifel an der Dauerhaftigkeit des derzeitigen Rahmens aufkommen ließen, sind wir der Ansicht, dass es am besten ist, in dieser Phase mit übermäßiger Vorsicht in Rücksetzer zu investieren.

Alessandro Cameroni