

ANSICHTSSACHE

Verkehrte Zinswelt – Chancen für Emittenten

Börsen-Zeitung, 10.1.2020

Das aktuelle Zinsumfeld ist in der Kulturgeschichte ohne Beispiel. Jahrtausende lang galt das ökonomische Grundgesetz, wonach ein Schuldner dem Gläubiger einen Zins für die Kapitalüberlassung zu entrichten habe. Dieses Grundgesetz wurde durch den von der EZB eingeleiteten Paradigmenwechsel partiell außer Kraft gesetzt. Mittlerweile rentieren deutsche Bundesanleihen mit Laufzeiten von bis zu 25 Jahren im negativen Bereich. Auch viele Unternehmensanleihen im Investment Grade mit Laufzeiten von bis zu 5 Jahren weisen seit dem Frühjahr 2019 negative Renditen auf.

Verlängerung der Laufzeiten

Im aktuellen Marktumfeld gibt es eine beträchtliche Zahl an Anleihen, deren Inhaber und damit Gläubiger dem Schuldner einen Zins für die Überlassung von Kapital zahlen müssen. Der im Zuge der Finanzkrise eingeschlagene Weg der Nullzinspolitik wurde ab etwa 2016 zugunsten einer Negativzinspolitik verlassen, indem ein Strafzins im kurzen Bereich eingeführt wurde.

Eine Beurteilung der Zinspolitik sowie einer Abschätzung ihrer langfristigen Auswirkungen wird an dieser Stelle Anderen überlassen. Vielmehr wird im Folgenden die Frage erörtert, ob und in welcher Weise Unternehmen und damit Emittenten von Fremdkapital langfristig durch eine Abkehr von klassischen Paradigmen vom aktuellen Zinsumfeld profitieren können. Die unmittelbare Konsequenz aus Sicht eines kapitalsuchenden Unternehmens ist die sich bietende Verlängerung der durchschnittlichen Laufzeit der ausstehenden Schuldinstrumente. Dadurch wird ein Unternehmen künftig unabhängiger von den möglichen negativen Auswirkungen, welche ein künftiger Zinsanstieg mit sich bringen würde. Folglich sinkt das Refinanzierungsrisiko und die Kapitalstruktur weist auf Basis der längeren Fristigkeit eine höhere Stabilität auf.

Neuemissionen, welche keinen Zins oder gar eine geringfügige positive Rendite aufweisen, erfreuen sich im aktuellen Umfeld einer überproportionalen Nachfrage. Investoren sind bereit, für einen positiven Ertrag eine für die Laufzeit überproportional lange Laufzeit zu akzeptieren. Niederschlag findet dieser Zusammenhang

in den sich stetig verflachenden Zinsstrukturkurven im langfristigen Laufzeitenband.

Mittel- bis langfristig wirkt das aktuelle Zinsumfeld die Frage auf, ob auch Senior-Anleihen als geeignete partielle Alternative zu teuren Nachranganleihen oder Eigenkapital betrachtet werden können, sofern diese über eine ausreichend lange Laufzeit verfügen. Hintergrund dieser Überlegungen ist die Beobachtung, dass das aktuelle Zinsumfeld wesentliche Unterschiede zwischen Eigen- und Fremdkapital relativiert und es damit zu einer aus Sicht des kapitalsuchenden Unternehmens Konvergenz beider Arten von Kapital kommt. Denn das Refinanzierungsrisiko einer Anleihe mit einer Restlaufzeit von 15 bis 20 Jahren ist zum Emissionszeitpunkt äußerst gering. Ein Unternehmen kann die Erlöse in langfristige Projekte investieren und es quasi „dauerhaft“ nutzen. Aus dieser Perspektive entfaltet langfristiges Fremdkapital eine dem Eigenkapital ähnliche Funktion.

In diesem Zusammenhang sollte auch die persönliche Motivationslage des Managements genauer betrachtet werden: Ein CFO sowie ein Treasurer, welche gerade eine 20-jährige Unternehmensanleihe emittiert haben, müssen sich persönlich über die Refinanzierung dieser Anleihe keine Gedanken mehr machen, zumal die Wahrscheinlichkeit, dass sie in gut 19 Jahren hierfür persönlich verantwortlich sein werden, sehr gering ist. In der Zwischenzeit profitieren jedoch beide spürbar vom (zusätzlichen) Einsatz von Fremdkapital in Form des Leverage-Effektes und in weiterer Folge von einer erheblichen Steigerung des Aktienkurses. Diesem Zusammenhang müssen Aktionäre und Fremdkapitalgeber künftig stärkere Beachtung schenken, um dem möglichen Auftreten von „Moral Hazard“ rechtzeitig im Sinne einer nachhaltigen Unternehmensentwicklung entgegenzuwirken.

Positive Ratingwirkung

Ein weiterer zentraler Unterschied zwischen Eigenkapital und Nachranganleihen einerseits und Senior-Anleihen andererseits ist, dass die Zinszahlungen für Senior-Anleihen stets und unabhängig von der Ertragslage des Unternehmens zu begleichen sind. Zudem kommt es auch bei langlaufenden Senior-Anleihen im Gegensatz zu Nachranganleihen zu keiner teilweisen Anrechnung der Nominale

als Eigenkapital durch die Ratingagenturen. Allerdings wird eine Verlängerung der ausstehenden Schuldinstrumente von den Ratingagenturen als Verringerung des Refinanzierungsrisikos betrachtet, welche positive Berücksichtigung in den Soft-Faktoren der Ratingmethoden findet. Die Verlängerung der durchschnittlichen Laufzeit des ausstehenden Fremdkapitals als Folge des Zinsumfeldes ist ein positiver Trend, welchem praktisch keine korrespondierenden Risiken gegenüberstehen.

Die sich in weiterer Folge aufdrängende Frage, ob langlaufende Senior-Anleihen eine geeignete Alternative für Eigenkapital darstellen, ist hingegen deutlich komplexer und weist hohe Chancen und Risiken auf. Die zentralen Chancen langlaufender Senior-Anleihen als teilweisem Eigenkapitalersatz liegen in einer deutlichen Steigerung der Eigenkapitalrendite, welche sich in weiterer Folge in steigenden Aktienkursen manifestiert. Dem damit verbundenen Risiko der fixen Zahlungsverpflichtungen gegenüber den Anleihegläubigern muss durch ein professionelles Risikomanagement mit einem stringenten KPI-System, einer auf nachvollziehbaren Benchmarks beruhenden Finanzierungsplanung sowie innovativen Strategien der Unternehmensfinanzierung begegnet werden.

.....
Dr. Markus Walchshofer ist Geschäftsführer der Walchshofer Beratung & Beteiligung und leitet den Arbeitskreis Fixed Income beim Deutschen Investor Relations Verband (DIRK).

In dieser Rubrik veröffentlichen wir Kommentare von führenden Vertretern aus der Wirtschafts- und Finanzwelt, aus Politik und Wissenschaft.

Von Markus Walchshofer

Das Negativzinsumfeld relativiert für Unternehmen den Unterschied zwischen Eigen- und Fremdkapital und lädt Emittenten zum Leverage ein.