CREDIT SPECIAL

11. November 2020

Hybridanleihen: Rechtzeitig Abwehrkräfte stärken

AUTOR
Ulrich Kirschner, CFA
Senior Credit Analyst
Telefon: 0 69/91 32-28 39
research@helaba.de

REDAKTION
Stefan Rausch
Leiter Credit Research

HERAUSGEBER
Dr. Gertrud R. Traud
Chefvolkswirt/
Leitung Research

Helaba
Landesbank
Hessen-Thüringen
MAIN TOWER
Neue Mainzer Str. 52-58
60311 Frankfurt am Main
Telefon: 0 69/91 32-20 24
Telefax: 0 69/91 32-22 44

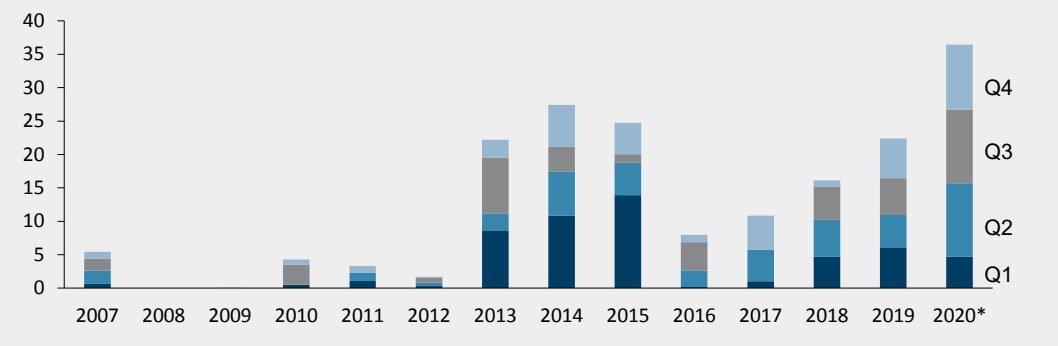
Das Platzierungsvolumen von EUR Hybridanleihen steuert im laufenden Jahr einen neuen Spitzenwert an. Zu dieser Entwicklung haben nicht zuletzt die deutlich gesunkenen Kapitalkosten dieser Bonds beigetragen. Eigenkapitalähnliche nachrangige Anleihen bieten Unternehmen eine vergleichsweise einfache und kostengünstige Variante, ihre Investitionsvorhaben bilanz- und bonitätsschonend zu finanzieren. Diese Vorzüge dürften Unternehmen gerade im aktuell schwierigen wirtschaftlichen Umfeld zunehmend zu schätzen wissen. Daher ist damit zu rechnen, dass in den kommenden Monaten weiterhin vermehrt Emittenten aus zyklischen Sektoren diese Instrumente nutzen. Parallel dazu werden auch in diesem Fremdkapitalsegment Nachhaltigkeitsaspekte rasant an Bedeutung gewinnen.

Hybridanleihen auf Rekordkurs

Die Emissionstätigkeit im Hybrid-Segment hat sich im laufenden Jahr so dynamisch entwickelt wie in keinem anderen Bereich des EUR Corporates Primärmarkts. Mit rund 36 Mrd. EUR lag das Platzierungsvolumen gegen Ende Oktober rund 60 % über dem Niveau des gesamten Vorjahres sowie um ein Drittel über dem des bisherigen Rekordjahres 2014. Immerhin nahmen die Emittenten am Primärmarkt für EUR Corporate Bonds in den ersten zehn Monaten mehr als 8 % ihres Finanzierungsbedarfs in Form von Hybridkapital auf. Dabei hat die Karriere des Finanzinstruments erst vor wenigen Jahren begonnen. Bedeutendere Summen wurden erstmals 2013 emittiert. Seitdem hat sich das Instrument jedoch als wichtiger Teil des Corporate Primärmarkts etabliert.

Hybridanleihen gefragter denn je

Emissionsvolumen (in Mrd. EUR)



*Emissionen bis Ende Okt. 2020 berücksichtigt.
Quellen: Bloomberg, Helaba Volkswirtschaft/Research

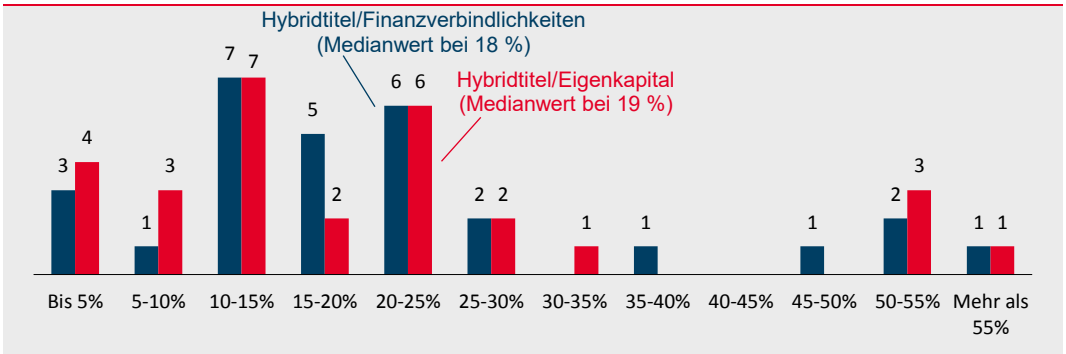
Die Publikation ist mit größter Sorgfalt bearbeitet worden. Sie enthält jedoch lediglich unverbindliche Analysen und Prognosen zu den gegenwärtigen und zukünftigen Marktverhältnissen. Die Angaben beruhen auf Quellen, die wir für zuverlässig halten, für deren Richtigkeit, Vollständigkeit oder Aktualität wir aber keine Gewähr übernehmen können. Sämtliche in dieser Publikation getroffenen Angaben dienen der Information. Sie dürfen nicht als Angebot oder Empfehlung für Anlageentscheidungen verstanden werden. Die Informationen dieser Publikation stellen keine Anlageberatung dar. Anlageentscheidungen können nur auf Grundlage des Verkaufsprospektes und nach einer eingehenden Beratung durch Ihre Hausbank oder Ihren örtlichen Finanzberater getroffen werden

Eigenkapital-Anrechnung wichtigster Pluspunkt

Viele Emittenten verbinden mit der Begebung von Hybridkapital das Ziel, ihre Finanzierungsquellen weiter zu diversifizieren und neue Investorengruppen zu erschließen. Dass sich die Popularität des Instruments gerade 2020 deutlich erhöht hat, hat aber einen anderen Grund. Der scharfe wirtschaftliche Abschwung infolge der Corona-Krise hat die Geschäftsentwicklung vieler Firmen merklich belastet und damit auch die Kredit- und Liquiditätsprofile stark unter Druck gebracht. Hybridanleihen bieten den Unternehmen eine im Vergleich zu Kapitalerhöhungen kostengünstige Möglichkeit, ihren Finanzbedarf bonitäts- und bilanzschonend zu decken.

Hybridanleihen oft wichtiger Teil der Kapitalstruktur

Emittenten 2020: Ausstehendes Hybridkapital relativ zu ausgewiesenen Finanzverbindl. ohne Leasing bzw. bilanz. Eigenkapital (in %)



*Stand vom 06.11.2020. Quellen: Bloomberg, Helaba Volkswirtschaft/Research

So rechnen die Ratingagenturen die Titel unter bestimmten Umständen nur zum Teil den Schulden zu. Um in den Genuss dieser Sonderbehandlung zu kommen, müssen allerdings bestimmte Kriterien, wie z.B. eine sehr lange Laufzeit oder die Aufschiebbarkeit von Kuponzahlungen, erfüllt sein. Je nach konkreter Ausgestaltung fällt der zuerkannte Equity Credit unterschiedlich hoch aus. In den meisten Fällen beträgt er jedoch 50 %. Eine Anpassung der Methodologie bei Standard&Poor's Anfang 2018 hat die Flexibilität der Unternehmen bei der Begebung von Hybridkapital noch zusätzlich erhöht: Seitdem ist eine frühzeitige Ablösung von Hybrid-Titeln durch neue Anleihen dieses Typs auch ohne Verlust dieses Privilegs möglich[1].

Die Gesamthöhe des von den Agenturen gewährten Equity Credits unterliegt allerdings Beschränkungen. So erkennt Moody's maximal 30 % des adjustierten Eigenkapitals an[2]. Bei Standard&Poor's liegt die Schwelle in der Regel bei 15 % des Kapitals der Gesellschaft, definiert als Summe aus Finanzverbindlichkeiten, Hybridanleihen und Eigenkapital (adjustiert um den Goodwill)[3].

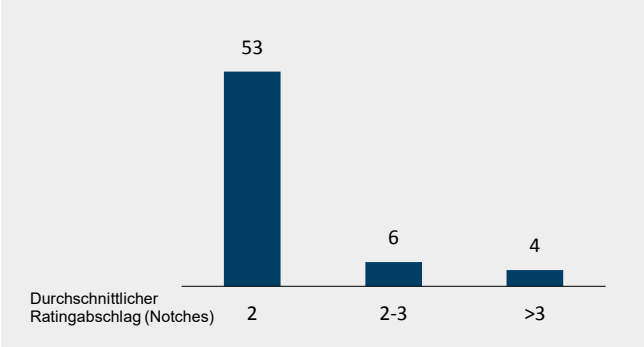
Als Nachrangtitel werden Hybridanleihen von den Ratingagenturen mit einem Abschlag gegenüber dem Emittentenrating eingestuft. Üblicherweise betrug der Abstand bei den seit Anfang 2019 platzierten Anleihen zwei Ratingstufen. Die emittierenden Unternehmen verfügten in der Regel über Bonitätseinschätzungen von mindestens zwei Agenturen.

Nach IFRS können Hybrid-Papiere sogar vollständig dem Eigenkapital zugeschlagen werden, während die Kuponzahlungen in vielen Ländern weiterhin steuerabzugsfähig bleiben. Gemäß IAS 32 ist hierfür allerdings Voraussetzung, dass die Anleihe in der Rangordnung hinter allen weiteren Finanzverbindlichkeiten des Unternehmens steht, eine Verschiebung oder ein Ausfall der Kuponzahlung möglich ist und das Papier ohne feste Endlaufzeit begeben wird. Im laufenden Jahr liegt der Anteil dieser sogenannten Perpetuals bei rund 80 %. Bei Hybridanleihen wird die Kündigung durch den Emittenten üblicherweise für die ersten 5 Jahre nach der Platzierung ausgeschlossen (first call date); aber auch längere Zeiträume von bis zu 10 Jahren sind nicht selten.

[1] Vgl. Standard&Poor's: Methodology And Assumptions: Assigning Equity Content To Hybrid Capital Instruments Issued By Corporate Entities And Other Issuers Not Subject To Prudential Regulation vom 16.Janunar 2018
[2] Vgl. Moody's: Cross-Sector Rating methodology. Hybrid Equity Credit vom 10. September 2018.
[3] Vgl. Standard&Poor's:Hybrid Capital Handbook vom 12.Mai 2008.

Ratingabschlag üblicherweise 2 Stufen

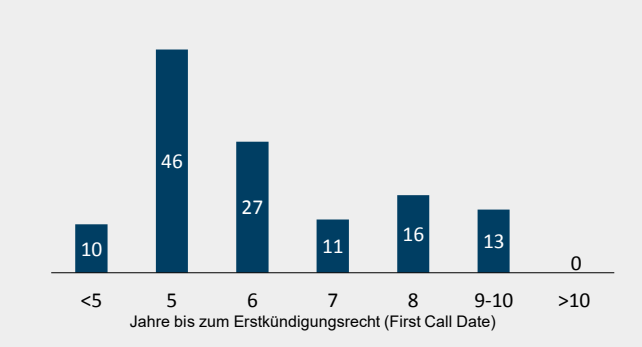
Emissionen seit Anfang 2019: Gemittelter Ratingabschlag ggü. Emittenten-Rating



Quellen: Bloomberg, Helaba Volkswirtschaft/Research

Hybrid-Bonds meist mit Call Option nach 5 Jahren

Anzahl der Hybridbonds seit 2016 nach Jahren zum Erstkündigungsrecht



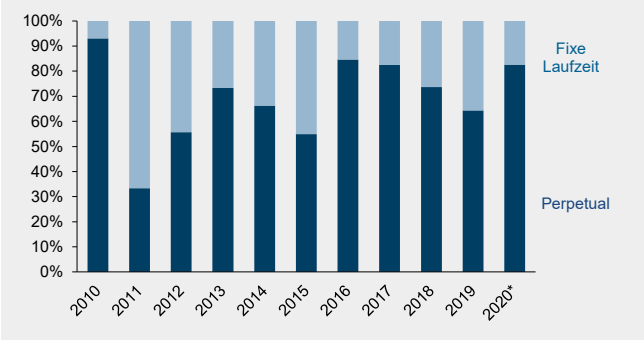
Quellen: Bloomberg, Helaba Volkswirtschaft/Research

Debutemittenten und Aufstockungen treiben den Markt

In den vergangenen Monaten hat vor allem die deutlich gestiegene Zahl an Emittenten, die das Instrument zum ersten Mal nutzen, das Marktwachstum befeuert. Debutemittenten begaben 2020 bis dato 13,1 Mrd. EUR verglichen mit nur 3,2 Mrd. EUR im Vorjahr. Das entspricht einem relativ hohen Anteil von 36 %. Darüber hinaus haben sich einige Unternehmen, die bereits über Hybridkapital verfügten, zur Platzierung zusätzlicher Anleihen entschlossen. Mehr als jeder dritte Euro stammte aus der Erweiterung von Engagements. Hingegen spielten Refinanzierungen fälliger Papiere eine geringere Rolle als noch 2019.

Emissionen ohne Laufzeitende die Regel

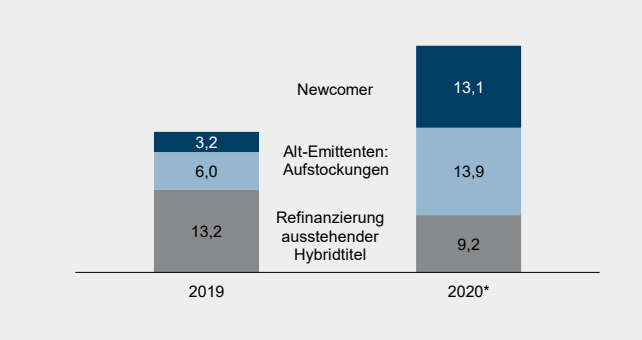
in % des Platzierungsvolumens



*Emissionen bis Ende Okt. 2020 berücksichtigt
Quellen: Bloomberg, Helaba Volkswirtschaft/Research

Deutlich mehr Newcomer als im Vorjahr

Volumen (in Mrd. EUR)

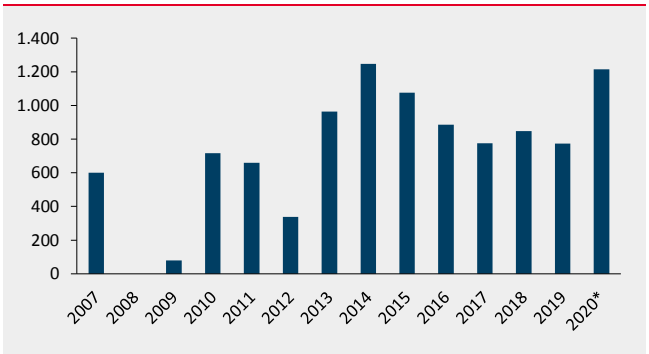


*Emissionen bis Ende Okt. 2020 berücksichtigt.
Quellen: Bloomberg, Helaba Volkswirtschaft/Research

Im Vergleich zum Vorjahr hat sich die Anzahl der platzierten Titel zwar nicht sonderlich erhöht, die emittierenden Firmen sammelten jedoch höhere Summen ein. Im Schnitt wurden bei jeder der 30 Transaktionen rund 1,2 Mrd. EUR begeben. Allerdings ist die Bandbreite recht groß: Während die kleinste Transaktion gerade einmal ein Volumen von 75 Mio. EUR hatte, wurden in der Spitze knapp 5 Mrd. EUR platziert. Auch der Branchenmix hat sich zuletzt deutlich verändert. Während in den meisten Jahren defensive Sektoren das Bild prägten, haben zuletzt deutlich mehr zyklische Unternehmen das Hybrid-Segment zur Kapitalaufnahme genutzt. Insbesondere in konjunktursensitiven Branchen dürften viele Gesellschaften die Notwendigkeit gesehen haben, dem steigenden Druck auf die Kreditprofile auch durch die Ausgabe von speziellem Nachrangkapital entgegen zu wirken.

Emissionen im Schnitt deutlich größer als im Vorjahr

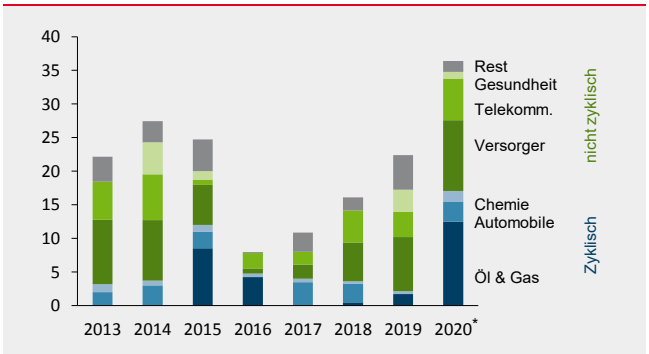
Durchschnittliches Transaktionsvolumen (in Mio. EUR)



*Emissionen bis Ende Okt. 2020 berücksichtigt.
Quellen: Bloomberg, Helaba Volkswirtschaft/Research

Auffällig viele Zykliker am Markt

Volumen (in Mrd. EUR)

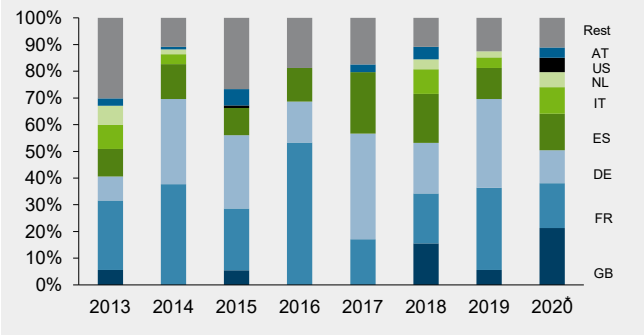


*Emissionen bis Ende Okt. 2020 berücksichtigt.
Quellen: Bloomberg, Helaba Volkswirtschaft/Research

Im laufenden Jahr dominierten insbesondere Emittenten aus Großbritannien, Frankreich und Deutschland das Geschehen. Sie vereinen bisher mehr als die Hälfte des Marktvolumens auf sich. Insbesondere deutsche und französische Emittenten sind traditionell auf dem Markt sehr präsent. Allerdings ist die regionale Streuung 2020 gestiegen. Emittenten aus 16 Ländern haben frisches Geld am Hybridmarkt aufgenommen. Dass das Hybrid-Segment in immer mehr Regionen auf Interesse stößt, dürfe die langfristige Wachstumsdynamik unseres Erachtens beflügeln.

Ländermix wird bunter

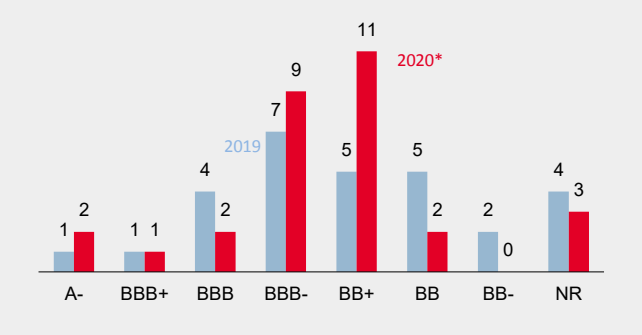
Volumen (in %)



*Emissionen bis Ende Okt. 2020 berücksichtigt.
Quellen: Bloomberg, Helaba Volkswirtschaft/Research

Hybrid-Ratings meist im Grenzbereich des IG

Anzahl der Hybridanleihen nach Ratingkategorien



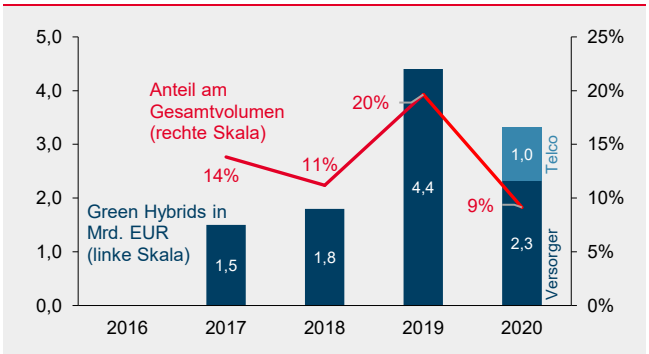
*Emissionen bis Ende Okt. 2020 berücksichtigt.
Quellen: Bloomberg, Helaba Volkswirtschaft/Research

Going Green – Auch bei Hybridanleihen der Trend

Wie bei anderen Finanzinstrumenten liegen auch bei Hybridanleihen nachhaltige Finanzierungen voll im Trend. Gegenwärtig machen grüne Titel 9 % des gesamten Hybridemissionsvolumens aus und erreichen damit im Vergleich zum Gesamtmarkt für EUR Corporates einen überdurchschnittlichen Anteil. Hier lag die Quote 2020 bis dato bei 5,4 %. Gleichwohl kommen grüne Hybridtitel bisher fast ausschließlich aus dem Versorger-Sektor (14 Emissionen seit 2017), wo sie vor allem der Finanzierung von Renewable-Energy-Projekten dienen. Im Telekommunikationssektor war dagegen der Glasfaser-Ausbau der bestimmende Verwendungszweck grüner Bonds. Allerdings bleibt die Anzahl der Projekte, in die eine zweckgebundene grüne Finanzierung fließen kann, wohl begrenzt, auch wenn die von der EU recht offen formulierte Taxonomie ökologisch nachhaltiger Aktivitäten dieses Segment für weitere Sektoren öffnet. Bei anderen Instrumenten, wie etwa dem Schuldschein, haben sich daher parallel sogenannte Sustainability-linked Strukturen etabliert (vgl. Credit Special: Corporate Schuldscheindarlehen – ESG prägt den Markt nachhaltig vom 14.05.2020). Bei diesen Papieren unterliegen die Emissionserlöse keiner Zweckmittelbindung. Stattdessen sind die Zinskosten an konkrete Nachhaltigkeitsindikatoren gekoppelt, beispielsweise den CO2-Ausstoss eines Unternehmens, oder hängen von der Einstufung des Emittenten durch spezielle Nachhaltigkeitsrating-Agenturen ab. Wir halten es für möglich, dass sich dieser Trend auch auf dem Hybridmarkt durchsetzen wird. Damit könnte diese Form der nachhaltigen Finanzierung für eine Vielzahl von Branchen interessant werden.

Hoher Anteil an grünem Hybridkapital …

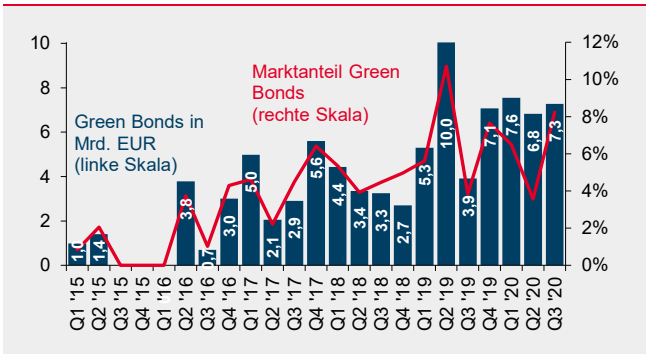
Hybrid-Segment: Volumen in Mrd. EUR bzw. Marktanteil in %



Quellen: Bloomberg, Helaba Volkswirtschaft/Research

… übertrifft Marktanteil im Gesamtmarkt

Primärmarkt EUR Corporate Bonds: Volumen in Mrd. EUR bzw. Marktanteil in %



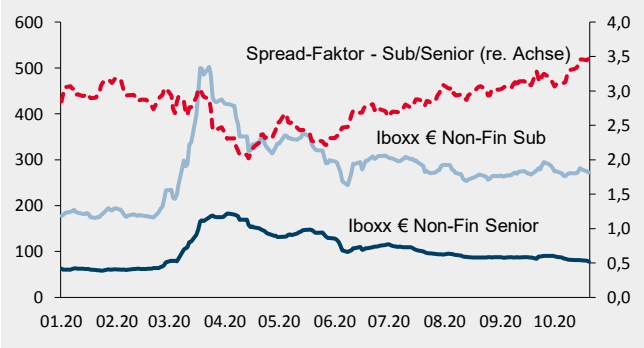
Quellen: Bloomberg, Helaba Volkswirtschaft/Research

Kapitalkosten in den letzten Jahren deutlich gesunken

Der Pandemieausbruch hat auch die Spreads von Nachrang-Anleihen in der ersten Jahreshälfte 2020 deutlich in Mitleidenschaft gezogen. In der nachfolgenden Markterholung sind die Risikoprämien bei Hybridtiteln zwar merklich zurückgegangen, aufgrund der Stützungskäufe der EZB konnten sich Senior Bonds allerdings deutlicher besser entwickeln. Das Spread-Verhältnis von Nachrang-Anleihen zu Senior-Titeln hat sich in der Folge auf 3,5x erhöht.

Spread-Abstand zu Senior-Bonds zuletzt gestiegen

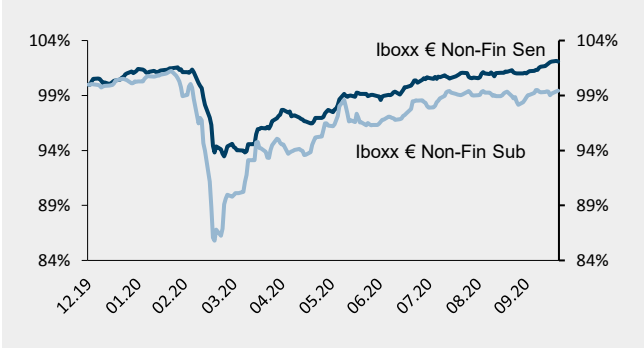
ASW (linke Skala, in Bp.) bzw. Spread-Faktor (rechte Skala, x-faches)



Quellen: Datastream, Helaba Volkswirtschaft/Research

EZB sorgt für höhere Gesamtrendite bei Seniors

Total Return (normiert zu 100)

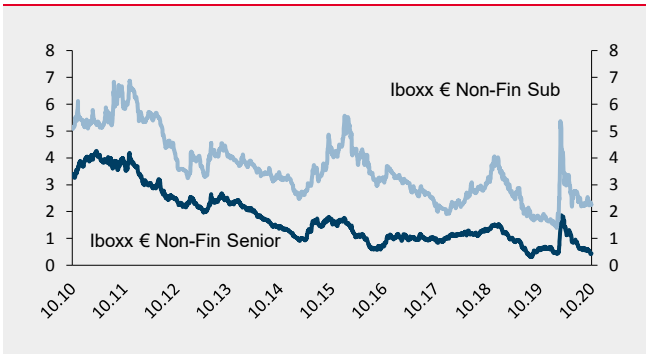


Quellen: Datastream, Helaba Volkswirtschaft/Research

Zwar dürfte die Fortführung der EZB-Programme die Verzerrung des Spreadgefüges zugunsten des Senior Unsecured-Segments tendenziell weiter befördern, in der Summe sorgt die lockere Geldpolitik aber auch bei Hybridanleihen für deutlich günstigere Refinanzierungskosten. Diese hatten sich aufgrund der rückläufigen Basiszinsen in den vorangegangenen Jahren bereits merklich verbilligt. Die historische Betrachtung zeigt zudem, dass die aktuelle Relation der Risikoprämien von Hybridkapital zu Senior Bonds trotz des jüngsten Anstiegs nicht sonderlich hoch ist. Der Mittelwert der letzten 10 Jahre lag bei 3,6x.

Sinkende Refinanzierungskosten

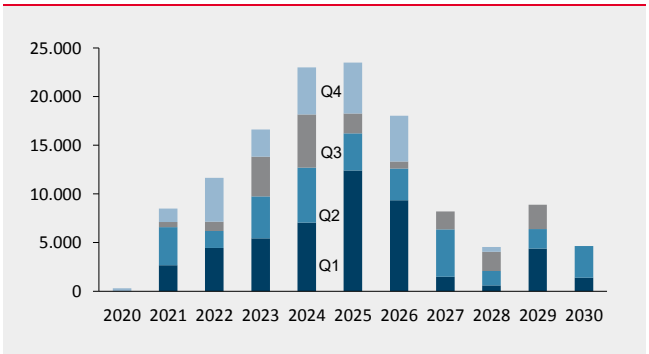
Rendite (in %)



Quellen: Datastream, Helaba Volkswirtschaft/Research

Fälligkeitsschwerpunkt in den Jahren 2024 / 2025*

Volumen nach erstem Call Date (in Mio. EUR)



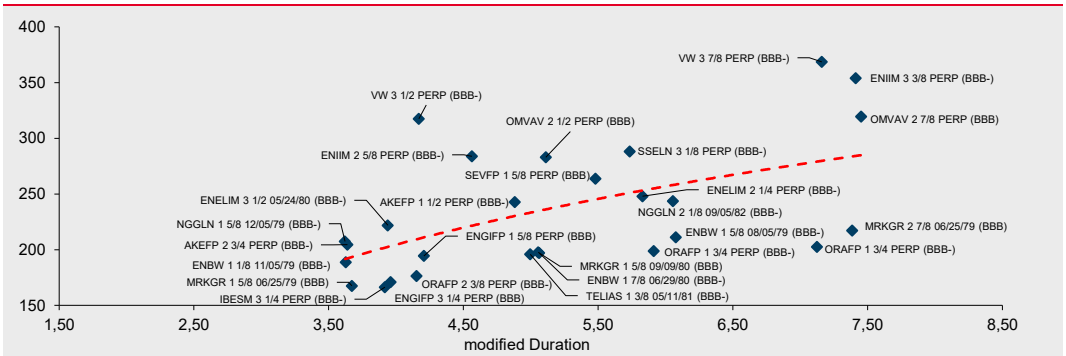
*ohne Banken, Finanzdienstleister, Versicherungen und Immobiliengesellschaften
Quellen: Bloomberg, Helaba Volkswirtschaft/Research

Sektorzugehörigkeit derzeit wichtigste Spread-Determinante

Insbesondere defensiv ausgerichtete Unternehmen können sich im Hybridsegment gegenwärtig vergleichsweise günstig refinanzieren. Die Titel von Versorgern weisen die niedrigsten Risikoprämien auf. Mit deutlich höheren Spreads werden dagegen die Bonds von Unternehmen aus den konjunkturabhängigen Branchen, wie z.B. der Automobilbranche oder dem Öl & Gas-Sektor, bepreist. Der Spread-Unterschied zwischen Emissionen der gleichen Rating-Einstufung kann hier bei ähnlicher Duration bis zu 250 Bp. betragen. Dies lässt sich über das ganze Bonitätsspektrum feststellen.

Zykliker im ‚BBB'- und ‚BBB-'-Segment mit den höchsten Risikoprämien

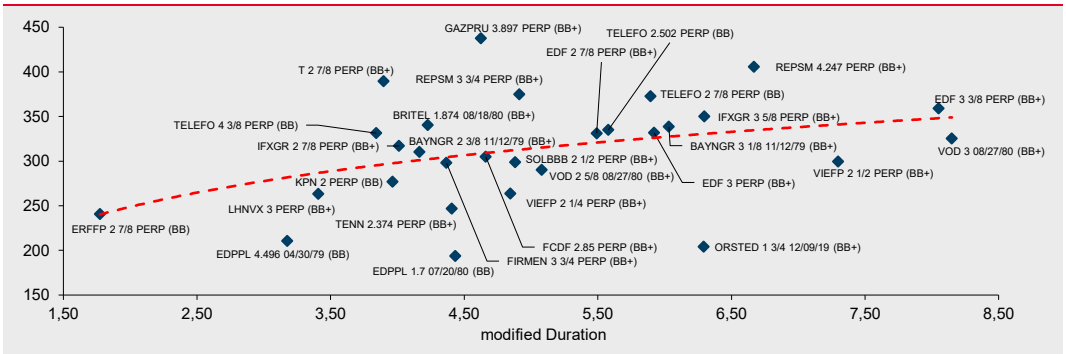
Hybridanleihen seit Anfang 2019 begeben, z-Spread* (in Bp.)



*Stand vom 06.11.2020. Quellen: Bloomberg, Helaba Volkswirtschaft/Research

Ähnliches Sektormuster bei Non-Investmentgrade-Titeln

Hybridanleihen seit Anfang 2019 begeben, z-Spread* (in Bp.)



*Stand vom 06.11.2020. Quellen: Bloomberg, Helaba Volkswirtschaft/Research

Wirtschaftliches Umfeld spricht für dynamische Marktentwicklung

Der typische EUR-Hybrid-Bond wird also von Investmentgrade-Adressen begeben und ist in der Regel 1,2 Mrd. EUR schwer. Er hat eine unendliche Laufzeit, kann aber erstmals nach gut 5 Jahren gekündigt werden. Üblicherweise schlagen die Ratingagenturen 50 % davon dem Eigenkapital zu und bewerten ihn zwei Notches schlechter als Senior Unsecured-Titel. In der Regel steht er für knapp ein Fünftel des Fremdkapitals bzw. Eigenkapitals des Emittenten. Obwohl der Bond in den letzten Jahren mit ca. dem 3,5fachen Spread der Senior-Anleihen gepreist wurde, ist er – etwa verglichen mit einer Kapitalerhöhung – eine relativ günstige Form des bonitätsschonenden Fundings.

Insgesamt rechnen wir daher damit, dass Hybridkapital für viele Corporates auch in den kommenden Quartalen eine interessante Refinanzierungsoption bleibt, insbesondere dann, wenn die Stärkung der Bilanzen angesichts des weiterhin anspruchsvollen wirtschaftlichen Umfelds in der Finanzierungspraxis wieder stärker in den Vordergrund rückt. Dies dürfte nicht zuletzt für Emittenten aus den konjunkturabhängigen Branchen gelten, wenngleich sie aktuell deutlich höhere Risikoprämien als defensiv ausgerichtete Unternehmen zahlen müssen. Die Ablösung von Hybrid Bonds ist dabei ebenso zu erwarten wie Auftritte von weiteren Debut-Emittenten oder die Begebung zusätzlicher Titel durch etablierte Emittenten. Wir rechnen daher weiterhin mit einer dynamischen Entwicklung des Marktes für Hybrid-Kapital.