

SCHWEIZER ANLEIHEN – UNSERE GRUNDSÄTZE

Reflexion Albin Kistler

März 2024

Im Zuge der globalen Zinswende haben Anleihen an Attraktivität und Aufmerksamkeit gewonnen. Wir zeigen Ihnen auf, nach welchen Grundsätzen wir in dieser Anlageklasse agieren.

SCHWEIZER ANLEIHEN – UNSERE GRUNDSÄTZE

Eigen- oder Fremdkapital?

Im Grunde ist die Welt des Anlegens sehr überschaubar. Wer Kapital besitzt, kann dieses auf zwei Arten dem Wirtschaftskreislauf zur Verfügung stellen. Entweder man agiert als Eigenkapitalgeber oder man stellt seine freien Mittel anderen Akteuren in Form von Fremdkapital zur Verfügung. Natürlich präsentiert sich die Anlagewelt um einiges vielseitiger. Die Finanzindustrie versteht es, das Angebot an vermeintlich spannenden Anlageprodukten laufend zu erweitern. Wer den Verlockungen dieser Produktwelt nicht erliegt, vermeidet nicht nur unnötige Kosten, sondern kommt auch in den Genuss einer deutlichen Reduktion der Komplexität. Die Portfoliostruktur ergibt sich dann mehrheitlich aus der Beantwortung der Frage, wie man das Vermögen auf Eigenkapital (Aktien, Immobilien) oder Fremdkapital (Anleihen, Bankguthaben) aufteilen will.

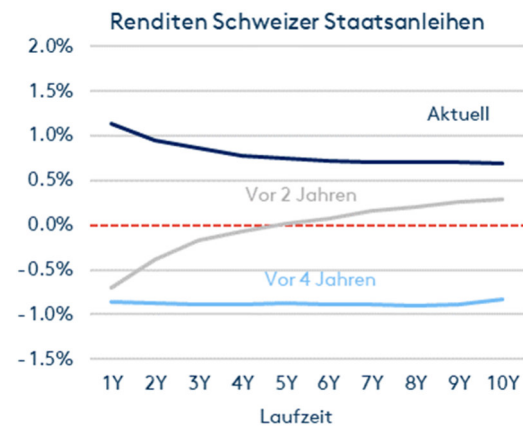
Zinswende

Die Jahre vor der Covid-Pandemie waren geprägt von einem jahrzehntelangen, globalen Zinssenkungsprozess. Dieser gipfelte in den Jahren 2019–2021, als Negativzinsen das Bild an den Anleihenmärkten dominierten.

Wer also sein Kapital in Form von Fremdkapital vergab, musste sich mit historisch tiefen Zinserträgen zufriedengeben. Es ist wenig verwunderlich, dass in diesem Umfeld Aktien von der absoluten Mehrheit der Investoren bevorzugt wurden. Investitionen in solide, sichere Anleihen hatten also mit einem regelrechten «Imageproblem» zu kämpfen.

Der jüngste Inflations- und Zinsanstieg hat der vermeintlichen Alternativlosigkeit von Aktieninvestitionen ein abruptes Ende bereitet. Null- oder sogar Negativzinsen gehören der Vergangenheit an. Sogar einer der weltweit solidesten Schuldner, die Schweizerische Eidgenossenschaft, muss ihren Gläubigern wieder einen positiven Zins bezahlen.

Abb. 1: Das Ende der Negativzinsen



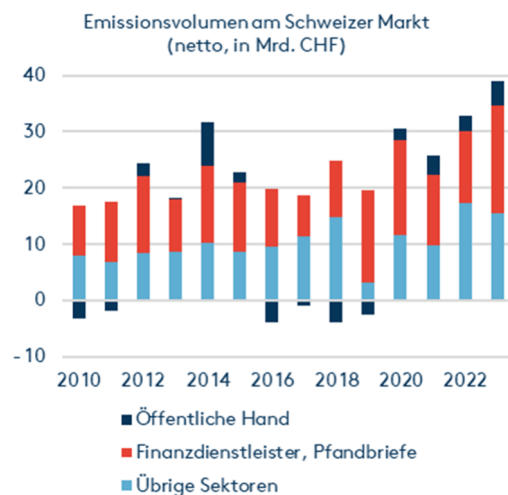
Quelle: Bloomberg, eigene Darstellung

Genauso wie bei der Aktienselektion basiert unser Agieren an den Anleihenmärkten auf festen Grundsätzen und einer Verpflichtung zu hoher Qualität. In der Folge geben wir Ihnen einen kurzen Einblick in die Welt der Anleihen und zeigen Ihnen auf, nach welchen Grundsätzen die Anleihenselektion bei Albin Kistler funktioniert.

Wie entsteht eine Anleihe?

Börsengänge oder Kapitalerhöhungen gehören am Schweizer Aktienmarkt zur Seltenheit. Am Anleihenmarkt sind Neuemissionen hingegen deutlich häufiger, was mit einer zentralen Eigenschaft von Anleihen zusammenhängt: Sie haben (im Gegensatz zu Aktien) ein festes Fälligkeitsdatum. Wird dieses erreicht, verfällt die Anleihe und die Schuld muss getilgt werden. Nicht selten entscheidet sich der Schuldner zu einer neuerlichen Anleihenemission. Dies hat zur Folge, dass der Anleihenmarkt von einem stetigen Fluss an neuen Wertschriften geprägt ist. Nebst der Unternehmenswelt nutzen auch andere Akteure (Staaten, Kantone, supranationale Organisationen usw.) die Herausgabe von Anleihen, um ihren Kapitalbedarf zu decken.

Abb. 2: Steter Fluss an neuen Anleihen



Quelle: ZKB, eigene Darstellung

Anleihenselektion

Albin Kistler ist überzeugt, dass Investitionen in etablierte, gut geführte und finanziell kerngesunde Unternehmen die besten Voraussetzungen für den langfristigen Anlageerfolg darstellen. Dies gilt nicht nur für Aktien, sondern auch für Anleihen. Um diese Überzeugung in der Praxis umzusetzen, sind zwei Dinge notwendig: gründliche Unternehmensanalyse und klare Grundsätze bei der Wertschriftenselektion. In der Folge stellen wir Ihnen drei dieser zentralen Grundsätze dar, auf denen die Selektion und Bewirtschaftung von Anleihen bei Albin Kistler basieren.

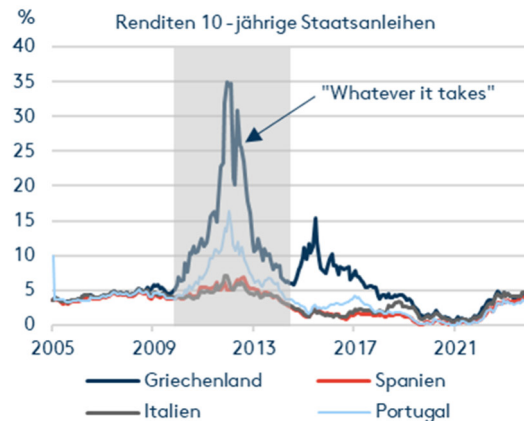
1) Unternehmen statt Staaten

Wir alle erinnern uns an die Eurokrise, in der einige europäische Länder aufgrund ihrer hohen Staatsverschuldung unter Druck gerieten. Dieser Druck äusserte sich in massiv höheren Zinsen, welche diese Länder auf ihre Schulden zu bezahlen hatten. Schlussendlich musste der damalige Notenbankpräsident Mario Draghi im Juli 2012 mit seinem berühmten Satz «Whatever it takes» eine implizite Ausfallgarantie für die gefährdeten Staatsanleihen aussprechen, um ein Auseinanderbrechen der Eurozone zu verhindern.

Nun könnte man davon ausgehen, dass diese Grenzerfahrung zu mehr haushälterischer Disziplin geführt hätte. Weit gefehlt: Die Staatsschulden steigen weiter an und erklimmen immer neue Höchststände. Es erscheint utopisch, dass diese Schuldenlast mit haushälterischer Disziplin je wie-

der auf ein verträgliches Niveau zurückgeführt werden kann. Die dazu notwendigen Sparprogramme würden aufgrund ihres Ausmasses kaum eine anhaltende, politische Mehrheit finden.

Abb. 3: Staatsanleihen unter Stress



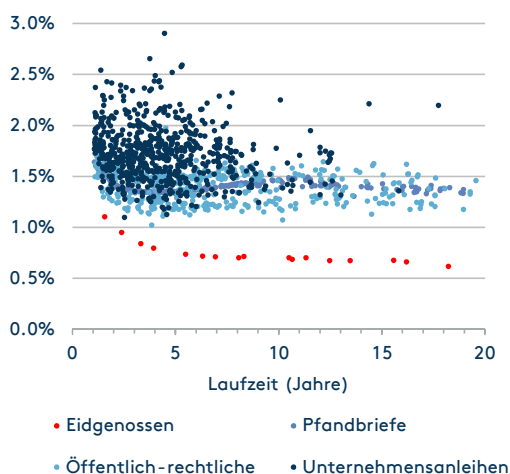
Quelle: Bloomberg, eigene Darstellung

Die Unternehmenswelt hingegen präsentiert sich weitaus gesünder. Dies ist primär den disziplinierenden Marktkräften zu verdanken. Diese zwingen die Unternehmen zu einem langfristig nachhaltigen Umgang mit Fremdkapital. Wer dies nicht tut, verliert das Vertrauen der Anleger, muss deutlich höhere Zinsen bezahlen oder verliert im Extremfall den Zugang zu Fremdkapital. Auf die Schützenhilfe der Notenbanken kann die Unternehmenswelt also, im Gegensatz zu den Staaten, in der Regel nicht zählen.

Gut geführte, finanziell gesunde Unternehmen haben diese auch nicht nötig. Ein profitables Geschäftsmodell erlaubt einen umsichtigen Einsatz von Fremdkapital, sodass die laufenden Zinskosten problemlos geschultert werden können. Zusätzlich verbleibt auch das Volumen an ausstehenden Schulden auf einem nachhaltigen Niveau.

An den Anleihenmärkten ist es aber oftmals so, dass auch die gesündesten Unternehmen für ihre Schulden höhere Zinsen zu bezahlen haben als die stark verschuldete Staatenwelt. Aus der Perspektive von langfristig orientierten und auf Sicherheit bedachten Investoren ergeben sich hieraus attraktive Chancen. Denn wer an die Widerstandsfähigkeit und Wachstumsstärke der Unternehmenswelt glaubt, kann mit dem Engagement in Anleihen von absoluten Qualitätsunternehmen eine Überrendite gegenüber Staatsanleihen erwirtschaften.

Abb. 4: Mehrrendite bei Unternehmensanleihen



Quelle: SIX Swiss Exchange, eigene Darstellung

2) Eigene Bonitätsanalyse

Aber wie findet man nun solche qualitativ hochwertigen Unternehmensanleihen? Viele Investoren stützen sich hier auf die grossen Rating-Agenturen und deren Einschätzungen. Moody's, Standard & Poors und Fitch sind die klaren Platzhirsche. Sie beurteilen die Kreditwürdigkeit der Anleihenemittenten und vergeben Qualitätsnoten in Form eines Kredit-Ratings. Die Einschätzungen der Rating-Agenturen haben starken Einfluss auf viele Marktteilnehmer und wirken sich somit massgeblich auf die Preisgestaltung an den Anleihenmärkten aus. Ohne ein Rating einer namhaften Agentur ist es für Emittenten kaum mehr möglich, in grösserem Umfang Kapital aufzunehmen.

Ein offizielles Kredit-Rating ist aber nicht umsonst zu haben. Die Emittenten müssen ein solches kostenpflichtig bei den Rating-Agenturen in Auftrag geben. Dieser Umstand ist nicht unproblematisch, denn es besteht das Risiko von Interessenkonflikten. Die globale Finanzkrise ab 2007 hat eindrücklich vor Augen geführt, dass die Gefahr solcher Interessenkonflikte real ist, mit für Anleger potenziell fatalen Folgen.

Die Alternative zu den öffentlichen Rating-Agenturen ist, sich eine eigene Meinung zu bilden. Albin Kistler geht diesen Weg und stützt sich bei der Anleihenselektion nicht auf die Einschätzungen der

Rating-Agenturen, sondern erarbeitet sich eigene Kredit-Ratings. Diese basieren zu grossen Teilen auf den Kriterien, welche auch bei der Selektion und Beurteilung von Aktien verwendet werden.¹

Nebst dem Vermeiden von Interessenkonflikten ergeben sich dank eigener Bonitätsanalyse zusätzliche Vorteile. Es ist immer wieder festzustellen, dass kleine und mittelgrosse Schweizer Unternehmen von den offiziellen Rating-Agenturen deutlich skeptischer (oder gar nicht) beurteilt werden. Dieser Umstand mag mehrere Ursachen haben. Er ist aus unserer Sicht aber nur selten gerechtfertigt. Im Gegenteil: Gerade in der Schweiz finden sich viele Qualitätsunternehmen mit hochprofitablen Geschäftsmodellen und sehr gesunden Finanzen. Diese Unternehmen bieten nicht nur bei den Aktien, sondern auch bei den Anleihen attraktive Investitionsmöglichkeiten.

Abb. 5: Eigene Meinung (Beispiele)

Schuldner	Öffentliches Rating*	Rating Albin Kistler	Differenz (Notches)
Johnson & Johnson	AAA	A+	-4
Colgate	AA-	A	-5
Lindt & Sprüngli	A+	AA+	+3
Emmi	A-	AA-	+3
Givaudan	BBB+	AA-	+4
Lonza	BBB+	AA-	+4
Barry Callebaut	BBB-	A	+4

*Tiefstes verfügbares Rating (S&P, Moody's oder ZKB)

Quelle: Bloomberg, ZKB, eigene Darstellung

3) Teilnahme an Emissionen

Bei der Emission einer Anleihe wird diese in einem ersten Schritt bei den Marktteilnehmern beworben. Der Emittent und die mit der Emission beauftragte Bank wollen erreichen, dass die offerierte Anleihe bei den potenziellen Investoren auf ausreichend Interesse stösst und die Emission ein Erfolg wird. Am besten lässt sich dies bewerkstelligen, wenn die Anleihe mit einer im Quervergleich attraktiven Rendite auf den Markt gebracht wird. Hier spricht man von der Emissionsprämie, also einer zusätzlichen Rendite, welche den Erstkäufern von Anleihen im sogenannten Primärmarkt offeriert wird.

¹ Hier verweisen wir gerne auf die Studien «Marktführerschaft» und «Exzellentes Management», abrufbar auf unserer Homepage www.albinkistler.ch

Um als Investor an Emissionen partizipieren zu können, bedarf es nebst einer fundierten Einschätzung zur Attraktivität der offerierten Anleihen auch einer permanenten Überwachung des Anleihenmarktes. Denn nicht selten ist es so, dass die Zeitfenster zur Teilnahme an solchen Emissionen nur wenige Minuten dauern. Wer also erst nach Ankündigung einer Emission die Analysearbeit verrichtet, kommt zu spät oder läuft Gefahr, unvorteilhafte, überhastete Anlageentscheidungen zu treffen.

Wer hingegen den Aufwand in Form von Unternehmensanalyse und Marktüberwachung auf sich nimmt, wird mit der Möglichkeit belohnt, an attraktiven und begehrten Emissionen partizipieren zu können.

Fazit

Die jüngst eingetretene monetäre Wende hat eine rasche Normalisierung der globalen Zinslandschaft herbeigeführt und die Attraktivität von Anleihen eindeutig erhöht.

Dies gilt auch für die Schweiz, einem Währungsraum mit konstant tiefem Inflations- und Zinsniveau. Die strukturelle Stärke des Schweizer Franken und die wachstumsstarke, gesunde Unternehmenslandschaft sorgen dafür, dass der vermeintliche Nachteil in Form von tieferen Nominalrenditen im Vergleich zu anderen Anleihenmärkten mehr als kompensiert wird. Wer in Anleihen investiert, ist also gut beraten, weiterhin verstärkt auf den Schweizer Franken und die Unternehmenswelt zu setzen.

Moritz Baumann

Leiter Research

Christian Wildhaber

Stv. Leiter Research

Die periodisch erscheinenden Studien stehen auf der Website von Albin Kistler als PDF-Download zur Verfügung: www.albinkistler.ch.