

DER LEITFADEN *Principal Global Investors* zu Preferred Securities

Principal

*Global
InvestorsSM*



Einleitung

Der Bekanntheitsgrad von Preferred Securities unter professionellen Investoren, Emittenten und Marktteilnehmern hat sich in den letzten Jahren zwar weltweit erhöht, doch nach wie vor sind sie als Assetklasse relativ unbekannt und ihr Zweck wird oftmals nicht verstanden. Mit diesem Leitfaden sollen einem breiteren Publikum fundierte Kenntnisse über Preferred Securities vermittelt werden. Ziel ist es, dem Leser und potentiellen Anleger Hintergrundwissen zum Markt und zu den Charakteristika dieser Assetklasse zu geben, sowie die Bedeutung und die potentiellen Einsatzmöglichkeiten im Rahmen einer soliden Asset Allocation aufzuzeigen.

Preferred Securities, oder auch nachrangige Anleihen, die häufig auch nur unter der Bezeichnung „Preferreds“ geführt werden, besitzen Ähnlichkeiten mit den etablierten Vorzugsaktien, auch preferred stocks, sind jedoch grundsätzlich anders geartet. Vorzugsaktien - im Gegensatz zu Preferred Securities - wurden erstmals im 19. Jahrhundert von Eisenbahngesellschaften in Großbritannien und den Vereinigten Staaten ausgegeben. Die Anleger erhielten im Vergleich zu den Investoren in Stammaktien einen Anspruch auf Bevorzugung bei der Ausschüttung von Dividenden und mussten in der Regel im Gegenzug auf ihre Stimmrechte verzichten. Diesen Markt gibt es noch immer, auch wenn er in vielen europäischen Ländern üblicherweise nicht besonders liquide ist. Der „Taxable“- oder „Hybrid Preferred Securities“-Markt entstand erst vor Kurzem, und zwar Anfang der neunziger Jahre in den USA. Obgleich die Instrumente einige Merkmale der Vorzugsaktien aufweisen, besteht der Hauptunterschied darin, dass sie Zinserträge an Stelle von Dividenden abwerfen.

Was sind Preferred Securities?

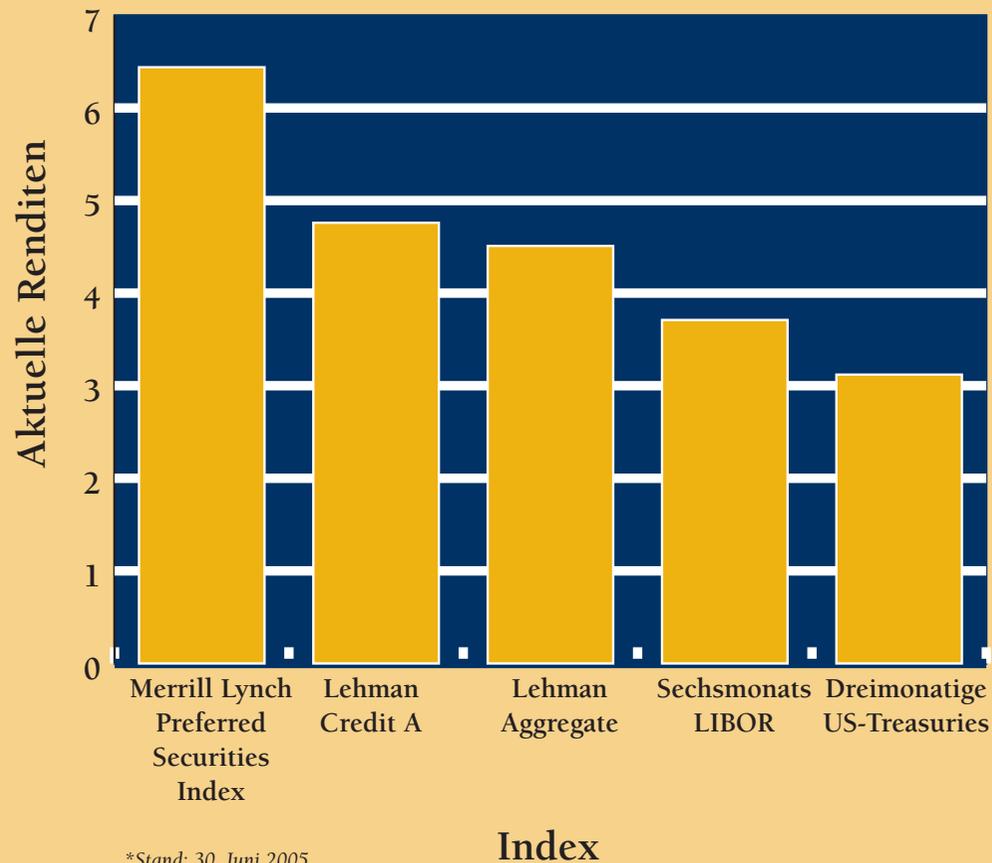
Preferred Securities sind festverzinsliche Wertpapiere, die im Allgemeinen anderen Gattungen von Unternehmensanleihen untergeordnet sind, sich jedoch eher durch aktienähnliche Merkmale auszeichnen. Im Regelfall weisen Preferred Securities im Vergleich zu klassischen Unternehmensanleihen höhere Spreads aus, wie **Abbildung 1** zu entnehmen ist. Dies ist in erster Linie darauf zurückzuführen, dass die Gläubiger im Falle eines Konkursantrags des Emittenten gegenüber den erstrangigen Anleihenbesitzern nachrangig behandelt werden. Dies bedeutet nicht, dass Unternehmen, die Preferreds begeben, von vornherein nicht kreditwürdig wären. Im Gegenteil, wie zu einem späteren Zeitpunkt in diesem Leitfaden ausgeführt wird, emittieren Unternehmen aus verschiedenen Gründen Preferred Securities .

Zu den von Anlegern als attraktiv eingeschätzten Merkmalen zählen u.a.:

- Vergleichbar hohe Renditen
- Diversifikation
- Ergänzung zu Kernanleihen
- Anlagequalität
- Liquidität



Abbildung 1: Aktuelle Renditen festverzinslicher Wertpapiere*



*Stand: 30. Juni 2005
Quelle: Principal Global Investors

„Preferred Securities sind festverzinsliche Wertpapiere, die im Allgemeinen anderen Gattungen von Unternehmensanleihen untergeordnet sind, sich jedoch durch einige eher aktienähnliche Merkmale auszeichnen.“

Zinserträge

Aus Preferred Securities erhält man Zinserträge, d.h. laufende Kuponzahlungen. Das emittierende Unternehmen bestreitet die Zinsen seiner Preferreds wie bei anderen Anleihengattungen aus seinem Gewinn vor Steuern und daher ergebniswirksam. Dies unterscheidet sich deutlich von der Ausschüttung von Dividenden für Stamm- und Vorzugsaktien, die aus dem Gewinn nach Steuern durchgeführt wird. Es ist meistens kostengünstiger für ein Unternehmen, Anleihen/Schuldverschreibungen an Stelle von Aktien auszugeben, da Zinsen, wie bereits angeführt, zulässige Geschäftsaufwendungen sind. Vielmehr können Schuldtitel für Anleger auch mit erheblichen Steuervorteilen verbunden sein. So erhalten beispielsweise ausländische Anleger in US-amerikanische Anleihen und Preferred Securities die Zinserträge, ohne jegliche Quellensteuer abführen zu müssen, während für Anleger in US-amerikanische Stamm- und Vorzugsaktien üblicherweise ein gewisser Steueranteil einbehalten wird. Der Großteil der Kupons ist festverzinslich, obschon sich ein wachsender Markt für variabel verzinsliche Kupons entwickelt.

Nachrangigkeit in der Kapitalstruktur

Die meisten Preferred Securities sind im Vergleich zu Bankdarlehen und Unternehmensanleihen „nachrangig“, stehen rangmäßig jedoch vor Vorzugs- und Stammaktien. Beispiel: Wenn ein Unternehmen einen Konkursantrag gestellt hat und das Vermögen dieses Unternehmens zur

Rangfolge der Forderungen
Gesicherte Forderungen
Ungesicherte vorrangige Forderungen
Ungesicherte nachrangige Forderungen
Preferred Securities*
Vorzugsaktien
Stammaktien

Auszahlung an die Gläubiger liquidiert wird, haben diejenigen Anleger, die in der Kapitalstruktur höher stehen mehr Chancen als nachrangige Gläubiger einen Teil ihres Anlagebetrags zurückzubekommen. Der Begriff, der den zurückerhaltenen Betrag

ausgedrückt als Prozentsatz der ursprünglichen Nominalanlage repräsentiert, bezeichnet man als die „Rückgewinnungsquote“.

**Es gibt jedoch einige Preferreds, die als \$25 par Emissionen strukturiert sind und mit den vor- oder nachrangigen Schuldtiteln des Emittenten gleichrangig sind. Diese Wertpapiere, die rund 10% der Emission ausmachen, werden oftmals „Baby Bonds“ genannt.*

Aktienähnliche Merkmale:

Lange Laufzeit und Stundung der Zinsen

Manchmal werden Preferred Securities als hybride Preferred Securities bezeichnet, da sie einige aktienähnliche Merkmale aufweisen, obwohl sie im Großen und Ganzen Schuldtiteln gleichen. Erstens tendieren sie dazu, lange Laufzeiten von mindestens 20 Jahren zu haben und einige sind sogar Schuldtitel ohne Laufzeitbegrenzung (d.h., sie haben kein Endfälligkeitsdatum). Zweitens kann bei einer Vielzahl von am Markt getätigten Emissionen der Emittent beschließen, die Zinszahlung um bis zu fünf Jahre zu stunden, wenn sich das Unternehmen in einer schwierigen Finanzlage befindet, ohne dabei befürchten zu müssen, dass die Anleihehaber das Unternehmen dazu zwingen können, Konkurs anzumelden. Darin unterscheiden sich diese Wertpapiere von klassischen Unternehmensanleihen, die den Anleihehabern in der Regel das Recht einräumen, nach nur einer ausgefallenen Zinszahlung einen zwangsweisen Konkurs durchzusetzen. Anleger in Preferred Securities haben jedoch Vorrang vor den Aktionären, denn alle Zahlungen müssen getätigt worden sein, bevor Dividendenausschüttungen auf Stamm- oder Vorzugsaktien erfolgen können. Diese Flexibilität zur Stundung der Zinszahlungen und zum Schutz der Barmittel wird von den Kreditratingagenturen als wertvolles Instrument für ein Unternehmen in Zeiten finanzieller Schwierigkeiten anerkannt. Allerdings müsste ein Unternehmen alle Dividendenausschüttungen auf Stamm- und Vorzugsaktien aussetzen, wenn es sich dazu entschließen würde, die Zinszahlung für seine Preferred Securities zu stunden. An dieser Stelle muss jedoch betont werden, dass nur wenige Unternehmen, insbesondere Unternehmen mit hoher Bonität (Investmentgrade) von einer Stundung der Zinszahlungen auf ihre Preferred Securities Gebrauch gemacht haben, da dies einem offenen Eingeständnis finanzieller Probleme gleichkommt und es wahrscheinlich ist, dass sie von den Kapitalmärkten sanktioniert bzw. ausgeschlossen werden. Die meisten Unternehmen, denen es nicht gelungen ist, Zinsen auf ihre Preferreds zu zahlen, haben bereits einen Konkursantrag gestellt und sind auch hinsichtlich ihrer vorrangigen Anleihen und Darlehen mit der Begleichung der Zinsen in Verzug geraten.

Kündbarkeit

Ein weiteres Merkmal der meisten Preferred Securities ist ihre Kündbarkeit durch den Emittenten. Dieses Recht erlaubt es dem Emissionsunternehmen, die Wertpapiere vor ihrem Fälligkeitsdatum zu ihrem Nennwert von den Anlegern zurückzukaufen. Dies ist für den Emittenten vorteilhaft, da er die Wertpapiere bei fallenden Zinsen nach der Emission kündigen, und sie erneut zu einem niedrigeren Zinssatz ausgeben kann, wodurch seine Finanzierungskosten geringer werden. Um die Wertpapiere für Anleger attraktiver zu machen, muss der Emittent eine Art Garantie dafür geben, dass er die Schuldtitel über einen gewissen Zeitraum hinweg nicht kündigt. Dies bezeichnet man als „Schutz vor vorzeitiger Kündigung“ oder „Laufzeit“, der im Allgemeinen bei \$25 par Titeln fünf Jahre und bei \$1.000 par/Capital Securities zehn Jahre beträgt. Dieses Merkmal entspricht einer im Wertpapier eingebetteten Rückkaufoption, die für den Emittenten einen Wert und für den Anleger ein entsprechendes Risiko darstellt. Der Wert dieser Option ändert sich je nachdem, wie die Wahrscheinlichkeit einer Kündigung des Wertpapiers zu- oder abnimmt. Beispiel: Ein Wertpapier, das mit einer beträchtlichen Prämie bezogen auf den Nennwert gehandelt wird, weist darauf hin, dass die Zinsen seit der Emission gesunken sind und es wahrscheinlich ist, dass das Wertpapier am nächstmöglichen Kündigungstichtag gekündigt wird. Im Gegenzug lässt ein Wertpapier, das bezogen auf seinen Nennwert mit einem hohen Abschlag gehandelt wird, vermuten, dass die Zinsen seit der Emission gestiegen sind, was bedeutet, dass eine baldige Kündigung des Wertpapiers unwahrscheinlich ist. Der Wert der eingebetteten Option wäre im ersten Beispiel höher als im zweiten.

Der Nachteil für den Anleger in einem Preferred Security, das potentiell gekündigt wird, liegt darin, dass es für den Anleger schwierig sein kann, seinen Kapitalbetrag in ein Wertpapier mit derselben Rendite zu reinvestieren. Dies bezeichnet man als Wiederanlagerisiko.

Rechtsformen

Im Allgemeinen gibt es drei Rechtsformen, die für Preferred Securities genutzt werden, wobei die Rechtsform davon abhängt, ob das Unternehmen die Wertpapiere direkt oder über ein Finanzierungsinstrument emittiert.

- 1) Trust Preferred Securities – Hierbei handelt es sich um einen vom Unternehmen eingerichteten Sonderzwecktrust, der seinerseits nachrangige Schuldtitel der Muttergesellschaft aufkauft.
- 2) Preferred Partnership – Ähnlich wie oben, mit dem Unterschied, dass es sich bei der Körperschaft um eine Kommanditgesellschaft handelt.
- 3) Nachrangige oder vorrangige Schuldtitel – Hier werden die Wertpapiere als direkte Anleihen der Muttergesellschaft begeben.

Aus der Sicht eines Anlegers gibt es kaum Unterschiede zwischen den Rechtsformen, mit Ausnahme der potenziellen Vorrangigkeit und der fehlenden Stundbarkeit bei Direktmissionen.

Die Geburtsstunde des Markts für Preferred Securities

Der „Taxable“ oder „Hybrid Preferred Securities“ Markt entstand Anfang der neunziger Jahre in den USA. Die erste offizielle \$25 par Preferred Security wurde 1993 von Texaco emittiert. Allerdings hatte die spanische Bank Banco Santander bereits zuvor einen Yankee Preferred ausgegeben – ein Wertpapier, das in vielerlei Hinsicht Ähnlichkeit mit den US-Preferreds hatte und traditionell in das Preferreds-Universum einbezogen wird.

In den ersten Jahren entwickelten gewisse Investmentbanken eine Reihe unterschiedlicher Formen, doch der Markt einigte sich zunehmend auf zwei Standardformen von Preferreds – die \$25 par Preferred Securities und die \$1.000 par Preferred Securities, die mitunter auch als Capital Securities bekannt sind. \$25 par Preferred Securities sind für den Privatanlegermarkt konzipiert, während \$1.000 par/Capital Securities für institutionelle Anleger gedacht sind. Es handelt sich im Grunde jedoch um dieselben Wertpapiere, die tendenziell in der Kapitalstruktur eines Unternehmens gleichrangig sind.

§25 Par-Titel

Als Goldman Sachs 1993 den ersten \$25 par Titel für Texaco entwickelte, entschied sich die Gesellschaft nicht nur dafür, diesen als Anleihe zu strukturieren, sondern ihn auch für den Privatanlegermarkt zu konzipieren. Texaco hat die Wertpapiere an der New York Stock Exchange (NYSE) gelistet, einem Markt, der von Privatanlegern in erster Linie auf Grund ihrer Erfahrung mit der Anlage in Aktien gerne genutzt wurde.

Die Stückelung der Wertpapiere in kleine „Häppchen“ ermöglichte es einem Durchschnittsanleger, 100 Titel für rund US\$ 2.500 zu erwerben.

Unternehmensanleihen werden im Gegensatz dazu in großen Paketen ausserbörslich gehandelt, die für Privatanleger im Regelfall kaum zugänglich sind. Bis heute zählen Preferred Securities zu den wenigen direkten festverzinslichen Instrumenten, die für US-amerikanische Privatanleger erschwinglich sind (Anleihen von Bundesstaaten oder Gemeinden und Rentenfonds zielen auch auf den Privatanleger ab) und der Markt wird nach wie vor von Privatanlegern und nicht von institutionellen Anlegern dominiert.

§1.000 Par/Capital Securities

Hierbei handelt es sich um Preferred Securities, die ähnliche Merkmale aufweisen wie Unternehmensanleihen. Sie werden in Paketgrößen für institutionelle Anleger in der Regel ausserbörslich gehandelt. Die erste \$1.000 par Preferred Security wurde 1996 von First Bank System, einer regionalen US-amerikanischen Bank emittiert. Dies resultierte aus einem Beschluss der US-Notenbank (Fed), der es US-amerikanischen Banken ermöglichte, bei der Berechnung ihrer Eigenkapitalausstattungsquote Preferred Securities als Teil des Kernkapitals zu behandeln, wodurch US-amerikanische Banken dieselbe Position einnehmen konnten, wie europäische und andere ausländische Kreditinstitute. Preferred Securities wurden zu einer der kostengünstigsten Möglichkeiten für eine Bank, sich Kernkapital (tier-1 capital) zu beschaffen, was eine beträchtliche Emissionszunahme zur Folge hatte, wodurch Kreditinstitute wiederum gezwungen waren, nach institutionellen Anlegern Ausschau zu halten.



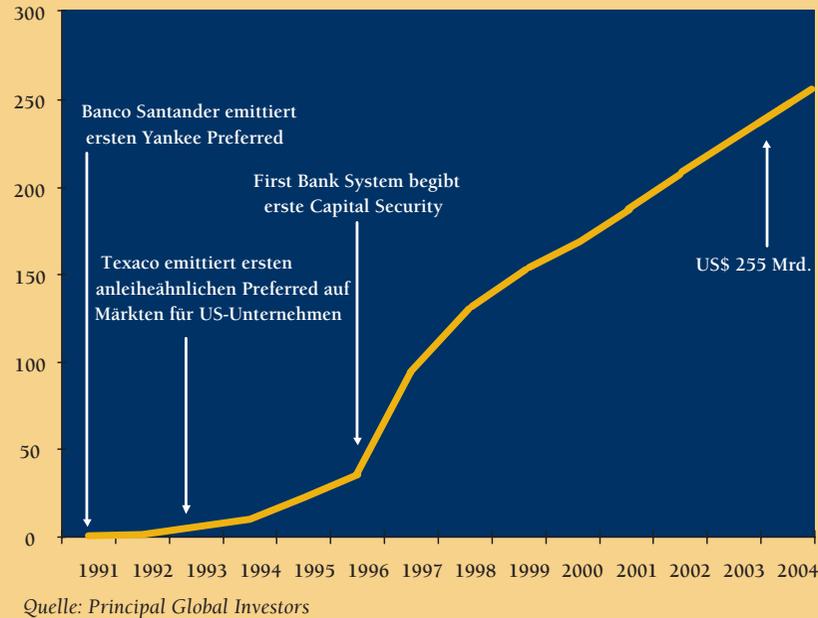
„Die ersten Preferred Securities wurden Anfang der neunziger Jahre emittiert.“

Der Preferred Securities Markt 2005

Wie in **Abbildung 2** gezeigt, hat sich der Preferreds Markt in den USA praktisch von Null Anfang der neunziger Jahre auf ein Gesamtvolumen von heute rund US\$ 255 Mrd. entwickelt. Zu den Emittenten zählen u.a. auch Industriegesellschaften, Einzelhändler und Versorgungsunternehmen, wie **Abbildung 3** zu entnehmen ist. Allerdings stellt der Finanzsektor die meisten Emittenten, darunter Kreditinstitute, Versicherungsgesellschaften, Brokerfirmen und andere Finanzdienstleister. Dies ist u.a. auf die vorteilhafte Anerkennung von Preferreds als Teil des Kernkapitals von Banken zurückzuführen.

Der Markt ist vorwiegend mit auf US-Dollar lautenden Anleihen gewachsen. Dies hat jedoch eine beträchtliche Anzahl europäischer und australischer Kreditinstitute nicht von der Emission von Preferreds abgehalten. Die Emittenten außerhalb der Vereinigten Staaten machten über 20% des Marktes aus. Seit einiger Zeit gibt es nun auch in Euro denominated Emissionen, insbesondere von großen kontinentaleuropäischen Banken und es wird mit einem Wachstum dieses Marktes gerechnet.

Abbildung 2: Das Wachstum des Markts für Preferred Securities



„Der Markt ist vorwiegend mit auf US-Dollar lautenden Anleihen gewachsen.“

Abbildung 3: Emittenten von Preferred Securities

Kreditinstitute

JP Morgan
Citicorp
ABN Amro
Royal Bank of Scotland
Banco Santander

Verschiedene

Nordstrom
TVA
Sallie Mae
Sherwin Williams

Telekommunikation

Southwestern Bell
SBC Communications
US Cellular
Verizon
Deutsche Telekom

Versorger

Con Edison
Entergy
Southern Company Natural
Rural Utilities
ConocoPhillips

Versicherungsgesellschaften

Aetna
Prudential plc
Allstate
Sun Life
XL Capital

Industriegesellschaften

General Motors
Maytag
General Electric
IBM
Ford

Brokerfirmen

Morgan Stanley
Merrill Lynch
Goldman Sachs
Lehman Brothers
Bear Stearns

Sonstige

Fannie Mae
Freddie Mac
News Corporation
Walt Disney

Quelle: Principal Global Investors

Kreditratings

Die meisten Preferred-Emissionen werden zumindest von einer der großen Kreditratingagenturen, wie beispielsweise Standard & Poor's oder Moody's mit einem Rating versehen. Es wurde zum Branchenstandard, dass dem Großteil der Preferreds ein Rating zugewiesen wurde, das ein oder zwei Stufen niedriger liegt als die vorrangigen Schuldtitel desselben Emittenten. Beispiel: Wenn der vorrangige Schuldtitel ein Rating von AA-/Aa3 (S&P/Moody's) erhält, würde die Preferred Security desselben Emittenten bei einem um eine Stufe schlechteren Rating mit A+/A1 eingestuft werden.

Die Bonität des gesamten Preferred-Marktes liegt tendenziell über dem des Markts für Unternehmensanleihen, was möglicherweise darauf hindeutet, dass Anleger lieber in die nachrangigen Schuldtitel von erstklassigen Emittenten als in nachrangige Schuldtitel von Unternehmen mit einer Bonität außerhalb des Investmentgradebereiches (z.B. High Yield-Anleihen) investieren. Lediglich 11% des Gesamtmarktes werden von Unternehmen außerhalb des Investmentgradebereiches gestellt.

Ausfallquoten

Die durchschnittliche jährliche Ausfallquote für Preferred Securities, die ein Jahr vor der Zahlungsunfähigkeit (Stundung oder Konkurs) mit Anlagequalität eingestuft wurden, lag in den vergangenen 10 Jahren bis einschließlich 2004 bei 0,16%. Zu den insgesamt sieben Unternehmen, die in diesem Zeitraum in Bezug auf ihre Preferred Securities in Verzug geraten sind, gehörten Enron, TXU Europe und WorldCom. Ferner ist dieser Fall bei den zwei kalifornischen Versorgern PG&E und Southern California Edison eingetreten, die während des Debakels über die Deregulierung der Strompreisfestsetzung im Jahr 2001 zahlungsunfähig wurden. Zu einem späteren Zeitpunkt zahlten sie die angefallenen Zinsen jedoch rückwirkend zurück.

Abbildung 4 zeigt die jährlichen Ausfallquoten bei Preferred Securities.

Abbildung 4: Jährliche Ausfallquoten

Jahr	Preferred Securities
2000	0,11%
2001	0,88%
2002	0,52%
2003	0,13%
2004	0,00%

Quelle: Principal Global Investors



„Die durchschnittliche jährliche Ausfallquote für Preferred Securities, die ein Jahr vor der Zahlungsunfähigkeit mit Anlagequalität eingestuft wurden, lag in den vergangenen 10 Jahren bis einschließlich 2004 bei 0,16%.“

Warum geben Unternehmen Preferreds aus?

Eine effiziente Art des Bilanzmanagements

Preferred Securities können in der Bilanz des Emittenten als effizientes Instrument zum Management des Verschuldungsgrads eingesetzt werden. Die großen Kreditratingagenturen stufen Preferred Securities besser ein, da sie bei der Analyse der Kapitalstruktur eines Unternehmens den Wert der vorstehend beschriebenen aktienähnlichen Merkmale anerkennen. So können sie beispielsweise für eine bestimmte Preferred Security eine Anleihen-Aktien-Gewichtung von 80:20 vornehmen. Dies bedeutet, dass die Emission einer Preferred Security weniger gravierende Auswirkungen auf den Verschuldungsgrad des Emittenten hat als die einer Standardanleihe.

Kernkapital (tier-1 capital)

Die US-Notenbank und die meisten internationalen Bankenaufsichtsbehörden erkennen Preferred Securities als Kernkapital an. Dies ist für Kreditinstitute attraktiv, da Preferreds üblicherweise kostengünstiger emittiert werden können als Aktien. Allerdings tendieren die Aufsichtsbehörden dazu, den Umfang der Preferred-Emissionen auf 15% der Gesamtkapitalstruktur zu beschränken. So erfordern sie beispielsweise von den Kreditinstituten, dass sie über geeignetes Kapital zur Deckung ihrer Verbindlichkeiten verfügen und die meisten Aufsichtsbehörden schreiben Banken vor, bestimmte Arten von Kernkapital zu halten. Kernkapital (Tier 1 Capital) besteht sowohl aus Eigenkapital und offenen Rücklagen als auch aus Preferred Securities.

Marktauswahl

Die Entwicklung des auf Privatanleger zugeschnittenen \$25 par Markts hat den Emissionsunternehmen eine neue Form von Anlegern beschert. Die von institutionellen und Privatanlegern geforderten Renditen schwanken je nach den Marktbedingungen, was es einem Emissionsunternehmen, das nach Finanzierungsquellen Ausschau hält, ermöglicht, sich den Markt mit den besten Kursen auszusuchen.

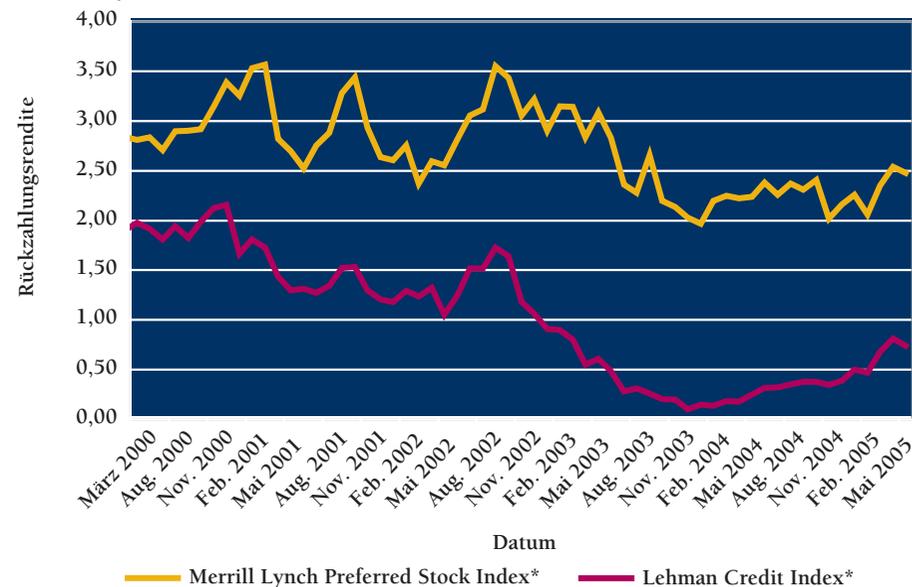
Sie sind bereit, höhere Zinsen zu zahlen, um Zugang zu diesen Vorteilen zu erhalten und den Anlegern einen Ausgleich für die eingebettete Rückkaufoption und die Nachrangigkeit der Emission zu bieten.

Was macht Preferreds für Anleger attraktiv?

Vergleichbar hohe Renditen

Preferred Securities sind mit Hinblick auf die USA z.B. im Allgemeinen das Segment des Rentenmarkts für erstklassige Emittenten, das die höchsten Renditen bietet. Sie werden üblicherweise mit einem attraktiven „Spread“ über der Rendite der erstrangigen Schuldtitel desselben Emittenten gehandelt, wie aus [Abbildung 5](#) hervorgeht. Als Faustregel könnte man sagen, dass ein Anleger eine Kapitalanlage in die nachrangigen Schuldtitel, z.B. die Preferred Security desselben Unternehmens erwägen sollte, wenn er mit der Bonität eines bestimmten Emittenten zufrieden ist, da er dadurch eine höhere Rendite erzielen kann.

Abbildung 5: 5-Jahres-Spread (Rückzahlungsrendite) über 10-jährige Staatsanleihen (Treasuries)



Quelle: Principal Global Investors

*Der Merrill Lynch Preferred Stock Index beinhaltet \$25 par-Preferred Securities mit Anlagequalität. Der Lehman Credit Index beinhaltet Industrieschuldverschreibungen und andere Schuldtitel mit Anlagequalität.

Regelmäßige Erträge

Für \$25 par Preferred Securities werden regelmäßig vierteljährlich Zinserträge ausgezahlt, die für viele Privatanleger attraktiv sind. \$1.000 par Capital Securities werfen ähnlich wie Unternehmensanleihen halbjährlich Zinserträge ab.

Qualität

Der Großteil des Markts für Preferred Securities besteht aus Anleihen von bekannten und stark gefragten Emittenten der Investmentgrade-Kategorie. Im Wesentlichen erklärt sich die Zusatzrendite aus der Nachrangigkeit und dem Wert der Rückkaufoption. Seit der Markt entstanden ist, gab es nur wenige Ausfälle bei Preferred Securities, die im Allgemeinen mit denen bei Unternehmensanleihen vergleichbar sind.

Zugang

Privatanlegern stehen nur wenige Möglichkeiten zur Direktanlage in Unternehmensanleihen offen, wohingegen sie in den USA z.B. leicht Zugang zu einer Direktanlage in Preferreds haben.

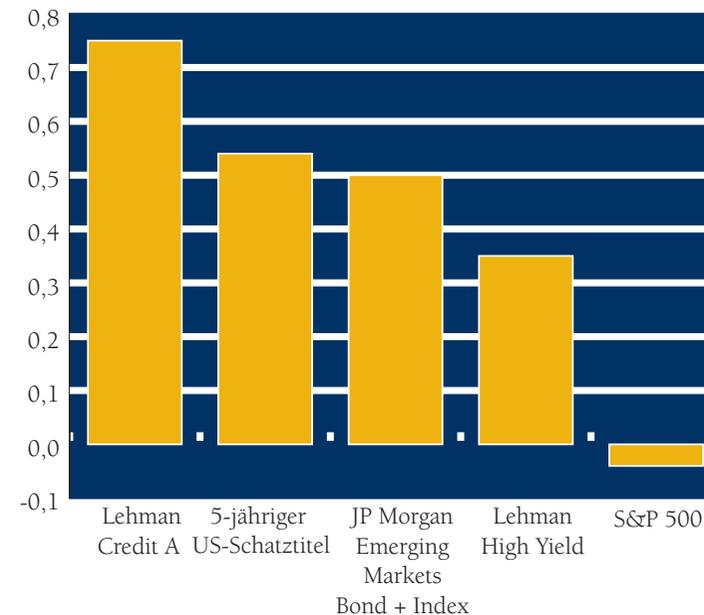
Diversifikation

Preferred Securities stehen in Wechselbeziehung mit dem allgemeinen Rentenmarkt, doch die Aufnahme von Preferreds in ein Rentenportfolio kann nach wie vor nützliche Diversifikationsvorteile mit sich bringen. Die Korrelation zwischen dem Merrill Lynch Preferred Index, der die an der New Yorker Börse notierten \$25 par Securities repräsentiert, und den mit A eingestuften Unternehmensanleihen liegt

lediglich bei 0,63. Die \$25 par Preferreds haben sich traditionell asynchron mit dem institutionellen Segment des Rentenmarkts bewegt. Privatanleger reagieren tendenziell nicht auf die täglichen Zinsschwankungen, weshalb sie einen dämpfenden Effekt auf ein Portfolio haben können. Auch wenn dies eine Verallgemeinerung ist, hinken die \$25 par Preferreds üblicherweise dem Rentenmarkt hinterher. Dies gilt sowohl dann, wenn die Kurse steigen, als auch wenn sie fallen.

Die Korrelation zwischen Preferreds und anderen Vermögensklassen, wie beispielsweise Aktien und anderen hochrentierlichen Instrumenten ist gering, wie in **Abbildung 6** zu erkennen ist.

Abbildung 6: Korrelationstabelle*



*Für den Fünfjahreszeitraum vom 30. Juni 2000 bis zum 30. Juni 2005.
Quelle: Principal Global Investors

Liquidität

\$25 par Preferred Securities werden an der New Yorker Börse gehandelt, die stets einen Markt für notierte Wertpapiere zur Verfügung stellt. Dies bedeutet, dass sich Anleger darauf verlassen können, dass Preferreds an einer anerkannten Börse gehandelt werden, wodurch sie Zugang zu Echtzeitkursen haben. Allerdings sollte hierbei berücksichtigt werden, dass sich wie bei den Unternehmensanleihen die Liquiditätsverhältnisse verschlechtern und die Kurse fallen können, wenn der Markt oder ein bestimmter Schuldtitel negativ beeinflusst wird.

Marktineffizienz

Die Aufspaltung des Marktes in ein von Privatanlegern und ein von institutionellen Anlegern beherrschtes Segment sorgt für interessante Gelegenheiten für einen professionellen Anleger. Diese zwei Anlegergruppen bewerten die diversen Merkmale von Preferred Securities unterschiedlich und zu verschiedenen Zeitpunkten, was zu Handelsgelegenheiten führen kann.

Renditen und Spreads

Preferred Securities werden wie andere festverzinsliche Wertpapiere üblicherweise auch auf einer Renditebasis bewertet. Allerdings gibt es eine Reihe unterschiedlicher Rendite-Arten, die ausgewiesen werden können, und die Wichtigkeit jeder einzelnen hängt von individuellen Umständen ab.

- Laufende Rendite (Current oder Running Yield). Sie errechnet sich aus der Teilung der Jahreszinserträge durch den aktuellen Marktpreis des Wertpapiers.

- Rückzahlungsrendite (Yield to Maturity oder Redemption Yield). Hierbei handelt es sich um die Rendite, die erzielt wird, wenn die Anleihe bis zu ihrer Fälligkeit gehalten wird und die aus ihr entstehenden Zinserträge zum Rückzahlungsrenditesatz reinvestiert werden, wobei die erwirtschafteten Erträge und eventuelle Kapitalgewinne oder -verluste berücksichtigt werden. Beispiel: Ein Anleger muss einen Verlust berücksichtigen, wenn eine Anleihe mit einer Prämie erworben und bis zur Fälligkeit gehalten wird, da der Inhaber bei Fälligkeit lediglich den Nennwert erhalten wird.
- Rendite kündbarer Anleihen (Yield to Call). Hierbei handelt es sich um die Rendite, die erzielt wird, wenn ein Wertpapier bis zum ersten Kündigungsdatum gehalten wird, wobei davon ausgegangen wird, dass alle Zinserträge zum bei der Kündigung gültigen Satz reinvestiert und alle Erträge sowie Kapitalgewinne oder -verluste berücksichtigt werden.
- Mindestrendite (Yield to Worst). Die niedrigere der beiden Renditearten Yield to Maturity und Yield to Call. Sie wird im Allgemeinen von professionellen Anlegern verwendet. Im Regelfall ist die Yield to Call die niedrigere Rendite, wenn die Anleihe mit einer Prämie bezogen auf den Nennwert gehandelt wird, weshalb eine Kündigung der Anleihe wahrscheinlicher ist. Wird sie jedoch unter pari oder zu ihrem Nennwert gehandelt, ist die Rückzahlungsrendite niedriger und eine Kündigung ist weniger wahrscheinlich.

Während des Zeitraums, über den eine Anleihe gehalten wird, können sich die Zinsen erheblich ändern, weshalb ein Anleger stets auf die Wahrscheinlichkeit der Kündigung einer Anleihe achten muss.

Abschließende Zusammenfassung

Preferred Securities bieten institutionellen und Privatanlegern die Möglichkeit, hohe laufende Renditen und eine bessere Diversifikation zu erzielen, ohne auf Qualität verzichten zu müssen. Preferred Securities sind im Regelfall der Sektor des Rentenmarktes für Anleihen mit Investmentgrade, der die höchsten Renditen bietet, was sie zu einer attraktiven Ergänzung zu traditionellen Aktien und Schuldtiteln macht. Mehrere Faktoren unterstreichen die Bedeutung der Preferreds als interessante Kapitalanlagen:

- Diversifikation
- Ergänzung zu Kernanleihen
- Vergleichbar hohe Renditen
- Anlagequalität
- Liquidität

Produktinnovation

Eine vielseitige Anlegergruppe hält Preferreds für eine attraktive Kapitalanlage. Institutionelle Anleger verwenden die höheren Renditen dieser Wertpapiere als Instrument zur Steigerung der Renditen ihrer eigenen Kernanleiheportfolios. Versicherungsgesellschaften, die insbesondere auf die Rendite achten, fühlen sich von dieser Vermögensklasse in besonderem Maße angezogen. Sie sind als Gruppe die aktivsten Anleger auf diesem Markt. Auch Privatanleger orientieren sich an der Rendite, verfolgen aber im Regelfall eine Kauf- und Haltestrategie, bei der sie nur die Kupons abtrennen. Vor nicht allzu langer Zeit wurde jedoch eine Reihe von Instrumenten entwickelt, die allen Anlegerklassen den Zugang zu diesem Markt erleichtern. Wie wir oben beschrieben haben, sind Preferreds recht komplex, d.h., es ist ratsam, sich bei Anlagen in diesen Sektor an einen professionellen und erfahrenen Anlageberater zu wenden. Als Pionier auf dem Gebiet der Preferred Securities entwickelt Spectrum Asset Management, eine Tochter von Principal Global Investors, laufend innovative Produkte, um Anlegern den Zugang zu Preferred Securities zu erleichtern und weitere Anlagelösungen zur Verfügung zu stellen.

Maßgeschneiderte Produkte von Spectrum Asset Management

- **Offene Investmentfonds.** Professionell gemanagte Investmentfonds, die Zugang zu einem gut diversifizierten Portfolio aus Preferred Securities bieten, stehen Anlegern zur Verfügung. Häufig werden diese in der Landeswährung abgesichert, um die Anleger keinem Währungsrisiko auszusetzen.
- **Geschlossene Investmentfonds.** Es wurden einige geschlossene Investmentfonds aufgelegt, die im Regelfall an einer Börse wie der NYSE notiert sind. Diese Fonds, die den Investment Trusts in Großbritannien ähnlich sind, sind in der Lage, bis zu 30% des Fonds mit Fremdmitteln zu finanzieren.
- **Preferred Security Fonds mit kurzer Duration.** Portfolios aus Preferred Securities, deren Duration im Normalfall fünf Jahre übersteigt, werden auf eine Zielduration von drei Monaten bis zu einem Jahr reduziert. Dies erfolgt über den Einsatz von Futures und Optionen und führt zu einer weniger volatilen und zinsänderungsanfälligen Performance.
- **Variabel verzinsliche Preferred Fonds.** Die Emission von variabel verzinslichen Preferred Securities hat seit kurzem zunehmend an Beliebtheit gewonnen, insbesondere bei den US-amerikanischen Kreditinstituten. Ferner sind Fonds aufgelegt worden, die sich auf diesen Markt spezialisiert haben. Derzeit sind diese aus Gründen der steuerlichen Behandlung für Anleger außerhalb den USA nicht attraktiv.

Der Großteil der Produkte von Spectrum ist auch in Form von Subadvisory-Fondsangeboten erhältlich.

Spectrum Asset Management

Mit einem Vermögen in Höhe von US\$ 13 Mrd. unter Verwaltung ist Spectrum, eine Tochter von Principal Global Investors, der führende Manager von Preferred Securities Portfolios in den Vereinigten Staaten. Das Anlageuniversum von Spectrum konzentriert sich überwiegend auf hybride Preferred Securities, worunter im Regelfall die nachrangigen Anleihen von erstklassigen Emittenten zu verstehen sind, die auf den US-amerikanischen Kapitalmärkten die höchsten Renditen erzielen. Das unternehmenseigene Research von Spectrum wird durch den direkten Zugang zu den Dienstleistungen der Ratingagenturen, den Branchenanalysten bei den großen Investmentbanken und vor allem den umfangreichen Ressourcen des Anleihenanalytenteams von Principal Global Investors ergänzt.

Spectrums erfahrenes und engagiertes Team aus Portfoliomanagern, Händlern und Research-Experten kann hierbei neben seinen eigenen Ressourcen auf 120 Rentenexperten von Principal Global Investors zurückgreifen, darunter globale Kreditanalysten, Structured-Debt-Spezialisten, Wirtschaftswissenschaftler, Portfoliomanager, Händler und Risikomanagement-Experten. Das Rententeam von Principal Global Investors führt unabhängiges Research für mehr als 700 Anleihenemittenten durch und die globalen Researchanstrengungen konzentrieren sich auf Staats- und Unternehmensanleihen in über 50 Ländern weltweit. Diese Fülle an Informationen in Verbindung mit der hoch spezialisierten Expertise von Spectrum bilden ein starkes Fundament für die auf spezifische Kundenziele zugeschnittenen Preferred Securities Portfolios.

Spectrum verwaltet Mandate für institutionelle Kunden und bietet u.a. seine Expertise als Anlage- bzw. Unteranlageberater für zahlreiche Preferred Securities Fonds an, die an europäische und asiatische Anleger vertrieben werden.

Principal Global Investors und Spectrum Asset Management

Principal Global Investors ist eine diversifizierte Vermögensverwaltungsgesellschaft und eine Tochtergesellschaft der Principal Financial Group®. Wir verwalten Vermögenswerte in Höhe von US\$ 155 Mrd.* in erster Linie im Rahmen für Pensionspläne und institutionelle Kunden. Unser Anlageuniversum umfasst neben Aktien, Anleihen und Immobilienwerten auch spezialisierte Advisory- sowie Beratungsdienste. Principal Global Investors bietet fokussierte Anlagelösungen über ein breites Spektrum von Anlageklassen, -stilen und Portfoliostrukturen. Die von Principal durchgeführten Anlagen in Rentenwerte konzentrieren sich schwerpunktmäßig auf renditeorientierte Strategien, darunter Preferred Securities, High Yield, Core- und Core Plus-Multisektor, Hypotheken- und ABS-Anleihen sowie Global Strategic Income.

*Principal Global Investors ist die Vermögensverwaltungssparte der Principal Financial Group und beinhaltet die Vermögensverwaltungsprozesse folgender Gesellschafter von Principal: Principal Global Investors, LLC; Principal Real Estate Investors, LLC; Spectrum Asset Management, Inc.; Post Advisory Group, LLC; Columbus Circle Investors, Inc.; Principal Global Investors (Europe) Limited; Principal Global Investors (Singapore) Ltd; Principal Global Investors (Australia) Ltd und Principal International, Inc. sowie von deren Tochtergesellschaften und verbundenen Unternehmen.



„Spectrums
erfahrenes und
engagiertes Team
aus
Portfoliomanagern,
Händlern und
Research-Experten
kann neben seinen
eigenen Ressourcen
auf 120
Rentenexperten von
Principal Global
Investors
zurückgreifen.“

Kontaktadresse

Bitte wenden Sie sich an uns, wenn Sie sich für unsere vielfältigen Anlagelösungen interessieren:

16 St Martin's Le Grand
London EC1A 4EN
Tel: +44 20 7710 0220
Fax: +44 20 7710 0221
E-Mail: Investors-Europe@principal.com

Hinweise in eigener Sache

Dieses Informationsmaterial enthält allgemeine Informationen ausschließlich zu Anlagethemen. Es ist nicht als allgemeingültige Aussage zu einer beliebigen Angelegenheit zu betrachten, weshalb man sich auch nicht darauf verlassen sollte. Die in ihm enthaltenen Informationen berücksichtigen weder die Anlageziele noch die besonderen Bedürfnisse oder die finanzielle Situation von Anlegern. Sie sollten abwägen, ob eine Kapitalanlage mit Ihren Anlagezielen, ihren besonderen Bedürfnissen und ihrer finanziellen Situation vereinbar ist.

Diese Unterlagen wurden in gutem Glauben weitergegeben und stammen aus Quellen, die im Juli 2005 als zuverlässig eingeschätzt wurden. Vorbehaltlich etwaiger gegenteiliger Vorschriften des anwendbaren Rechts übernimmt kein Unternehmen der Principal Financial Group und keiner ihrer Mitarbeiter oder Führungskräfte eine Garantie für die Zuverlässigkeit oder Richtigkeit oder eine anderweitige Haftungsverpflichtung (auch nicht auf der Grundlage von Fahrlässigkeit) im Zusammenhang mit hierin enthaltenen Fehlern oder Auslassungen.

Der Inhalt dieser Unterlagen wurde ausschließlich für die Zwecke von S.21 des Financial Services and Markets Act 2000 von Principal Global Investors (Europe) Limited genehmigt. Die Gesellschaft wurde von der Financial Services Authority zugelassen und steht unter ihrer Aufsicht. In Großbritannien und Nordirland richtet sich dieses Dokument ausschließlich an Personen, bei denen es sich um Marktkontrahenten oder Zwischenhändler handelt (siehe Definition in den Vorschriften der Financial Services Authority). In allen anderen Hoheitsgebieten richtet sich dieses Dokument ausschließlich an professionelle oder anderweitig erfahrene institutionelle Anleger. Niemand sollte sich auf den Inhalt dieser Unterlagen verlassen. Produkte, auf denen die in diesen Unterlagen enthaltenen Composite-Ergebnisse, sofern vorhanden, basieren, sind eventuell in Großbritannien und bestimmten anderen Hoheitsgebieten nicht als eigenständige Produkte erhältlich. Allerdings können die zugrunde liegenden Anlageverwaltungs Kompetenzen vorbehaltlich aller geltenden lokalen Vorschriften und Beschränkungen für institutionelle Anleger verfügbar gemacht werden. In Verbindung mit der Verwaltung von Kundenportfolios kann Principal Global Investors (Europe) Limited die Verwaltungskompetenz an verbundene Unternehmen delegieren, die nicht von der Financial Services Authority zugelassen sind bzw. nicht unter ihrer Aufsicht stehen. In jedem solchen Fall profitiert der Kunde eventuell nicht von allen Schutzmaßnahmen vorgesehen in den Vorschriften und Verordnungen des Financial Services and Markets Act 2000.

Diese Präsentation wird in Singapur von Principal Global Investors (Singapore) Limited (ACRA-Reg- Nr. 199603735H) herausgegeben, die unter der Aufsicht der Monetary Authority von Singapur steht. Herausgegeben in Hongkong von Principal Global Investors (Asia) Limited, einem Unternehmen beaufsichtigt von der Securities and Futures Commission. In Australien wurde sie von Principal Global Investors (Australia) Limited (ABN 45 102 488 068, AFS Licence Nr. 2225385) herausgegeben – einer Gesellschaft, die unter der Aufsicht der Australian Securities and Investment Commission steht. Alle angegebenen Zahlen verstehen sich in US-Dollar, sofern nichts anderes angeführt ist. In den Vereinigten Staaten darf dieses Informationsmaterial ausschließlich von Registered Representatives verwendet werden. Dieses Dokument ist in den USA nicht für den öffentlichen Vertrieb gedacht.



801 Grand Ave.
Des Moines, Iowa 50392-0490
800-533-1390/Fax 866-850-4024
www.principalglobal.com
Ein Gesellschafter der Principal Financial Group®