

Produkt im Fokus

Februar 2007

Axel Potthof erläutert den europäischen Markt für High-Yield-Anleihen



Dr. Axel Potthof

Senior Vice President, Portfolio Manager

Dr. Potthof ist Senior Vice President und Portfoliomanager bei PIMCO Fixed Income Portfolio Management in München. Er ist Mitglied von PIMCO's Global High Yield Team mit Verantwortung für europäische High-Yield-Anleihen und Bankkredite. Dr. Potthof stiess 1998 zum Unternehmen, und war zuvor als wissenschaftlicher Mitarbeiter an der Universität Hagen und bei der Deutschen Bank tätig. Er veröffentlichte mehrere Artikel über festverzinsliche Papiere und steuerte einen Beitrag zur Fundamentalanalyse von Unternehmensanleihen zum Handbuch Portfoliomanagement (erschiene im Uhlenbruch Verlag) bei. Dr. Potthof verfügt über 15 Jahre Erfahrung im High-Yield-Bereich. Er hält einen Abschluss als diplomierter Betriebswirt der Universität Mannheim und einen Dokortitel (summa cum laude) der Universität Hagen.

Der europäische Markt für High-Yield-Anleihen mit Ratings von BB und niedriger ist in den vergangenen Jahren herangereift und erfreut sich bei Anlegern grosser Beliebtheit. Portfoliomanager Axel Potthof gibt im untenstehenden Interview einen Überblick über High Yield in Europa und die jüngsten Entwicklungen im Marktsegment.

Q: Der europäische High-Yield-Markt ist in den vergangenen Jahren durch eine sehr gute Performance aufgefallen. Was hat Europas High-Yield-Segment so erfolgreich gemacht?

Potthof: Die Performance des europäischen High-Yield-Marktes ist in der Tat bemerkenswert. Im Jahr 2006 erzielte der Markt eine Performance von rund 10%, ähnlich wie der US-Markt. In 2004 und 2005 gelang sogar eine Outperformance des US-Pendants. Dieses starke Abschneiden von High Yield ist unter anderem auf das weltweit stabile Wirtschaftswachstum, die hohe Liquidität im Markt für High Yield und die hohe Nachfrage nach Anleihen dieser Kategorie in Europa zurückzuführen. Europa profitierte lange Zeit ausserdem von niedrigeren Ausfallraten als die USA sowie ersten Erwartungen einer US-Konjunkturverlangsamung, während das europäische Wachstum weiter anhielt.

Die Bewertung der europäischen und amerikanischen High-Yield-Märkte liegt nun aber in etwa auf dem gleichen Niveau. Bei den Spreads, also den Renditedifferenzen zu Staatsanleihen, lassen sich keine wesentlichen Unterschiede mehr ausmachen, zumindest nicht im Bereich der Anleihen mit einem B-Rating. Zum Vergleich der beiden Märkte sind die nominalen Spreads um die unterschiedliche Duration zu bereinigen. Die kürzere Duration im europäischen Markt rechtfertigt die engeren Spreads.

Im etwas höheren Bonitätsbereich der BB-Ratings hingegen waren und sind die Spreads in Europa auch bereinigt um die Duration enger. Dies lässt sich auf die geringe Zahl von Unternehmen in diesem Sektor zurückführen. Zudem befinden sich

Produkt im Fokus

Februar 2007

die meisten dieser Unternehmen bereits wieder auf dem Weg zurück in den Investment-Grade-Bereich mit Bonitätsnoten von BBB und höher.

Q: Weshalb sind Emissionen mit BB-Ratings so selten in Europa?

Potthof: Das hängt mit der Marktstruktur zusammen. Die Rating-Qualität der Unternehmen in Europa ist tendenziell höher als in den USA, häufig wird ein Investment-Grade-Rating angestrebt. Die Mehrzahl der BB-Gesellschaften, die wir in Europa haben, sind so genannte Fallen Angels, die von den Rating-Agenturen in den schwierigen Jahren von 2001 bis 2003 von Investment Grade auf High Yield zurückgestuft wurden. Diese Unternehmen haben sich wieder erholt und der Markt berücksichtigt eine weitere Rating-Verbesserung bereits im Preis. Beispiele solcher Unternehmen sind etwa Ahold oder Alcatel, deren Anleihen bereits auf sehr engem Spread-Niveau handeln.

Q: Welchen Einfluss haben Unternehmensübernahmen durch Private-Equity- und Leveraged-Buyout-Investoren auf den europäischen High-Yield-Markt?

Potthof: Unternehmensübernahmen sind eine treibende Kraft hinter den hohen Emissionsvolumen im High-Yield-Markt, in den USA ebenso wie in Europa. Derzeit stammen in Europa ungefähr 65% der High-Yield-Anleihen aus Leveraged-Buyout-Finanzierungen, bei denen Anleihen zur Finanzierung von Übernahmen durch Private Equity begeben werden.

Q: Sie haben die niedrigen Ausfallraten in Europa erwähnt. Wie stehen die Default-Raten in Europa im globalen Vergleich da?

Potthof: Die Ausfallraten sind an den globalen High-Yield-Märkten auf historischen Tiefständen. Über die vergangenen zwölf Monate sind gemäss Moody's insgesamt lediglich 1,75% der Unternehmen am High-Yield-Markt in Konkurs gegangen. Dies ist der niedrigste Jahresendstand seit 1996 und liegt entsprechend deutlich unter dem langfristigen Durchschnitt von 4,5%. Bricht man diese globale Zahl auf Europa und die USA herunter, dann ist das Bild inzwischen ähnlich. In beiden Märkten liegt die Ausfallrate leicht unter 2%.

Q: Woher rühren diese tiefen Ausfallraten bei Unternehmensanleihen in Europa?

Potthof: Die niedrigen Default-Raten sind einerseits auf das gute Konjunkturmilieu zurückzuführen, andererseits auf die hohe Nachfrage nach Rentenpapieren des High-Yield-Marktes. Aufgrund der immer noch niedrigen Zinsen und einer gewissen Risikobereitschaft der Kreditgeber können auch finanziell schwächere Unternehmen derzeit relativ einfach Kredite aufnehmen. Dadurch fällt es den Unternehmen leicht, bestehende Schulden zu verlängern, so dass keine Liquiditätsprobleme und Zahlungsschwierigkeiten auftreten. Damit gibt es im Moment auch sehr wenig Konkurse. Ausserdem sind in den schwierigen Jahren 2001 bis 2002 viele schwache Unternehmen durch Konkurse von der Bildfläche verschwunden. Daher ist der Sektor im Moment relativ gesund.

Produkt im Fokus

Februar 2007

Q: Wie lange, denken Sie, dass diese tiefen Ausfallraten im High-Yield-Markt anhalten?

Potthof: Das hängt unter anderem von der Entwicklung des Wirtschaftswachstums ab und in Europa vor allem davon, wie stark sich eine Wachstumsverlangsamung in den USA auf Europa und die hiesigen Unternehmen auswirken wird. Es gibt verschiedene Anzeichen dafür, dass wir uns in einem ähnlichen Umfeld befinden wie Mitte der neunziger Jahre. Damals hatten wir eine Periode von mehreren Jahren mit recht stabilem Wachstum und relativ niedrigen Ausfallraten.

Das positive Umfeld für High Yield in Europa sollte daher durchaus noch einige Zeit erhalten bleiben. Die Investoren werden jedoch genau beobachten, ob diese positiven Bedingungen die Unternehmen zu mehr Risikofreude verleiten und wenn ja, welche Implikationen dies für die Finanzkennzahlen hat.

Q: Welche sind die grössten Investoren im europäischen High-Yield-Markt?

Potthof: Das kann von Emission zu Emission variieren. Grundsätzlich stehen die klassischen High-Yield-Fonds für 50%-60% der Investitionen in High Yield. Hedge Funds und so genannte Crossover-Investoren, die ursprünglich nur in Investment Grade anlegten und auf der Suche nach höheren Renditen auch in High Yield investieren, dürften ebenfalls zu den Hauptinvestoren zählen.

Q: Wie hat sich die Nachfrage nach High-Yield-Anleihen entwickelt?

Potthof: Die Nachfrage nach High-Yield-Bonds ist sehr hoch in Europa, und Neuemissionen sind häufig mehrfach überzeichnet. Das ist einerseits auf das stabile Umfeld zurückzuführen, andererseits auf die niedrigen Renditen im Investment-Grade-Bereich. Viele Anleger nähern sich auf der Suche nach höheren Renditen daher immer mehr dem High-Yield-Markt und nehmen entsprechende Anleihen als Beimischung in ihre Portfolios auf, so dass im Moment kein Nachlassen der Nachfrage zu sehen ist.

Q: Welche Entwicklung erwarten Sie angesichts der hohen Nachfrage bei den Emissionsvolumen?

Potthof: Das Neuemissionsvolumen ist über die vergangenen Jahre kontinuierlich gestiegen und hat zum Marktwachstum beigetragen. Nach einem Volumen von ungefähr 18 Milliarden € in 2005 wurde im vergangenen Jahr mit ungefähr 26 Milliarden € ein neuer Rekord aufgestellt. Diese Volumina sind problemlos vom Markt aufgenommen worden. In der Vergangenheit führte ein solcher Zuwachs an neuen Anleihen in der Regel zu einer kurzfristigen Ausweitung der Spreads im Sekundärmarkt. Investoren wurden vorsichtiger und haben sich defensiver positioniert, um an den Neuemissionen zu partizipieren. In 2006 war dies nicht der Fall, und wenn sich das Umfeld nicht verändert, dürfte die Nachfrage weiterhin hoch bleiben.

Ein weiterer Punkt, der auch in 2007 für eine hohe Nachfrage spricht, sind die anstehenden so genannten Redemptions, also Rückzahlungen von Anleihen auf Grund von Fälligkeiten. In diesem Jahr werden schätzungsweise bis zu 8 Milliarden € fällig. Hinzu kommen Kuponzahlungen in Höhe von etwa 5 bis 6 Milliarden €, die

Produkt im Fokus

Februar 2007

üblicherweise wieder investiert werden. Wenn in 2007 die Neuemissionsvolumen wiederum bei etwa 20 Milliarden € liegen, dann ist der Nettobetrag an neu verfügbaren Anleihevolumen gar nicht derart hoch. Das bedeutet, dass Portfoliomanager mehr oder weniger gezwungen sind, die Neuemissionen zu kaufen, um fällig gewordene Anleihen zu ersetzen. Insofern ist also allein deshalb nicht mit einer nachlassenden Nachfrage zu rechnen.

Die Redemptions könnten vielleicht noch höher ausfallen, wenn wir auch Anleihen mit Call-Optionen in Betrachtung ziehen, die dem Emittenten eine vorzeitige Rückzahlung vor Endfälligkeit ermöglichen. Daneben sind auch Tender-Angebote möglich, bei denen Emittenten ausserhalb der Call-Optionen gegen eine Prämie offerieren, Anleihen zurückzukaufen. Im Ergebnis könnte das Neuemissionsvolumen dann nur geringfügig über den Redemptions liegen.

Q: Lohnt es sich für einen Emittenten zurzeit, Anleihen zurückzukaufen beziehungsweise sich zu refinanzieren?

Potthof: Im Moment ist es für Emittenten klar günstiger, Anleihen zu begeben, als im Emissionszeitpunkt vieler der bestehenden Papiere. Einerseits sind die Spreads deutlich niedriger – und damit die Zinsen – als vor vielleicht drei oder vier Jahren, so dass die Finanzierungskosten insgesamt niedriger ausfallen. Andererseits hat sich die Finanzsituation vieler Emittenten durch den Schuldenabbau verbessert, so dass Investoren geringere Risikoprämien verlangen. Es gibt verschiedene Beispiele von Unternehmen, die durch eine Refinanzierung ihre Zinskosten um 2% bis 3% reduzieren konnten.

Q: Könnten die günstigen Finanzierungsmöglichkeiten dazu führen, dass die Verschuldung bei europäischen Unternehmen wieder steigen wird?

Potthof: Wir konzentrieren uns nicht so sehr auf die absolute Schuldenlast, sondern vielmehr auf dynamische Grössen wie die Verschuldung relativ zum Cashflow oder die Schulden im Vergleich zum Ebitda, also dem Gewinn vor Zinsen, Steuern, Abschreibungen und Amortisationen. Die Schulden sind bei den europäischen Unternehmen in den vergangenen Jahren zwar gestiegen, allerdings ist der Ebitda noch stärker gewachsen. Dadurch ist der Leverage laufend gefallen, auch im Verlauf von 2006.

Von diesen bestehenden Emittenten unterscheiden sich aber viele der neuen Unternehmensschuldner. Oft gelangen sie als Folge eines Leveraged Buyout an den Kapitalmarkt und fallen durch riskantere Finanzierungen und einen höheren Fremdfinanzierungsgrad auf. Mit diesen Neuemittenten steigt somit auch das Risiko für den Gesamtmarkt etwas.

Q: Das klingt nach einer Zweiklassengesellschaft unter den Emittenten im High-Yield-Markt.

Potthof: Genau, wir haben einerseits die so genannten „seasoned Issuers“, das heisst bestehende Emittenten von Unternehmensanleihen. Diese hatten meist eine sehr gute

Produkt im Fokus

Februar 2007

Gewinnentwicklung, was zur Verengung der Spreads beitrug. Andererseits haben wir neue Namen am Markt mit deutlich höherer Verschuldung, bei denen wir auch vorsichtig sind. Wir beobachten in manchen Fällen zuerst über mehrere Quartale, wie sich diese Unternehmen entwickeln und ob sie ihre Verschuldung zurückfahren können, bevor wir investieren. Diese Emittenten müssen sich also erst noch beweisen.

Q: Welche Rolle spielen Covenants, das heisst Klauseln, die Emittenten zur Erfüllung von Auflagen oder Bilanzkennzahlen verpflichten, im gegenwärtigen Umfeld hoher Nachfrage?

Potthof: Covenants sind ein sehr wichtiges Element bei der Investition in High Yield. Insgesamt haben wir in diesem Marktumfeld festgestellt, dass sich die Covenants etwas verschlechtert haben. Die gründliche Überprüfung der Covenants einer Anleihe ist daher in letzter Zeit immer wichtiger geworden. Die Branche kennt ein so genanntes „Standard High Yield Covenant Package“, und bei jeder Anleihe überprüfen PIMCO's Analysten, ob das Paket vollständig ist und wie die Covenants formuliert sind.

Der Trend zu weiter gefassten Covenants ist typisch für die gegenwärtig positive Marktphase, denn Covenants sind wie Spreads Gegenstand der Preisfindung am Markt. Je höher die Nachfrage, desto leichter ist es für Emittenten, die Covenants etwas zu lockern. Bei einem schwachen Emittenten, dessen Anleihe auf wenig Nachfrage stösst, haben wir als Investoren eher die Möglichkeit, auf eine engere Fassung der Covenants hinzuwirken.

Q: Haben sich Anleger von der Verschlechterung der Covenants abschrecken lassen?

Potthof: Der Trend der weiter gefassten Covenants ist ja nicht dramatisch. Es ist jedoch so, dass in einem Umfeld niedriger Renditen High-Yield-Anleihen vermehrt von Anlegern gekauft werden, die sich traditionell auf Investment-Grade-Anleihen beschränkt haben. Diese Anleger sind vielleicht nicht ganz so versiert im High-Yield-Segment und sind gegenüber Covenants daher auch weniger kritisch. Klassische High-Yield-Investoren wie PIMCO haben immer auf die Covenants geachtet und tun dies auch weiterhin.

Q: Setzen Unternehmen die Covenants in Anleiheemissionen auch als Mittel zur Abschreckung von Übernahmen ein?

Potthof: Im High-Yield-Bereich ist dies auf jeden Fall so. Ein Covenant, der bei High Yield zum Standardpaket gehört, ist der so genannte „Change of Control“-Put, der einem Investor im Falle einer Übernahme die Möglichkeit gibt, die Anleihe zu einem Preis von 101 an den Emittenten zurückzukaufen. Das ist eine wirksame Waffe, insbesondere dann, wenn die Anleihen unter pari, also unter 100, notieren. Wenn die Anleihe bei 105 oder 110 steht, ist der Put natürlich wertlos. Es ist aber oft so, dass eine Übernahme zu einer ausserplanmässigen Rückzahlung der Anleihe führt, weil ausstehende Anleihen einer Umstrukturierung des Unternehmens im Weg stehen können.

Produkt im Fokus

Februar 2007

Q: Sind europäische High-Yield-Anleihen angesichts der engen Spreads immer noch attraktiv?

Potthof: Aus strategischer Sicht kann eine Allokation in High Yield für Investoren auf jeden Fall Sinn machen. Der Markt ist mittlerweile voll entwickelt und gut diversifiziert. Vor vier, fünf Jahren war er im Gegensatz dazu noch sehr konzentriert mit wenigen Emissionen aus wenigen Sektoren. In Bezug auf das Timing hängt die Beurteilung der Attraktivität von High Yield freilich davon ab, wie man die zukünftigen Wachstumsentwicklungen einschätzt. Wir glauben, dass diese gesunde fundamentale Entwicklung durchaus noch einige Zeit andauern kann.

High Yield ist zwar teurer geworden, aber auch andere Sektoren haben zugelegt, so dass wir High Yield aus relativer Sicht nicht als überbewertet betrachten. Es ist wichtig zu sehen, dass die Ausfallraten im Moment sehr gering sind, und ein starker Anstieg der Ausfälle ist derzeit nicht unmittelbar abzusehen, so dass wir den Sektor weiterhin als attraktiv betrachten.

Q: Wo sehen Sie im Moment das grösste Risiko im High-Yield-Bereich?

Potthof: Wir behalten den bereits erwähnten Leverage sehr genau im Auge und investieren daher auch nicht in neue Emittenten, bei denen die Verschuldung einfach zu hoch ist. Wir arbeiten bei High Yield auch eng mit PIMCO's Credit-Research-Team zusammen, dessen Analysten alle Unternehmen besucht haben, in die wir investieren, und die eigene Studien zu diesen Emittenten erstellt haben.

Q: Gibt es Unternehmenssektoren oder Bereiche im High-Yield-Markt, die Sie favorisieren?

Potthof: Gemäss unserem Anlageansatz suchen wir Unternehmen, die nicht zu hoch verschuldet sind und die stabile Cashflows generieren. Ein Unternehmen sollte also einen festen, diversifizierten Kundenstamm haben und ein Geschäftsmodell, das von konjunkturellen Schwankungen weitgehend unabhängig ist, so dass sich ein regelmässiger und planbarer Einkommensstrom ergibt. Neben stabilen Cashflows achten wir auch auf einen gesunden Bestand an Vermögenswerten. In Europa führt uns dieser Kriterienkatalog zu Telekommunikations- und Kabelnetzbetreibern, teilweise auch in den Energiesektor mit Versorgungsunternehmen sowie so genannte „Directories“, also Anbieter von Verzeichnissen wie den Gelben Seiten.

Q: Nach den spektakulären finanziellen Schwierigkeiten von Telekom-Gesellschaften vor rund fünf Jahren erscheint der Sektor auf den ersten Blick als ein eher überraschender Kandidat.

Potthof: Der Punkt ist, dass die weniger stabilen Telekom-Unternehmen damals fast alle in Konkurs gegangen sind. Diese Gesellschaften hatten keine Cashflows, sondern basierten lediglich auf Geschäftsplänen, zu deren Finanzierung Anleihen begeben wurden. Darum hat PIMCO diese Unternehmen damals weitgehend vermieden. Die Telekom-Gesellschaften, die wir heute am High-Yield-Markt sehen, haben bestehende Netzwerke und einen Kundenstamm, der Cashflows generiert.

Produkt im Fokus

Februar 2007

Die Situation ist ähnlich bei Kabelnetzbetreibern, deren Leverage vor fünf Jahren massiv höher war, weshalb viele in Konkurs gingen. Mit dem heutigen Leverage muss man als Anleger zwar immer noch genau hinschauen, denn schliesslich bewegen wir uns im High-Yield-Bereich, allerdings können die Unternehmen die Schuldenlast heute tragen, was vor fünf Jahren nicht der Fall war.

Q: In welchen High-Yield-Sektoren raten Sie zur Vorsicht?

Potthof: Besonders vorsichtig sind wir bei allem, was mit Hoch- und Informationstechnologie zusammenhängt aufgrund der üblicherweise sehr hohen Schwankungen in den Cashflows dieser Unternehmen. Zurückhaltend sind wir ausserdem im Einzelhandelsbereich, in dem die Unternehmen oft nur geringe Vermögensbestände haben und von Modeströmungen abhängig sind. Dadurch sind die Volatilität und das Verlustpotential im Einzelhandelsbereich sehr hoch.

Q: Vielen Dank für das Gespräch, Herr Potthof.

London

PIMCO Europe Ltd
Nations House
103 Wigmore Street
London W1U 1QS
England
44-20-7872-1300

München

PIMCO Europe Ltd, Zweigniederlassung München
Nymphenburger Straße 112-116
80636 München
Deutschland
49-89-1221-90

Amsterdam

PIMCO Europe Ltd, Amsterdam Branch
Schiphol Boulevard 315
Tower A6
1118 BJ Luchthaven Schiphol
The Netherlands
Tel: +31 20 655 4710
Fax: +31 20 655 4720

PIMCO Europe Ltd., PIMCO Europe Ltd. Amsterdam Branch und PIMCO Europe Ltd. Zweigniederlassung München sind von der Financial Services Authority in Großbritannien zugelassen und werden von dieser beaufsichtigt. PIMCO Europe Ltd. Zweigniederlassung München unterliegt zusätzlich der Aufsicht durch die BaFin gemäß § 53b des Gesetzes über das Kreditwesen in Deutschland und PIMCO Europe Ltd. Amsterdam Branch unterliegt zusätzlich der Aufsicht durch die AFM in den Niederlanden. Die Dienstleistungen und Produkte, die PIMCO Europe Ltd. anbietet, sind nur für Anleger bestimmt, die unter die Kategorien "Market Counterparty" oder "Intermediate Customer" fallen, wie sie im Handbuch der Financial Services Authority

Produkt im Fokus

Februar 2007

definiert werden. Sie stehen Kleinanlegern nicht zur Verfügung, die sich nicht auf die vorliegende Mitteilung verlassen sollten.

Jeder Sektor des Rentenmarktes birgt Risiken. Manche Anleihen können Gewinne erzielen und es können von Zeit zu Zeit Steuerverbindlichkeiten entstehen. Jegliche Garantie bei Staatsanleihen bezieht sich lediglich auf die pünktliche Rückzahlung des gezahlten Kapitals und die Zinszahlungen. Die Anteile eines Portfolios, das in Staatsanleihen investiert, werden nicht garantiert. Bei Unternehmensanleihen gibt es keine Garantie, dass der Emittent seine Verpflichtungen erfüllen wird.

Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist keine Garantie für die zukünftige Wertentwicklung. Diese Veröffentlichung gibt die Meinung des Verfassers zum Zeitpunkt ihrer Erstellung wieder, aber nicht unbedingt die der PIMCO Gruppe. Sie stellt keine Empfehlung für eine bestimmte Wertpapierstrategie oder ein bestimmtes Anlageprodukt dar und es wird keine Garantie dafür gegeben, dass die oben genannten Szenarien definitiv eintreten werden. Die vom Verfasser geäußerten Ansichten können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Diversifikation sichert nicht vor Verlusten. Die hier enthaltenen Informationen stammen aus Quellen, die wir für zuverlässig halten. Jedoch wird keine Gewähr für deren Richtigkeit und Vollständigkeit übernommen. Diese Veröffentlichung dient ausschließlich zu Informationszwecken und sollte nicht als Anlageberatung oder als ein Angebot zum Verkauf eines Wertpapiers verstanden werden. Ohne ausdrückliche schriftliche Erlaubnis darf kein Teil dieser Veröffentlichung in irgendeiner Form vervielfältigt oder in anderen Publikationen zitiert werden.