

# Unternehmensanleihen – Vorsicht vor neuem Schuldenaufbau



Von Ian Spreadbury  
Fondsmanger Obligationenfonds  
Fidelity International, London

In den letzten Jahren konnten Anleger am Sterling-Unternehmensanleihenmarkt ansehnliche Gewinne erzielen. Dabei kamen sie in den Genuss eines umfangreichen Schuldenabbaus in den Unternehmen und eines von historisch niedrigen Ausfallquoten und Zinsen gekennzeichneten Umfelds. Nun aber scheinen die Risiken für Anleiheinvestoren wieder zuzunehmen, denn der Druck auf die Unternehmen steigt, Fremdmittel aufzunehmen und ihre Verschuldung zu erhöhen.

## Immer mehr M&As und LBOs

Bei Leveraged Buyouts, kurz LBOs, handelt es sich um Übernahmen, bei denen die Käufer Fremdmittel in beträchtlicher Höhe aufnehmen, um damit andere Unternehmen zu erwerben. Und weil sie in hohem Masse auf Fremdmittel angewiesen sind, sind LBOs von Natur aus mit enormen Risiken behaftet. In den 80er Jahren des letzten Jahrhunderts waren LBOs eine beliebte Form der Firmenübernahme. Mit dem Platzen der Technologie- und Telekomblase gerieten sie jedoch gänzlich aus der Mode. Heute aber er-

leben sie eine Art Comeback, wie Transaktionen im Wert von 246 Mrd. US\$ im Jahr 2005 anschaulich belegen (Bloomberg, 1.2.2006).

Für Aktionäre haben LBOs sicher einen grossen Reiz, nicht jedoch für Anleiheinvestoren. Ein Unternehmen, das Ziel eines Leveraged Buyouts war, weist danach einen deutlich höheren Schuldenstand auf. Damit steigt die Gefahr einer Herabstufung seiner Anleihen in die Sub-Investment-Grade-Kategorie, was wiederum die Renditen steigen und die Kurse fallen lässt. Zudem kann die Herabstufung Anleger, die aufgrund von Anlagebeschränkungen keine Hochzinsanleihen halten dürfen, dazu zwingen, ihre Bestände aufzulösen, was den Abwärtsdruck auf die Anleihenkurse verstärkt. Weniger problematisch sind Fusionen und Übernahmen (M&A), können sie doch auch für Anleiheinvestoren durchaus positive Implikationen haben. Sicher werden einige Unternehmen bei einem M&A ihre Verbindlichkeiten erhöhen und all die beschriebenen Nachteile zu spüren bekommen. Andere aber werden von stärkeren und stabileren Wettbewerbern übernommen und profitie-

ren deshalb von einer Aufhellung ihres Kreditausblicks.

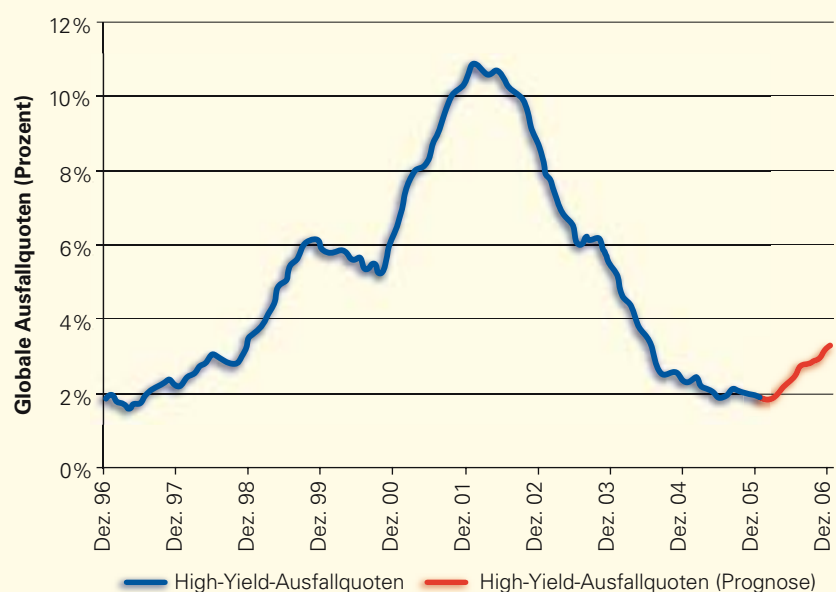
## Wert an die Aktionäre zurückgeben

In letzter Zeit ist zudem der Druck auf die Unternehmen gewachsen, vermehrt aktionärsfreundliche Massnahmen, wie Aktienrückkäufe, Dividendenaufstokkungen oder Sonderdividendenzahlungen, durchzuführen. Nicht selten greifen Firmen zur Finanzierung solcher Massnahmen auf ihren freien Cashflow zurück, der ansonsten für den Schuldenabbau zur Verfügung stehen würde. Besonders kritisch wird es dann, wenn Unternehmen ihre Verschuldung im Bestreben, Aktien zurückzukaufen, so weit erhöhen, dass sie ihr erstklassiges Rating aufs Spiel setzen.

## Ausfallquoten steigen an

Mit der Besserung am Unternehmensanleihenmarkt sind auch die Ausfallquoten zurückgegangen. Nun aber wird, ausgehend vom aktuellen Tief, ein Wiederanstieg prognostiziert, denn steigende Zinsen erhöhen die Kosten der Fremdkapitalaufnahme, und immer mehr Neuemissionen sind im unteren Ratingspektrum anzusiedeln.

## Globale Ausfallquoten



Quelle: Moody's, Januar 2006

Die durch Fremdfinanzierung steigende Zahl an LBOs und M&As sowie das Wiederaufstocken der Investitionen werden die Finanzierungskosten und damit möglicherweise die Ausfallquoten steigen lassen.

### Schlechte Aussichten für Obligationäre?

Nein, sicher nicht. Denn anders als der Aktienmarkt, besteht der Obligationenmarkt aus einer grossen und sehr vielfältigen Anlageklasse, die jeweils unterschiedliche Merkmale und Korrelationen mit anderen Anlageklassen aufweist. Heute sind die Obligationenmärkte durch geringere Korrelationen gekennzeichnet als in der Vergangenheit. Damit gehen nicht nur zusätzliche Risiken, sondern auch eine Fülle

neuer Chancen einher. Marktübergreifende Trades und Strategien entlang der Renditekurve sind nur zwei Beispiele dafür.

Risiken am Unternehmensanleihenmarkt können Anleger über Kredit-Derivate ausschalten. 2004 überstieg der Wert der im Umlauf befindlichen Kredit-Derivate gar das Emissionsvolumen von Unternehmensanleihen. Den Erwartungen zufolge sollen sie den Wert physisch emittierter Titel 2006 um 34% übersteigen (International Swaps and Derivatives Association, Juli 2005). Wachstum und Weiterentwicklung dieses Marktes ermöglichen es den Analysten, einen Mehrwert zu schaffen, unabhängig davon, ob sie das Unternehmen zum Kauf oder Verkauf empfehlen.

Anlegern, die den Wert ihrer Anlage über den Obligationenmarkt steigern wollen, stehen aber noch weitere Instrumente zur Verfügung. Wir denken hier an Anleihen aus den Emerging Markets, an Cross-Over-Credits (Unternehmen mit Sub-Investment-Grade-Rating, deren Fundamentaldaten als erstklassig eingeschätzt werden) und hybride Wertpapiere (Sub-Investment-Grade-Bonds, die von Investment-Grade-Firmen begeben werden). Anleger sollten aber nicht vergessen, dass die fundamentale Kreditanalyse, d.h., ein Unternehmen in- und auswendig zu kennen, zu den zentralen Voraussetzungen für die Verwaltung einer Obligationenanlage gehört. Und das gilt unabhängig vom Performanceausblick. •

## Corporate debt – beware of re-leveraging!

The sterling corporate bond market has been a splendid place to be over the last few years. Bondholders have reaped the benefits of a de-leveraging corporate market and an environment characterised by historically low default and interest rates. However, it now appears that risks for bond investors are rising, as increasing pressures emerge on companies to re-leverage and add debt back to their balance sheets.

### In a world of M&As and LBOs

As you are no doubt aware, leveraged buyouts, or LBOs, are acquisitions in which the buyers use a significant amount of borrowed capital to take over companies. Because they rely on debt financing, LBOs are, by nature, risky propositions. Once popular in the 1980s, LBOs went out of fashion when the technology and telecommunications bubbles burst. However, in today's market, the LBO is making a comeback, with deals worth US\$246 billion struck in 2005, according to data compiled by Bloomberg.

While an LBO is great news for equityholders, for bond investors it is quite the opposite. A company that has been the subject of a leveraged buyout will have substantially higher levels of debt, increasing the likelihood that the bonds be downgraded to sub-investment grade, which in turn, pushes yields on the bonds up and prices down. Furthermore, such downgrades may also force investors not permitted to hold high-yield debt to sell their holdings, placing additional downward pressure on bond prices. Merger & Acquisition (M&A) activity is less of a worry, as deals of this nature can have a positive impact as well. Although some companies will clearly increase debt levels and suffer all the above drawbacks, others will be taken out by stronger, more stable competitors and may therefore benefit from an improvement in their credit outlook.

### Returning value to the shareholder

Companies are also under pressure to exercise more equity friendly measures in the form of share buybacks, increased dividends or special dividend payments. In order to finance this, firms are increasingly using their free cash flow, which could be used instead to reduce debt. A worse situation arises

when companies actively borrow to the point of sacrificing their investment-grade rating by adding debt to their balance sheets in order to implement a share buyback.

### Rising default rates

The improvement in the health of the corporate sector has been reflected in falling default rates. However, these are now forecast to edge up from current lows as rising interest rates push costs higher and new issuance moves down the credit-quality spectrum. Increasing numbers of LBOs and M&As augmented by debt financing and renewed capital expenditures will lift borrowing costs and may contribute to an environment of rising defaults.

### So is it all bad news for bond market investors?

Not at all. Unlike the equity market, the bond market consists of a large and diverse group of assets, each unique in character and correlation with other asset classes. Bond markets are less correlated now than they have been in the past and while this creates additional risks, it also creates a wealth of opportunities. Cross-market trades and yield-curve strategies are examples of this.

Concerns about the credit market can be addressed through the use of credit derivatives. In fact, the value of outstanding credit derivatives exceeded corporate debt on issuance in 2004 and is expected to surpass physical issuance by 34% in 2006. The growth and evolution of this market means that analysts are able to add value regardless of whether they consider a company to be a "buy" or a "sell".

Emerging-market bonds, cross-over credits (sub-investment-grade companies believed to display investment-grade fundamentals) and hybrid securities (sub-investment-grade bonds issued by investment-grade companies) are other segments of the market available to investors looking to add value in fixed income. However, it is important to remember that fundamental credit analysis – getting to know a company from the inside out – will always be an important tool in managing fixed-income assets, and this remains true regardless of the outlook for performance.