

Unternehmensanleihen bieten auch 2021 noch Chancen

Durch Corona verursachte Lockdowns, massive Umsatzeinbußen, Zombie-Unternehmen und eine drohende Insolvenzwellen - Eine Flut von Horrornachrichten hat den Markt für Unternehmensanleihen 2020 in Atem gehalten. Dennoch schlossen zahlreiche Segmente, nach einer in Geschwindigkeit und Ausmaß beispiellosen Korrektur, im positiven Terrain ab mit Risikoaufschlägen nahe den Werten zu Jahresbeginn (siehe Abb. 1). Kann man guten Gewissens weiterhin in Unternehmensanleihen investieren oder droht 2021 angesichts nicht mehr günstiger Bewertungen das böse Erwachen?

Europäische Unternehmensanleihen – Bisher nur zögerliche Bereinigung

Gemäß zweier der wichtigsten Kreditkennzahlen, dem Verschuldungs- und Zinsdeckungsgrad, zeichnen sich für europäische Unternehmen Verschlechterungen ab, insbesondere für das High-Yield-Segment, also Anleihen niedriger Qualität. Für diese stieg die Netto-Verschuldung im Jahresverlauf auf das ca. 4,5fache des operativen Ergebnisses an und der Zinsdeckungsgrad fiel Richtung eins – ein Wert darunter bedeutet, dass das operative Ergebnis der Unternehmen nicht ausreicht, um die Zinsen für Kredite und Anleihen zu bedienen.

Herabstufungen der Kreditratings verwundern deshalb nicht (siehe Abb. 2). Der Ratingagentur Moodys zufolge standen 2020 im High Yield-Segment 60 Verbesserungen 364 Verschlechterungen gegenüber. Das Volumen aus dem Investmentgrade herabgestufter Unternehmen, sogenannter „Fallen Angels“, war 2020 sogar höher als nach der Finanzkrise 2008. Aber auch das Volumen ausstehender Unternehmensanleihen hat sich seit 2008 mehr als verdoppelt. Relativ betrachtet ist die Quote herabgestufter Unternehmen mit ca. 1,9% deshalb heute niedriger als der Spitzenwert von 2,4% während der Lehman-Krise.

Es blieb aber nicht nur bei Herabstufungen der Ratings. Im Vergleich zu den Vorjahren stieg bei europäischen High-Yield-Emittenten die Zahl der Ausfälle deutlich an. Moodys und Standard & Poors erwarten einen Anstieg der Ausfälle auf 6 bzw.

Im *Fokus* kommentieren wir außergewöhnliche Markt Ereignisse und analysieren kapitalmarktbezogene Sonderthemen.

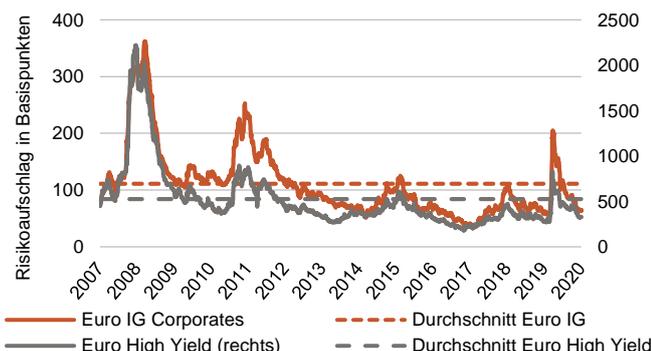
Die Kreditkennzahlen europäischer Unternehmen haben sich in 2020 eingetrübt

Kreditrating-Herabstufungen dominieren

Die Ratingagenturen verzeichnen ansteigende Insolvenzen

Abb. 1: Unternehmensanleihen historisch nicht mehr billig

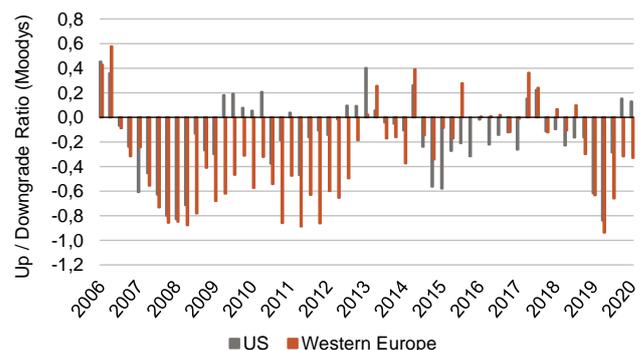
Kreditrisikoaufschläge von Euro Investmentgrade und Euro High Yield Anleihen in Basispunkten im Vergleich zum historischen Mittelwert



Zeitraum: 31.12.2007 - 31.12.2020, tägliche Daten
Quelle: ICE, Bloomberg, eigene Berechnungen

Abb. 2: Hoffnungsschimmer - langsamere Ratingherabstufungen?

Rating-Trend für Westeuropa und USA anhand der Herauf- bzw. Herabstufungen der Ratingagentur Moodys (-1 = 100% Downgrades; +1 = 100% Upgrades)



Zeitraum: 31.12.2007-31.12.2020, Quartalsdaten
Quelle: Commerzbank, Bloomberg eigene Berechnungen



8%, mit einem Höhepunkt im ersten Quartal. Interessant ist aber, dass im Euro-Raum 2020 kein einziges Investmentgrade-Unternehmen ausgefallen ist. Vergleicht man die Ausfallraten von Europa mit denen in den USA, zeigen sich seit dem Sommer deutlich geringere Ausfälle in Europa. Diese Entwicklung resultiert neben dem niedrigeren Zinsniveau und fiskalischen Unterstützungsmaßnahmen für die Unternehmen auch aus dem geänderten Insolvenzrecht in Ländern wie Deutschland oder Frankreich. Gesetzliche Lockerungen und längere Übergangsfristen verzögern Insolvenzen oder könnten dazu führen, dass Unternehmen durch eine längere „Gnadenfrist“ den Turnaround schaffen und so die Insolvenz vermeiden. Da die Ausfallraten auch maßgeblich von der Verfügbarkeit frischer Liquidität abhängen, sind kapitalmarkt-affine Unternehmen im Vorteil. Benachteiligt sind dagegen Kleinbetriebe und Teile des Mittelstands, die unter strikteren Kreditvorgaben der Banken leiden könnten.

Der fundamentale Weg aus der Misere heißt „Bilanzreparatur“. Kostensenkungen, Investitionsaufschub und das Aussetzen von Dividendenzahlungen reduzieren Liquiditätsabflüsse und verbessern die Überlebensfähigkeit der Unternehmen. Mit der Erholung an den Kreditmärkten, den wieder günstigeren Finanzierungskosten und der erwarteten wirtschaftlichen Erholung im Jahr 2021 besteht aber die Gefahr, dass Unternehmen die Phase der Bilanzreparatur vorzeitig verlassen, ohne eine Bereinigung der Bilanzkennzahlen erreicht zu haben. Stattdessen könnten Unternehmen aufgestaute Investitionen nachholen und durch weitere Expansion versuchen, an der Erholung überproportional zu partizipieren. Ausschweifende Übernahmefeldzüge und die Wiederaufnahme von Dividendenzahlungen könnten Gläubiger benachteiligen und die immer noch wackeligen Bilanzen erneut belasten. Die Verlockung ist groß, besteht doch dank negativem Zinsumfeld und EZB-Käufen eine immense Investorenachfrage nach Unternehmensanleihen.

Eine Bereinigung der Bilanzen hat damit bisher nur in begrenztem Maße stattgefunden und es bleibt abzuwarten, ab wann die wirtschaftliche Erholung für eine wirklich nachhaltige Verbesserung der durchschnittlichen Kreditqualität und der Ratings sorgt. Die moderate Verbesserung des Verhältnisses von Ratingverbesserungen zu -verschlechterungen im vierten Quartal 2020 gibt etwas Hoffnung (siehe Abb. 2). Die Analysten von JP Morgan senkten bereits im Dezember 2020 ihre Ausfallerwartungen für High-Yield-Anleihen für 2021 von 3 auf 2% mit der Begründung, dass die wirtschaftliche Erholung im dritten und vierten Quartal, sowie die komfortable Liquidität an den Kapitalmärkten die Bilanzqualität zahlreicher Unternehmen wieder verbessert hätte. Das spräche dafür, dass die Insolvenzwelle kleiner ausfällt, als zunächst befürchtet - eine aus unserer Sicht notwendige Bedingung, um die aktuellen Bewertungen von Unternehmensanleihen fundamental zu rechtfertigen. Als Ausweg vor Insolvenzen sind in einigen Sektoren auch eine fortschreitende Konsolidierung, Fusionen und Übernahmen zu erwarten.

Nachfrageüberhang dominiert und stützt

Während damit drohende Ausfälle und die Frage nach der zukünftigen Bonität der Unternehmen weiter für Unsicherheit sorgen, ist mit den EZB-Käufen für Unternehmensanleihen ein deutlicher Unterstützungsfaktor für die Märkte am Werk. Es ist weiter von monatlichen Einkaufstouren von bis zu 8 Mrd. Euro auszugehen. Im freien Markt verfügbare Euro- Investmentgrade-Unternehmensanleihen sind bereits jetzt ein begehrtes Gut: Per Ende 2020 weisen mehr als 37% der ausstehenden Volumina eine negative Rendite auf (siehe Abb. 3). Zudem erwarten viele Analysten nach Rekordneuemissionen im Jahr 2020 einen deutlichen Rückgang der Emissionstätigkeit, was den Nachfrageüberhang weiter verschärfen dürfte. Denn von Investorenseite sind auch 2021 Zuflüsse für Unternehmensanleihen zu erwarten.

Niedrigere Zinsen und Gesetzesänderungen lassen die Ausfälle in Europa langsamer ansteigen als in den USA

Phase der Bilanzreparatur droht vorzeitig beendet zu werden

Technische Faktoren bedingen eine Übernachfrage nach Unternehmensanleihen

Institutionelle Investoren müssen in Unternehmensanleihen umschichten, wenn Großteile der europäischen Staatsanleihen nur noch ein zinsloses Risiko darstellen und zeitgleich eine Erhöhung der Aktienquote nicht möglich ist.

Diese technischen Faktoren sollten die Märkte für Unternehmensanleihen unterstützen und mögliche Volatilität dämpfen. Wir erwarten, dass sich Unternehmensanleihen dank des Nachfrageüberhangs trotz angeschlagener Bilanzen und drohender Ausfälle vorerst weiter verteuern werden. Fundamental ist das Potenzial angesichts der noch herrschenden Risiken für Unternehmensanleihen aber begrenzt. Selbst Hochzinsanleihen sind nur noch 50 Basispunkte billiger als zu Jahresbeginn 2020. Positive Nachrichten zur Impfstoffentwicklung und wirtschaftlichen Erholung scheinen größtenteils eingepreist.

Opportunitäten bei Bankanleihen – ein genauerer Blick lohnt

Ein Sektor, der zu Unrecht in Sippenhaft genommen wurde, ist der europäische Bankensektor. Gestärkt durch Liquiditätsmaßnahmen der EZB, Lockerungen der Eigenkapitalanforderungen und ausgesetzten Dividendenzahlungen haben viele Finanzinstitute ihr Eigenkapital trotz Corona-Krise und erhöhter Kreditvorsorge aufpolstern können. Dazu überraschten viele Häuser mit besseren Erträgen und niedrigeren Kreditausfällen in den letzten zwei Quartalen. Trotz negativer Zinsen und noch zu erwartender Kreditausfälle stehen viele Institute im Vergleich zur Finanzkrise 2008 deutlich solider da: Komfortablere Kapitalpolster, reduzierte Problemkredite und Bilanzverkürzungen haben die Gesundheit europäischer Banken in den letzten Jahren verbessert.

Die tiefsten Nachranganleihen europäischer Banken (Contingent Convertibles (CoCos) oder deutsch Pflichtwandelanleihen) weisen immer noch eine attraktive Verzinsung auf. Interessanterweise sind die Risikoaufschläge europäischer CoCos, wie in Abbildung 4 zu sehen, noch etwas ca. 50% höher gegenüber den Tiefstständen des Februars, während andere Marktsegmente wie Euro High Yield, bei schlechterer Kreditqualität der Emittenten, die Corona-Krise bereits zu einem größeren Teil wieder ausgepreist haben. Ursächlich hierfür war unter anderem die Befürchtung, der Regulator könnte nach den Dividendenverboten auch die Kuponzahlung auf diese Instrumente beschränken. Nachdem für 2021 aber bereits wieder begrenzte Dividendenzahlungen freigegeben werden, sollte diese Sorge sukzessive ausgepreist werden.

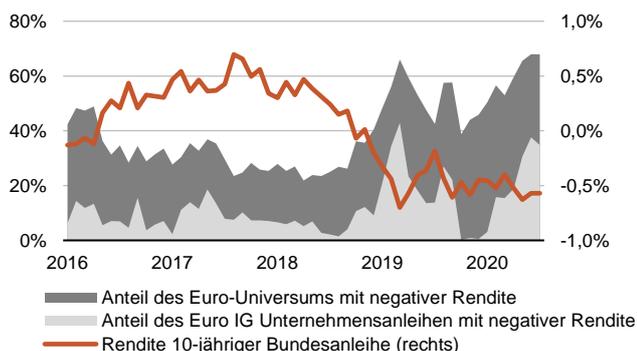
Unternehmensanleihen dürften sich dank des Nachfrageüberhangs weiter verteuern

Europäische Finanzinstitute sind besser als ihr Ruf bzw. sind die Bewertungen von Finanznachrichten für die Bilanzqualität zu günstig

Contingent Convertibles (CoCos) mit höheren Risikoaufschlägen und besserer Kreditqualität als Euro High Yield Anleihen

Abb. 3: Ein beachtlicher Teil des Euro-Universums rentiert negativ

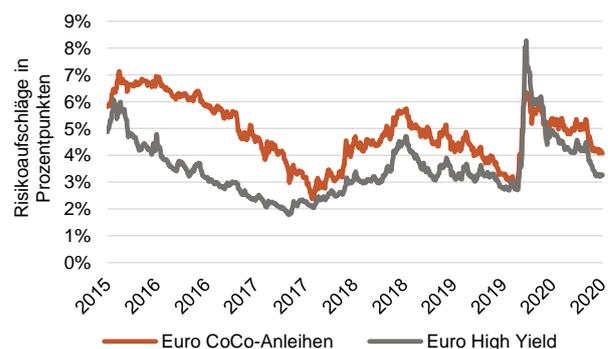
Anteil des breiten Euro Universums, sowie Unternehmensanleihen des Investmentgrades mit negativer Verzinsung



Zeitraum: 30.06.2016-31.12.2020, monatliche Daten
Quelle: ICE, Bloomberg, eigene Berechnungen

Abb. 4: Immer noch attraktive Bewertung in CoCo-Anleihen

Risikoaufschläge europäischer CoCo-Anleihen im Vergleich mit Risikoaufschlägen des Euro High Yield Segments in %



Zeitraum: 31.12.2015-31.12.2020, tägliche Daten
Quelle: JP Morgan, ICE, Bloomberg, eigene Berechnungen



Eine weitere Opportunität stellen die sogenannten „Legacy-Papiere“ von Banken dar. Es handelt sich um alte Nachranganleihen, welche unter der neuen Bankenregulierung bis Ende 2021 ihre Anrechenbarkeit auf das Eigenkapital verlieren. Ausstattungsmerkmale wie beispielsweise die Emission aus Tochterunternehmen, die Emission nach nicht-europäischem Recht oder fehlende Eingriffsmöglichkeit bei Kuponzahlungen, werden zukünftig von der europäischen Bankenaufsichtsbehörde (EBA) nicht mehr akzeptiert. Erst im Oktober forderte die EBA die Institute erneut auf, diese Titel zurückzukaufen, zu kündigen oder vertraglich abzuändern. Interessant erscheint hier eine Investition insbesondere vor dem Hintergrund, dass viele Papiere noch deutlich unter 100% notieren und ein Rückkauf oder eine Kündigung zweifelhafte Renditen für Investoren bedeuten können. Weitere Vorteile dieser Papiere sind die vergleichsweise gute Bonität der Schuldner, eine geringe Zinssensitivität und ein diversifizierender Charakter für das Gesamtportfolio.

Unserer Meinung nach sind beide Segmente als sehr attraktiv im aktuellen Marktumfeld zu bewerten. Mindestanlage-Volumen, ein intensiver Analyseaufwand des Wertpapierprospektes und eine ausreichende Diversifikation von Einzeltiteln sind nur einige Gründe, warum eine Investition über ein aktives und flexibles Fondskonzept die sinnvollste Anlageform in diesen Segmenten darstellt.

*Legacy-Papiere von Banken bieten interessante
Opportunitäten bei den Unternehmensanleihen*



IMPRESSUM

HERAUSGEBER

Prof. Dr. Bernd Meyer, CFA | Chefstrategie Wealth and Asset Management

AUTOR



Christian Bettinger, CFA | Leiter Fixed Income - Europäische/Globale Anleihen
Fondsmanager der Publikumsfonds Berenberg 1590 Renten Strategie und Berenberg Credit Opportunities, verantwortlich für die Selektion von Unternehmensanleihen.

christian.bettinger@berenberg.de

Zur Reihe Berenberg Märkte gehören folgende Publikationen:

- Monitor
- Fokus
- Investment Committee
- Protokoll

www.berenberg.de/publikationen

WICHTIGE HINWEISE

Bei dieser Information handelt es sich um eine Marketingmitteilung. Bei diesem Dokument und bei Referenzen zu Emittenten, Finanzinstrumenten oder Finanzprodukten handelt es sich nicht um eine Anlagestrategieempfehlung im Sinne des Artikels 3 Absatz 1 Nummer 34 der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 oder um eine Anlageempfehlung im Sinne des Artikels 3 Absatz 1 Nummer 35 der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 jeweils in Verbindung mit § 85 Absatz 1 WpHG. Als Marketingmitteilung genügt diese Information nicht allen gesetzlichen Anforderungen zur Gewährleistung der Unvoreingenommenheit von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen und unterliegt keinem Verbot des Handels vor der Veröffentlichung von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen. Diese Information soll Ihnen Gelegenheit geben, sich selbst ein Bild über eine Anlagemöglichkeit zu machen. Sie ersetzt jedoch keine rechtliche, steuerliche oder individuelle finanzielle Beratung. Ihre Anlageziele sowie Ihre persönlichen und wirtschaftlichen Verhältnisse wurden ebenfalls nicht berücksichtigt. Wir weisen daher ausdrücklich darauf hin, dass diese Information keine individuelle Anlageberatung darstellt. Eventuell beschriebene Produkte oder Wertpapiere sind möglicherweise nicht in allen Ländern oder nur in bestimmten Anlegerkategorien zum Erwerb verfügbar. Diese Information darf nur im Rahmen des anwendbaren Rechts und insbesondere nicht an Staatsangehörige der USA oder dort wohnhafte Personen verteilt werden. Diese Information wurde weder durch eine unabhängige Wirtschaftsprüfungsgesellschaft noch durch andere unabhängige Experten geprüft. Bei Investmentfonds sollten Sie eine Anlageentscheidung in jedem Fall auf Grundlage der Verkaufsunterlagen (wesentliche Anlegerinformationen, Verkaufsprospekt, aktueller Jahres- und ggf. Halbjahresbericht) treffen, denen ausführliche Hinweise zu den Chancen und Risiken des jeweiligen Fonds zu entnehmen sind. Bei Wertpapieren, zu denen ein Wertpapierprospekt vorliegt, sollten Sie die Anlageentscheidungen in jedem Fall auf Grundlage des Wertpapierprospekts treffen, dem ausführliche Hinweise zu den Chancen und Risiken des jeweiligen Finanzinstruments zu entnehmen sind, im Übrigen wenigstens auf Basis des Produktinformationsblattes. Alle vorgenannten Unterlagen können bei der Joh. Berenberg, Gossler & Co. KG (Berenberg), Neuer Jungfernstieg 20, 20354 Hamburg, kostenlos angefordert werden. Die Verkaufsunterlagen der Fonds sowie die Produktinformationsblätter zu anderen Wertpapieren stehen über ein Download-Portal unter Verwendung des Passworts „berenberg“ unter der Internetadresse <https://docman.vwd.com/portal/berenberg/index.html> zur Verfügung. Die Verkaufsunterlagen der Fonds können ebenso bei der jeweiligen Kapitalverwaltungsgesellschaft angefordert werden. Die jeweils konkreten Adressangaben stellen wir Ihnen auf Nachfrage gerne zur Verfügung. Die in diesem Dokument enthaltenen Aussagen basieren entweder auf eigenen Quellen des Unternehmens oder auf öffentlich zugänglichen Quellen Dritter und spiegeln den Informationsstand zum Zeitpunkt der Erstellung der unten angegebenen Präsentation wider. Nachträglich eintretende Änderungen können in diesem Dokument nicht berücksichtigt werden. Angaben können sich durch Zeitablauf und/oder infolge gesetzlicher, politischer, wirtschaftlicher oder anderer Änderungen als nicht mehr zutreffend erweisen. Wir übernehmen keine Verpflichtung, auf solche Änderungen hinzuweisen und/oder eine aktualisierte Information zu erstellen. Wir weisen darauf hin, dass frühere Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung sind und dass Depotkosten entstehen können, die die Wertentwicklung mindern. Zur Erklärung verwendeter Fachbegriffe steht Ihnen auf www.berenberg.de/glossar ein Online-Glossar zur Verfügung.

Datum: 27. Januar 2021

Joh. Berenberg, Gossler & Co. KG
Neuer Jungfernstieg 20
20354 Hamburg
Telefon +49 40 350 60-0
Telefax +49 40 350 60-900
www.berenberg.de
MultiAssetStrategyResearch@berenberg.de