

Obligationen

Eine der wichtigsten Anlagekategorien

Auch in Zeiten tiefer Zinsen und attraktiver Aktienmarktrenditen stellen Obligationen eine der wichtigsten Anlageformen überhaupt dar. Nur die Minderheit der Anleger dürfte ausschliesslich in Aktien investiert haben. Der Rest hat einen mehr oder weniger hohen Anteil an den auch mit «Bonds» bezeichneten Nominalwertanlagen.

Anleihen werden aus folgenden Gründen gehalten:

1.) Einkommen:

Bonds generieren dank den regelmässigen Kuponzahlungen einen bekannten Einkommensstrom während der Laufzeit. Der Kupon ist in der Regel höher als die Dividendenzahlung von Aktien, bei denen weder die Höhe noch der Zeitpunkt exakt bekannt sind.

2.) Diversifikation

Aktien- und Anleihenmärkte bewegen sich nicht im Gleichlauf miteinander. Aus der Kombination von Anlagen, welche sich nicht 1:1 zueinander bewegen, ergeben sich risikomindernde Eigenschaften, welche in der modernen Portfoliotheorie auch als Diversifikationsvorteile beschrieben werden. Dies ist zum Beispiel dann der Fall, wenn der Aktienmarkt korrigiert und daraus negative Erträge resultieren, während Obligationen positive Erträge bringen.

3.) Schutz gegen Wirtschaftsabschwung und Deflation

Wenn die Preise von Gütern und Dienstleistungen steigen, sprechen wir von Inflation. Dieses Umfeld ist für Obligationen weniger gut, da der damit verbundene (konstante) Einkommensstrom an Kaufkraft verliert. Im Falle einer Wirtschaftsab-

schwächung tritt der umgekehrte Effekt ein: langsames Wachstum reduziert die Inflation und der fixe Einkommensstrom der Obligationen bekommt eine höhere Kaufkraft. Parallel dazu reduziert die wirtschaftliche Schwäche das Gewinnwachstum der Firmen, was die Attraktivität von Obligationen im Vergleich zu Aktien erhöht.

Obligationen sind verbriefte Kredite

Wichtige Schuldnerklassen sind: Regierungen (inklusive Regierungsagenturen, staatliche Verbände wie die Weltbank), Firmen und rechtliche Spezialvehikel für besonders gesicherte Anleihen (Mortgaged Backed Securities, Asset Backed Securities, Pfandbriefe, und viele mehr).

Staatliche Anleihen werden von Regierungen begeben und gelten als ausgesprochen sicher, denn das Steuersubstrat bestimmt letztlich die Kreditqualität dieser Anleihen. Die USA, Japan und die Europäische Union (mit hauptsächlich Deutschland, Frankreich, Italien und Spanien) dominieren den Markt für Staatspapiere und repräsentieren etwa 84 Prozent der ausstehenden Regierungsschulden. Die Regierungsbonds von Entwicklungs- und Schwellenländern wie Afrika, Osteuropa, Lateinamerika, Russland, naher Osten und Asien ohne Ja-

pan werden «emerging market bonds» genannt. Ihnen gemeinsam sind erhöhte Risiken (Wechselkursschwankungen, politische Unruhen und andere.) im Vergleich zu entwickelten Ländern wie der USA oder den europäischen Kernländern.

Firmenanleihen

Mit etwa 30 Prozent der ausstehenden Anleihen sind Firmenanleihen (auch Nicht-Regierungsanleihen genannt) das nächst grössere Segment. Vor allem in Europa war das Wachstum in den letzten Jahren sehr stark. Die Kreditqualität, also die Fähigkeit, Zins- und/oder Nominalschulden bezahlen zu können, wird mit einem Notensystem (Rating) beurteilt. Es gibt zwei grosse Kategorien: Anleihen mit Benotung

In Kürze

- > Obligationen stellen eine der wichtigsten Anlageformen dar
- > Man unterscheidet zwischen Regierungs- und Firmenanleihen
- > Die Schweiz kennt eine Reihe verschiedener Obligationentypen
- > Die Liquidität des Obligationenmarkts ist eine Herausforderung

«Investment grade» (AAA bis BBB) und Anleihen mit Noten im Bereich «non-investment grade» (BB bis D). Je tiefer die Benotung, umso höher sind die erwarteten Renditen der Anleihen, bei gleichzeitig steigendem Anlagerisiko. In Abhängigkeit der Konjunktur und firmenspezifischer Risiken kann sich das Rating der Firmen im Zeitablauf verändern.

Autor

Roman von Ah
Dr., Verwaltungsrat,
Dozent am
Ausbildungszentrum für
Experten der
Kapitalanlage AZEK und
Consultant für
Finanzberatung und
Vermögensverwaltung



Ratingsystem

Moody's und Standard and Poor's sind die bedeutendsten Firmen zur Beurteilung der Kreditqualität von Schuldern. Sie haben ein Notensystem entwickelt, welches in absteigender Qualität die Ratings wie folgt definiert:

Investment Grade

Moody's	S&P
Aaa	AAA (Höchste Note)
Aa	AA
A	A
Baa	BBB

Speculative Grade

Ba	BB
B	B
Caa	CCC
Ca	CC
C	C
C	D (tiefste Note beziehungsweise Konkurs)

Pfandbesicherte Anleihen

Ein wichtiger Wachstumstreiber für Bondemissionen ist die Absicherung von Anlagen. Es geht dabei darum, Kapital aufzunehmen und als Sicherheiten Pfandforderungen zu hinterlegen:

- hypothekarisch besicherte Anleihen (Mortgage Backed Securities MBS), gehören besonders in den USA zu den gebräuchlichsten Anleihenformen. MBS sind das grösste Segment im US-Anleihenmarkt überhaupt, noch grösser als das Segment der Regierungsanleihen. Die wichtigsten Emittenten für MBS sind Ginnie Mae, Fannie Mae und Freddie Mac.
- Forderungsbesicherte Wertpapiere (Asset Backed Securities ABS) haben Zahlungsansprüche gegen eine ausschliesslich dem Zweck der Transaktion des forderungsbesicherten Wertpapiers dienende Zweckgesellschaft (Special Purpose Vehicle, SPV). Die Zahlungsansprüche werden durch einen Bestand unverbriefter Forderungen gedeckt, die auf die SPV übertragen werden und den Inhabern dieser Wertpapiere als Haftungsgrundlage zur Verfügung stehen.
Beispiels ABS: Autokredite oder Kredite bezogen auf Kreditkarten
- Pfandbriefe (und andere bedeckte Bonds).

Deutsche Pfandbriefe sind eines der grössten Anlagesegmente im Bondbereich in Europa. Es handelt sich um hypothekarisch besicherte Anleihen, ähnlich wie die MBS in den USA. Im Gegensatz zu ABS oder MBS begeben Banken die Kredite an die Hypothekarneher. Viele solcher Kredite werden anschliessend in Pfandbriefe verpackt und verbleiben auf der Bankbilanz.

Typen von Obligationen in der Schweiz

Es gibt in der Schweiz eine Reihe von Obligationentypen, die der Anleger kennen sollte:

- *Anleiensobligationen (Straight Bonds)*
Anleiensobligationen dienen der mittel- bis langfristigen Kapitalaufnahme am Kapitalmarkt. Sie werden meist eingeteilt in Obligationen zu 5000 Franken. Die Käufer einer Obligation erhalten jährlich den vereinbarten Zins. Am Schluss der Laufzeit wird die Anleihe zu 100 Prozent zurück bezahlt.
- *Obligationen mit variablem Zinssatz (Floating Rate Bonds)*
Floating Rate Bonds, kurz Floater, sind Obligationen mit variablem Zinssatz. Der Zinssatz wird periodisch nach einem bestimmten Schlüssel neu festgelegt.
- *Nullprozenter (Zerobonds)*
Zerobonds sind Anleiensobligationen, welche während der Laufzeit keine Zinsen abwerfen. Die Rendite wird mit einem tieferen Kaufpreis als der Rückzahlungspreis erzielt.
- *Doppelwährungsanleihen*
Die Doppelwährungsanleihe versucht die unterschiedlichen Zinssätze in verschiedenen Ländern auszunutzen. Während die Anleihe in einer Währung liberriert und verzinst wird, erfolgt die Rückzahlung in einer anderen.
- *Nachrangige Anleihen*
Im Falle einer Liquidation oder eines Konkurses des Emittenten treten die Ansprüche der Obligationäre hinter die Ansprüche aus nicht-nachrangigen Forderungen zurück.
- *Wandelobligation (Convertible Bonds)*
Diese Anleihen sind mit einem Wandelrecht ausgestaltet. Der Obligationär kann seine Wandelanleihen innerhalb einer bestimmten Frist und zu einem bestimmten Preis in eine festgelegte Anzahl Beteiligungsrechte umtauschen.

– *Optionsanleihen*

Optionsanleihen sind Anleihen, die zusätzlich zu den Zinscoupons einen Optionsschein enthalten. Dieser berechtigt die Inhaber in der Regel, während einer bestimmten Frist Aktien oder andere Beteiligungspapiere zu einem im Voraus bestimmten Preis zu erwerben.

Liquidität als Herausforderung

Schweizer Anleihen mit grob geschätzten 160 Mrd. USD repräsentieren etwa 0.5 Prozent aller ausstehenden Anleihen weltweit. Die strukturell hohe Nachfrage von privaten und institutionellen Investoren nach Nominalanlagen in Schweizer Franken und das vergleichsweise geringe Angebot führen zu einem Markt mit sehr tiefer Liquidität. Viele CHF-Anleihen werden emittiert und verschwinden dann bis zum Ablauf der Laufzeit in den Portfolios der Investoren. Im Inland begebene Anleihen kennen meistens kein Rating von einer offiziellen Ratingsinstitution wie Moody's, Standard & Poor's oder Fitch, im Gegensatz zu CHF-Auslandschuldern, welche meistens ein Rating aufweisen.

Absicherung mit Zinsfutures und Zinsswaps

Wer das Zinsrisiko aktiv steuern möchte, der kann Anleihen unterschiedlicher Laufzeit kaufen oder verkaufen. Dies ist mit relativ hohen Transaktionskosten verbunden. Als Alternative oder Ergänzung können standardisierte Terminkontrakte (Futures) auf Regierungsanleihen, die in der Schweiz kurz und bündig Eidgenossen heissen, eingesetzt werden.

Auch der Futuresmarkt ist in seiner Liquidität stark eingeschränkt. Für grosse institutionelle Vermögen muss viel Sorgfalt aufgewendet werden, damit Transaktionen mit Futures nicht zu stark preisbewegend wirken. Eine Alternative zu Futures sind die Zinssatzswaps, welche in höheren Volumen für die Steuerung der Zinsrisiken eingesetzt werden können. In der Praxis sind damit ein Gegenparteienrisiko und mehr administrative Komplexität verbunden. ■