



# AUSBLICK

**CHARLES DE QUINSONAS** UNTERNEHMENSANLEIHEN AUS SCHWELLENLÄNDERN – RÜCKLÄUFIGE AUSFALLQUOTEN UND HOHE RENDITEN. ZU SCHÖN UM WAHR ZU SEIN?

## DIE LAGE VERBESSERT SICH IN 2017

Mit nur einem einzigen Emittentenausfall im ersten Quartal 2017 (im Vergleich zu acht im selben Zeitraum vor 12 Monaten) hat die Assetklasse der Schwellenländer (EM)-Hartwährungsanleihen bisher die Erwartungen erfüllt, dass ihre Ausfallquote im Jahr 2017 deutlich niedriger ausfallen dürfte. Dieses Ergebnis ist der Aufhellung der Fundamentaldaten sowohl in der Gesamtwirtschaft als auch in den Unternehmen selbst zuzuschreiben und sorgt bei zahlreichen Managern von Schwellenländeranleihen, die in letzter Zeit eine schwierige Phase durchliefen, für Erleichterung.

In Bezug auf die Zahlungsausfälle bei Schwellenländeranleihen herrschen zahlreiche Vorurteile. Zu oft betrachtet man noch Unternehmen aus den Schwellenländern entweder im Vergleich zu Unternehmen der etablierten Industrieländer als „säumige Schuldner“ oder man ordnet sie einem einzigen homogen zusammengesetzten geografischen Segment zu. In Wirklichkeit folgen Ausfallquoten den Konjunkturzyklen, was bedeutet, dass es in Anbetracht der unterschiedlichen Gerichtsstände und den zwischen den einzelnen Ländern und Regionen herrschenden verschiedenen Verwertungswerten (Recovery values) von zentraler Bedeutung ist, in Bezug auf das Ausfallrisiko einen regionalen, wenn nicht sogar länderspezifischen Ansatz zu verfolgen.

Investoren sollten sich auch Kernfragen stellen, wie z. B. ob Kreditratings tatsächlich als gute Indikatoren für zukünftige Ausfälle anzusehen sind oder auch welche Länder bisher die größte Anzahl von Unternehmensausfällen verzeichnet haben.

## UNTERNEHMEN DER SCHWELLENLÄNDER SIND NICHT DIE SÄUMIGEN SCHULDNER WIE MAN MEINEN KÖNNTE

Unternehmensanleihen aus Schwellenländern sind zu einer äußerst umfangreichen Asset-Klasse geworden. Im Januar 2017 belief sich das Umlaufvermögen von Hartwährungs-Unternehmensanleihen auf insgesamt 1,85 Billionen US\$. Im Gegensatz zu den Märkten der Industrieländer haben die meisten offenen Fixed-Income-Fonds ein Mandat, über das gesamte Universum zu investieren. Es gibt weniger nach Kreditqualität getrennte Mandate, in anderen Worten, bei denen der Fondsmanager allein High-Yield (HY)-Anleihen oder nur Schwellenländeranleihen im Investment Grade (IG)-Segment fokussiert, wie dies in den USA oder Europa der Fall ist.



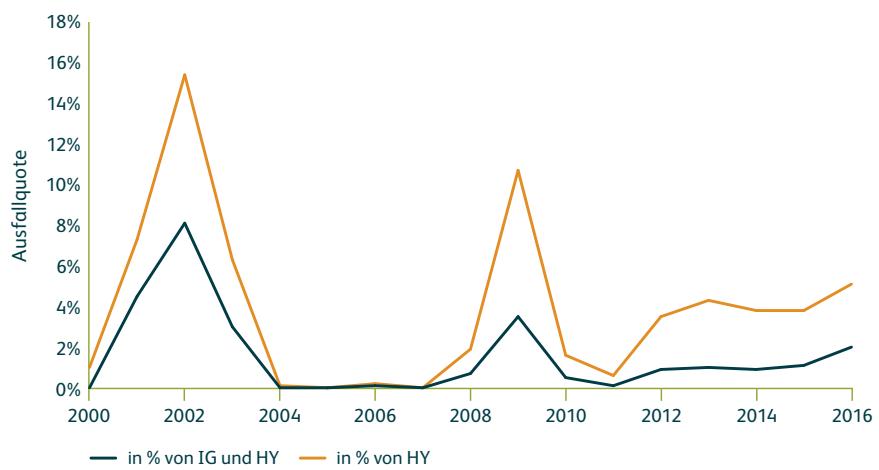
**Bond Vigilantes**

[bondvigilantes.com](http://bondvigilantes.com)

[@bondvigilantes](https://twitter.com/bondvigilantes)

Der JP Morgan Corporate EMBI Index (CEMBI), einer der weit verbreitetsten Indizes für Schwellenländer-Unternehmensanleihen erzielt derzeit eine Rendite von 4,7%. Es könnte aber ein Fehler sein, die Rendite für Schwellenländer-Unternehmensanleihen insgesamt (d.h. IG und HY) mit den Ausfallquoten von High-Yield-Anleihen zu vergleichen. Erheblich relevanter sind, wie man der Abbildung 1 entnehmen kann, die historischen Ausfallquoten von Schwellenländer-Unternehmensanleihen

**Abbildung 1: Ausfallquoten von Unternehmensanleihen der Schwellenländer**





als Ganzes (IG und HY) sowie allein für das HY-Schwellenländeranleihesegment: Die orangefarbene Linie bildet die Ausfallquoten als Prozentsatz des High Yield-Anleihebestandes ab, während die blaugrüne Linie Ausfallraten als Prozentsatz sämtlicher Schwellenländer-Unternehmensanleihen (IG + HY) ausweist. Die erste Linie kann durchaus für den Vergleich mit den Märkten von Industrieländern herhalten, doch zeigt die blaugrüne Linie deutlicher das tatsächliche Ausfallrisiko von Anlegern in dieser Anlageklasse. Zwischen 2012 und 2015 generierte der CEMBI eine durchschnittliche Rendite von 5,3%, während die Ausfallquote im gleichen Zeitraum durchschnittlich bei 1,2% lag, was Anlegern in den Schwellenländeranleihen ein attraktives Risiko-/Rendite-Profil bot.

Ein anderes weit verbreitetes Vorurteil lautet auch, dass das Ausfallrisiko von HY-Schwellenländer-Anleihen höher ist als in Europa oder in den Vereinigten Staaten. In Wirklichkeit stimmen die Zahlungsausfälle von HY-Anleihen in den Schwellenländern deutlich mit den von europäischen oder US-amerikanischen HY-Anleihen überein. Während der letzten weltweiten Finanzkrise (2008-09), lag der Spitzenwert der Ausfallquote von Hochzinsanleihen der Schwellenländer nicht so hoch wie die ihrer Pendants in den Industrieländern.

## DAS KONKURSRECHT IST FÜR AUSLÄNDISCHE ANLEIHEINVESTOREN VON ENTSCHEI- DENDER BEDEUTUNG

Anleiheinvestoren kämpfen folglich zwar in den Schwellenländern und den Industrieländern mit ähnlichen Ausfallquoten, doch ist es nach wie vor notwendig, das richtige Land auszuwählen. Das Ausfallrisiko von Schwellenländeranleihen als eine einzige Anlageklasse anzusehen, hat zahlreiche Schwachstellen, denn man darf nicht aus den Augen verlieren, dass in den einzelnen Ländern in Bezug

auf die Staats- und Unternehmensverschuldung, Bankensysteme oder Rechtsprechungsrisiken unterschiedliche Dynamiken gelten. In den vergangenen sieben Jahren kam es für Anleger in Schwellenländeranleihen in Lateinamerika – aufgrund der hohen Staatsverschuldung und einiger äußerst umfangreicher Ausfälle – zu deutlich mehr Zahlungsausfällen (5,5%) als in Asien (1,6%) oder in den europäischen Schwellenländern (2,9%). Man sieht, dass es in einigen Ländern scheinbar mehr Zahlungsausfälle gibt, als in anderen: Südafrika, Brasilien und die Ukraine erwiesen sich in diesem Betrachtungszeitraum gemessen am Ausfallrisiko der HY-EM-Unternehmensanleihen geradezu als Fehlentscheidungen.

Neben der tatsächlichen Ausfallquote sollten Anleiheinvestoren ebenfalls den Rechtsprechungsrisiken sowie den Verwertungswerten (Recovery values) besondere Aufmerksamkeit schenken. Best Practice sollte sein, im Vorfeld die Rechte der Anleiheinhaber im Fall einer gerichtlichen Umstrukturierungssituation zu identifizieren. Verhält sich das jeweilige Land Anleiheinhabern gegenüber freundlich oder erweist sich die Gesetzgebung eher Aktionären gegenüber entgegenkommend? Aufgrund der Komplexität und Vielfalt des Konkursrechts/ der Restrukturierungsgesetze und manchmal auch aufgrund mangelnder Beweise ist es nie leicht, diese Frage zu beantworten. Allerdings lehrt uns die Geschichte, dass z.B. Südafrika als eine eher anleiheinhaberfreundliche Gerichtsbarkeit anzusehen ist, während die Bilanz in Indonesien zeigt, dass Anleiheinhaber eher schlecht weg kommen.

In einem zweiten Schritt sollte man dann identifizieren, ob ausländische Anleiheinhaber, die in der Dokumentation in Bezug auf ihre Forderungen oft auf pari-passu-Basis mit lokalen Banken sowie lokalen Investoren gleichgestellt sind, in der Praxis jedoch gegebenenfalls bei einer Umstrukturierung gegenüber lokalen Akteuren nachrangig behandelt werden könnten. Bei Ausfällen von hoch verschuldeten Unternehmen könnte dies für ausländische Anleiheinhaber durchaus mit geringen Verwertungswerten (Recovery values) gleich bedeutend sein.

## DIE AUSFALLQUOTEN IN CHINA SIND EINE HERAUSFORDERUNG FÜR DIE KLASSISCHE KREDITANALYSE

Es ist geradezu eine Binsenweisheit, dass sorgfältiges Fundamentalresearch zur Vermeidung des Zahlungsausfalls eines einzelnen Schuldners von wesentlicher Bedeutung ist. „Auf Portfolioebene können dabei für die Identifizierung des Ausfallrisikoengagements durchaus einige Bonitätskennzahlen herangezogen werden. Neben der Verbesserung/ Verschlechterung der operativen Kennzahlen gehören die Bruttoverschuldung (Verhältnis von Gesamtverschuldung zum EBITDA), der Zinsdeckungsgrad (Verhältnis von EBITDA zur Nettoverzinsung)

auf der nächsten Seite fortgesetzt

**Abbildung 2:** Zu einem Barpreis von < 70 gehandelte Unternehmensanleihe der Schwellenländer

	# von Anleihen	Gewichtung als % des gesamten Universums (IG + HY)	Gewichtung als % der EM HY	Ausfallquoten HY	Gewichtung des HY-Universums
2. Jan 2015	38	1,52%	4,8%	2015: 3,58%	31,50%
1. Jan 2016	74	3,76%	10,3%	2016: 5,10%	36,56%
18. Apr 2017	12	0,25%	0,6%	2017: ?	40,04%

Quelle: JPM CEMBI BD, M&G.

oder das Verhältnis von Liquidität zu kurzfristigen Verbindlichkeiten zu den Kennzahlen, die eine Bewertung der Bonität eines Anleiheemittenten, einer Region oder auch von Branchen ermöglichen. Insbesondere eine Betrachtung des Verschuldungsgrads zeigt, dass die Ausfallquoten von HY-Schwellenländeranleihen jeweils im Kielwasser des Anstiegs/des Rückgang des Leverages zu schwimmen scheinen: Der seit 2011 beobachtete Anstieg der Bruttoverschuldungsgrade hat in den letzten sechs Jahren zu höheren Ausfallraten geführt.

Allerdings darf man nicht vergessen, dass die Assetklasse heterogen ist, und die alleinige Berücksichtigung von Verschuldungskennzahlen reicht nicht immer aus. Während die Ausfallquoten in Lateinamerika dem Anstieg des Verschuldungsgrades der lateinamerikanischen HY-Anleiheemittenten zu folgen scheinen, verzeichnen die asiatischen Emittenten von Hochzinsanleihen derzeit nur wenige Zahlungsausfälle, während gleichzeitig ihre Verschuldungskennzahlen ein Niveau erreicht haben, das von vielen als unhaltbar angesehen würde. Dies ist in erster Linie China zuzuschreiben, da die inländischen Investoren glauben, dass die Regierung weiterhin im Zuge von anleiheninhaberfreundlichen Restrukturierungen oder Rettungspaketen („Bailouts“) akzeptable Lösungen unterstützen wird. Das Moral-Hazard-Problem könnte sich allerdings in Zukunft ändern, da China im Begriff ist, den Eintritt von mehr Zahlungsausfällen zuzulassen. Wenn (oder falls) dies der Fall sein sollte, dürften die Ausfallquoten dem Trend zu höheren Verschuldungsgraden folgen und in der größten Volkswirtschaft Asiens eine nennenswerte Zunahme der Zahlungsausfälle bewirken.

## MAKROÖKONOMISCHE ASPEKTE SIND VON BEDEUTUNG

Historische Ausfallquoten (Abbildung 1) zeigen ebenfalls deutlich, dass in schwierigen wirtschaftlichen Zeiten hohe Ausfallquoten zu verzeichnen sind. Es gibt mehrere Übertragungskanäle: Besonders häufig sind eine schwache Binnennachfrage, die Abwertung der Wechselkurse, eine hohe die Inputkosten anheizende Inflation, der eingeschränkte Zugang zu externer Finanzierung, die Kapitalkontrolle sowie auch jegliche staatliche Eingriffe. Dies erfordert Bottom-up-Research, das jedoch nicht ausreicht, was wiederum zeigt, dass makroökonomische Ansichten bei der Auswahl von Unternehmen unverändert von kritischer Bedeutung sind.

Den Angaben der Rating-Agentur Moody's zufolge ereigneten sich in den Krisenzeiten zwischen 1995 und 2008 71% der Zahlungsausfälle von Schwellenländerunternehmensanleihen. In jüngster Zeit belief sich die Ausfallquote der brasilianischen HY-Unternehmensanleihen auf 9,7% in 2016, in 2016, das heißt mitten in der schlimmsten Rezession des Landes überhaupt. Das heißt jedoch nicht, dass eine Staatsschuldenkrise zwangsläufig zu hohen Zahlungsausfällen von Unternehmen führt. Die Ausfallquoten von russischen HY-Unternehmensanleihen waren in den Jahren 2015 und 2016 in Anbetracht der niedrigen Ölpreise und der Sanktionen des Westens, die das Land im gleichen Zeitraum in die Rezession drückten, mit 1,2% bzw. 0,9% relativ moderat.

## WIR RECHNEN FÜR 2017 MIT RÜCKLÄUFIGEN AUSFALLQUOTEN

Folglich reicht es nicht aus, ein Bonitätsrating als einzigen Maßstab zur Messung des Ausfallrisikos zu verwenden. Ein weiterer nützlicher Indikator ist der Marktpreis. Der Höhepunkt der Nichtbedienung von Schwellenländerunternehmensanleihen in 2016 (5,1%) fiel mit der Tatsache zusammen, dass zahlreiche Anleihen mit sehr hohen Kursabschlägen in das Jahr 2016 gegangen waren. So wurden insgesamt 74 Anleihen, d.h. 10% des EM High Yield Index (d.h. der High Yield-Anteil des JPM CEMBI BD Index), zu einem Barpreis von unter 70 (Stand 1. Januar 2016 (siehe auch Abbildung 2) gehandelt.

Wir glauben, dass die Ausfallquoten in diesem Jahr deutlich sinken werden. Im April 2017 stellten wir fest, dass lediglich 12 Anleihen mit hohen Preisabschlägen im Index geführt wurden. Auf sie entfielen lediglich 0,6% des High Yield-Indexes. Die Ausfallquote von HY-Anleihen belief sich im ersten Quartal 2017 auf lediglich 0,1%. Desgleichen kann man beobachten, dass die meisten Länder über bessere Refinanzierungsbedingungen verfügen. Schließlich kommt hinzu, dass die niedrigen Spreads die Kosten für die Verschuldung (und die Refinanzierung) senken.

auf der nächsten Seite fortgesetzt

## DIE BEWERTUNGEN SPIEGELN DIE VERBESSERUNG DER AUSFALLQUOTEN WIDER

Die erwarteten niedrigeren Ausfallquoten waren ein wichtiger Motor für die Spreadverengung. Die Spreads von HY-Unternehmensanleihen der Schwellenländer sanken im Verlauf eines Jahres um etwa 200 Basispunkte (Bp) auf 445 Bp (Stand: April 2017). Was kann man zusätzlich zur Ausfallrisikoprämie verdienen? Auf der Grundlage unserer Berechnung [1] schätzen wir, dass die Excess Spreads bei den HY-Schwellenländeranleihen unter Annahme einer niedrigen einstelligen Ausfallquote in 2017 bei etwa 340 Bp liegen. Damit sinken sie gegenüber dem Stand von vor einem Jahr (430 Bp). Allerdings ist diese Analyse nur für passive Anleger relevant, die einen Index kaufen- und infolgedessen voll dem Ausfallrisiko ausgesetzt sind - denn man kann davon ausgehen, dass man mit aktivem Management und vertieftem Research zur Vermeidung von Zahlungsausfällen und der Erfassung sowohl der Excess Spreads als auch der Spreads, eine Kompensierung des Ausfallrisikos erreichen kann.

Schließlich bilden die Ausfallquoten nicht den einzigen Treiber der Assetklasse, da die Verengung der Anleihe-Spreads ebenfalls die Aufhellung der Risikobereitschaft sowie den unterstützenden Hintergrund widerspiegelt, der mit der starken, nach wie vor das negative Anleiheangebot überschreitenden Nachfrage nach Schwellenländeranleihen einhergeht. Aus unserer Sicht bieten sich durch die sich aufhellenden makroökonomischen Fundamentaldaten der Schwellenländer und das erwartete milde Ausfallquotenumfeld für Investoren Chancen, in den Schwellenländeranleihemarkten attraktive Renditen zu erzielen.

[1]Wir gehen davon aus, dass: (i) sich in den Anleihespreads eine sechs Monate-Sicht auf die Zahlungsausfälle wiederspiegelt; und (ii) 35% Verwertungswert (Recovery value) in den HY-Anleihen der Schwellenländer steckt.

