

Foto: istockphoto | night_cat



Bonität als lukrative Renditequelle nutzen

Der Markt für Zertifikate ist facettenreich und hält sehr unterschiedliche Anlagekonzepte bereit. In einer Serie stellt der *Zertifikateberater* die Grundlagen der wichtigsten Typen vor. Ziel ist es, eine Hilfestellung für den richtigen Einsatz in der Beratungspraxis zu geben. Sechster Teil: Bonitätsanleihen

Anleihen zählen bei vielen Kunden zu den wichtigsten Bausteinen im Portfolio. Seit die Renditen stark gesunken sind, verliert die Anlageklasse jedoch an Attraktivität. Bonitätsanleihen sind in dieser Lage eine interessante Alternative. Wie bei klassischen Anleihen übernimmt der Anleger hier das Ausfallrisiko des jeweiligen Staates oder Unternehmens (Referenzschuldner). Hinzu kommt aber auch das Emittentenrisiko – also das Ausfallrisiko der emittierenden Bank. Diese Kombination von Risiken erlaubt höhere Kupons als bei herkömmlichen Unternehmens- oder Staatsanleihen. Davon abgesehen ist die Funktionsweise der Papiere aber beinahe ebenso einfach wie bei klassischen Anleihen: Tritt weder beim Referenzschuldner noch beim Emittenten ein Kreditereignis ein, erhalten Kunden in meist jährlichem Rhythmus die

festgelegten Kupons ausgezahlt und am Ende auch den eingesetzten Nominalbetrag zurück. Bei der Risikobewertung eines konkreten Angebots muss also sowohl die Bonität des Emittenten als auch die des Referenzschuldners berücksichtigt werden. Als Hilfsmittel können dabei die Einstufungen der Ratingagenturen dienen. Wertvolle Hinweise liefern außerdem die Preise für Kreditausfallversicherungen (CDS). Die am Cre-

Szenarioanalyse

Das Unternehmen XY ist Referenzschuldner einer Bonitätsanleihe mit fünf Jahren Laufzeit, jährlichem Kupon von 2 % und einem Nominal von 1.000 Euro. Bei einem Kreditereignis entfällt der Kupon für die gesamte Zinsperiode. Verschiedene Szenarien sind denkbar:

Szenariobeispiele

Annahme: Restwert der ausgefallenen Anleihen beträgt jeweils 25 % (auch beim Korb-Beispiel)

Kreditereignis?	Kupons	Rückzahlungsbetrag	Auszahlung gesamt
nein	5*20 €	1.000 €	1.100 €
im 3. Jahr	2*20 €	250 €	290 €
im 1. Jahr	keine	250 €	250 €

Szenarioannahmen wie oben, aber vier Schuldner im linearen Korb			
nein	5*20 €	1.000 €	1.100 €
ja, 1 Schuldner im 3. Jahr	2*20 € + 3*15 €	62,50 € + 750 €	897,50 €
ja, 1 Schuldner im 1. Jahr	5*15 €	62,50 € + 750 €	887,50 €
ja, 2 Schuldner im 1. Jahr	5*10 €	2*62,50 € + 500 €	675 €

Quelle: DZB Research

- 1. Kein Kreditereignis während der Laufzeit:** Treten beim Referenzschuldner während der Laufzeit keine Solvenzprobleme auf, zahlt die Emittentin jährlich 2 % aus und zahlt am Laufzeitende 1.000 Euro zurück.
- 2. Kreditereignis im 3. Jahr:** In den ersten beiden Zinsjahren vereinnahmt der Kunde insgesamt 40 Euro. Im 3. Jahr kommt es zu einem Kreditereignis. Bei einer ISDA-Auktion wird für Verbindlichkeiten des Schuldners ein Restwert von 25 % ermittelt. Die Rückzahlung erfolgt zu 250 Euro. Unter Berücksichtigung der bereits gezahlten Kupons entsteht ein Verlust von 71 %.
- 3. Kreditereignis im 1. Jahr:** Im ersten Jahr tritt ein Kreditereignis ein. Bei einer ISDA-Auktion wird für Verbindlichkeiten des Schuldners ein Restwert von 25 %

ermittelt. Der Kunde kann keine Kupons vereinnahmen. Die Rückzahlung erfolgt zu 250 Euro. Es entsteht ein Verlust von 75 %.

Mehrere Referenzschuldner

Bezieht sich die Anleihe auf mehrere Unternehmen, wird zwischen der First-to-Default- (FTD) und der linearen Ausgestaltung unterschieden. Bei den unüblichen FTD-Körben wird die Anleihe bereits bei einem Ausfall beendet und zum Restbetrag getilgt. Bei linearen Körben senkt der Ausfall eines Schuldners den Nominalbetrag dagegen nur anteilig. Dies reduziert den Rückzahlungsbetrag sowie die noch ausstehenden Kupons. Zudem wird der Restbetrag in Bezug auf den betroffenen Schuldner umgehend ausgezahlt.

Formen von Kreditereignissen

Insolvenz

Alle Formen eines Insolvenz-, Konkurs-, Liquidations- und Vergleichsverfahrens sowie Zahlungsunfähigkeit, Überschuldung und Beschlagnahmen, z.B. wenn Zahlungsverpflichtungen nicht erfüllt werden; (bei Staaten: Zahlungsverweigerung/Moratorium)

Nichtzahlung

Schuldner zahlt Verbindlichkeiten nicht bzw. nicht ordnungsgemäß oder rechtzeitig; Mindestsumme: 1 Mio. USD

Restrukturierung

Umstrukturierung von Zahlungsverpflichtungen wie aufgeschobene Zinszahlungen oder Zinssätze sowie veränderte Tilgungsbeträge oder Währung der Zahlungsverpflichtung; Mindestsumme: 10 Mio. USD

Quellen: Emittentenangaben, ISDA

Die wichtigsten Kennzahlen für die Produktauswahl

Referenzschuldner	Nur wenn beim Referenzschuldner während der Laufzeit der Anleihe kein Kreditereignis eintritt, wird das Renditeziel erreicht. Die Kreditwürdigkeit des Referenzschuldners muss deshalb auf die Risikoneigung des Kunden abgestimmt sein.
Emittent	Mit einer Bonitätsanleihe übernehmen Kunden zugleich das Ausfallrisiko des jeweiligen Emittenten. Erst dadurch können höhere Kupons geboten werden als bei klassischen Unternehmensanleihen des Referenzschuldners. Deshalb muss auch die Bonitätsstärke des Emittenten zum Risikoprofil des Kunden passen.
Kupons	Durch das erhöhte Ausfallrisiko (Referenzschuldner + Emittent) sind hohe Kupons möglich. Je schwächer die jeweiligen Bonitäten, desto höher die möglichen Kupons. Dabei sind fixe Kupons ebenso üblich wie jährlich ansteigende Beträge.
Laufzeit	Je länger die Laufzeit der Anleihe, desto höher ihr Kupon. Auch ein vorzeitiger Verkauf ist zwar möglich, dabei könnten aber Verluste entstehen. Insbesondere bei steigenden Marktzinsen verliert die Anleihe während der Laufzeit an Wert.

Kommentierte Selektion für Bonitätsanleihen monatlich unter www.zertifikateberater.de/news/beraternews

dit-Markt gehandelten Prämien sind umso teurer, je schwächer die Marktteilnehmer die jeweilige Bonität einschätzen. Schwache Bonitätskennzahlen bedeuten andererseits aber höhere Kupons bei der Bonitätsanleihe. Umgekehrt sind bei Angeboten zu Schuldner, die als sehr solide gelten, nur vergleichsweise kleine Erträge möglich.

Neben den Bonitätskennzahlen ist auch die Laufzeit der Anleihe von entscheidender Bedeutung. Schließlich ist die Wahrscheinlichkeit eines Kreditereignisses bei einem Unternehmen höher, je länger die Zeitspanne ist. Zudem muss der Kunde bei Papieren mit langer Laufzeit sein Kapital auch lange binden. Von einem zwischenzeitlichen Anstieg der Marktzinsen kann er dann nicht profitieren. Im Gegenteil: Steigende Zinsen drücken den Anleihekurs. Ein Verkauf vor dem Laufzeitende wird somit unattraktiv.

Was passiert im schlimmsten Fall?

Vorzeitig beendet werden kann die Bonitätsanleihe aber dann, wenn beim Referenzunternehmen ein Kreditereignis eintritt. Dies ist neben dem Ausfall des Emittenten das schlechteste Szenario für den Kunden. Ob ein bestimmter Sachverhalt als Kreditereignis eingestuft wird, entscheidet die International Swaps and Derivatives Association (ISDA), ein internationaler Verband von Derivatehändlern. Drei Szenarien werden in der Regel als mögliche Kreditereignisse genannt: Insolvenz, Nichtzahlung und Restrukturierung (siehe Übersicht oben). Kommt es zu einem dieser Ereignisse, bedeutet aber auch das in der Regel nicht den Totalverlust des Kapitals. Denn

üblicherweise werden auch in diesen Fällen noch Restwerte für die betroffenen Anleihen ermittelt, die auch an die Halter der Bonitätsanleihe gezahlt werden. Den genauen Betrag gibt die ISDA vor, die bei einer Auktion den verbleibenden Wert der Verbindlichkeiten ermittelt. Nach dem Schuldenschnitt für Griechenland in 2012 lag die sogenannte „Recovery Rate“ zum Beispiel bei 21,5 Prozent. In einem solchen Fall erfolgt auch die Rückzahlung bei Bonitätsanleihen nur in dieser Höhe und die Laufzeit endet vorzeitig. Damit entfallen auch die Kupons für alle weiteren Zinsperioden. Unterschiedlich handhaben die Emittenten aber die Kuponzahlung für die laufende Periode. Bei den meisten Häusern löscht ein Kreditereignis auch den Zinsanspruch für das jeweils aktuelle Jahr. Es gibt aber Ausnahmen. Beispielsweise sieht die HypoVereinsbank eine anteilige Auszahlung der Stückzinsen bis zum Tag des Kreditereignisses vor.

Varianten mit mehreren Schuldner

Während bei klassischen Bonitätsanleihen zwei Schuldner – Emittent und Referenzschuldner – beobachtet werden müssen, haben sich auch Varianten etabliert, denen ein ganzer Korb an Unternehmen zugrunde liegt. Früher folgten solche Angebote meist einer sogenannten First-to-Default-Regel (FTD). Sie besagt, dass Probleme bei einem einzigen Unternehmen genügen, um einen Ausfall der Anleihe mit allen Konsequenzen auszulösen. Davon haben sich die meisten Emittenten mittlerweile aber abgewendet. Heute ist die „lineare“ Bauweise üblich. Hierbei reduzieren sich Kupons und der

Rückzahlungsbetrag am Laufzeitende nur anteilig. Ein Beispiel: In einem linearen Korb sind vier Referenzunternehmen zusammengestellt, jährlich werden Kupons von 2,0 Prozent ausgeschüttet. Bei einem der Referenzwerte tritt ein Kreditereignis ein. Von da ab wird der Kupon von 2,0 Prozent nur noch auf den reduzierten Nominalbetrag gezahlt. Bei einem Nominal von ursprünglich 1.000 Euro also auf 750 Euro (Kupon: 15 statt 20 Euro). Und am Ende werden nur noch diese 750 Euro anstelle der vollen 1.000 zurückgezahlt. Eine Anleihe mit mehreren Referenzschuldner ist somit nicht in jedem Fall riskanter als ein einzelner Referenzschuldner, weil ein sehr solides Unternehmen dem Gesamtkorb auch Halt geben kann. Bei der zuvor angewandten FTD-Methode wuchs das Risiko dagegen mit jedem weiteren Wert im Korb.

Wann sind Alternativen besser?

Die Emission durch eine Bank sorgt dafür, dass Kunden bei Bonitätsanleihen – wie bei Zertifikaten üblich – stets das Ausfallrisiko eines Finanzunternehmens im Portfolio haben. Für Kunden, die dem Bankensektor sehr skeptisch gegenüberstehen, bleiben klassische Anleihen die bessere Wahl. **DZB**

Das bieten Bonitätsanleihen

- fixe Verzinsung
- höhere Zinsen als klassische Bonds
- einfache Funktionsweise
- interessante Alternative für sicherheitsorientierte Kunden