

# Anleihenmanagement nach dem Platzen der Credit Bubble



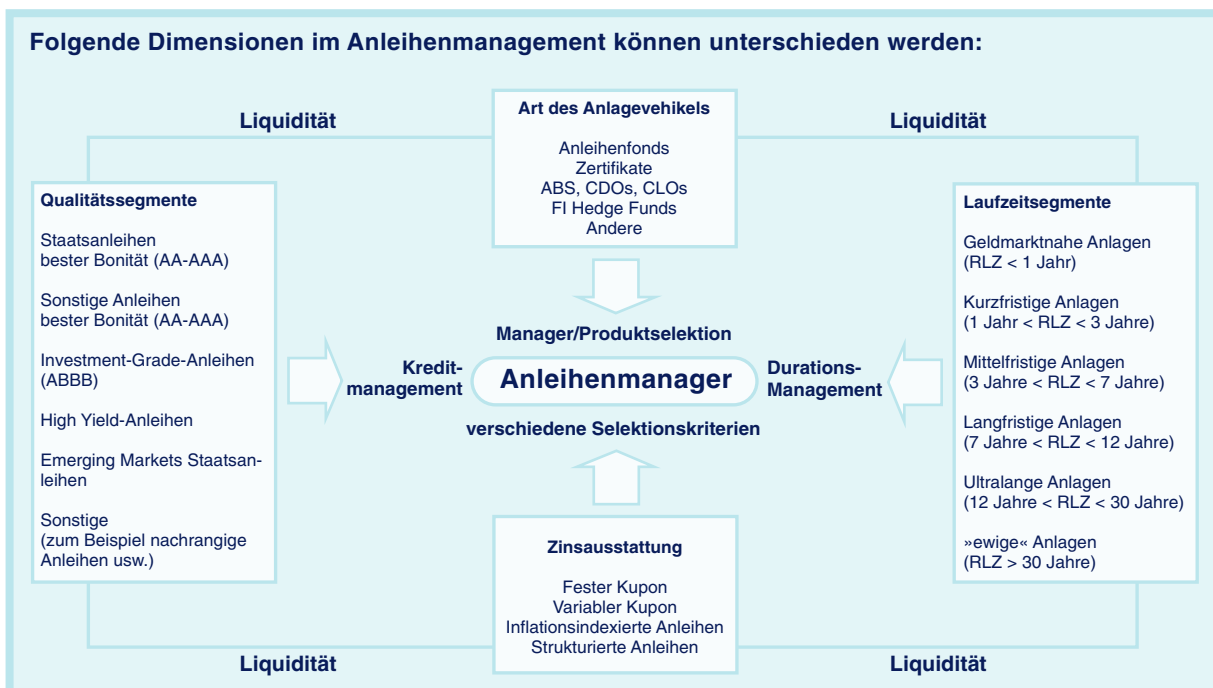
Stefan Freytag,  
Wilhelm von Finck AG

## Komplexe Einflussfaktoren

Die Vorstellung, sichere Anleihenportfolios mit einer Mischung aus Staatsanleihen, gedeckten Pfandbriefen und Anleihen von Finanz- und Unternehmensanleihen mit Ratingeinstufung AAA – A implementieren zu können, wurde bereits in der Kapitalmarktkrise 2000-2003 desavouiert, aber das ganze Ausmaß der Selbsttäuschung wurde erst mit dem Platzen der Credit Bubble im Rahmen der Subprime Kreditkrise deutlich. In vielen Fällen erwies sich der Glaube an Ratings und scheinbar sicheren Emittenten als Wertvernichter denn als Gewinnbringer. Die Erfahrungen der jüngsten Zeit lassen die meisten Anleihenmanager desillusioniert und desorientiert zurück. Welche Erkenntnisse für das Management von Anleihen lassen sich daraus ableiten?

Anleihen galten in der Asset-Allokation und im Management bis vor kurzem als vergleichsweise langweilig – nicht umsonst spricht man im deutschen Sprachgebrauch gerne vom »Rentenmanagement«. Im Zuge der disinflationären Einflüsse der Globalisierung und der expansiven Geldpolitik der Notenbanken nach

dem Platzen der New Economy Bubble verfielen die Renditen von Staatsanleihen in Europa, den USA und Japan auf historische Tiefstände und versprachen keinen adäquaten Ertrag mehr, zumal andere Anlagearten wie Aktien, Rohstoffe, Immobilien und andere alternative Assetklassen bis 2007 den Anlegern respektable Renditen einbrachten. Andererseits sind Anleihen in der Diversifikation eines gut strukturierten Portfolios nicht wegzudenken und schaffen erst die Möglichkeit, auch in risikobehaftete Anlagen zu investieren. Auch gerade für Anleger mit sicheren Cash Flow-Bedürfnissen (zum Beispiel Stiftungen) sind sie eine absolute Notwendigkeit. In der Phase der tiefen nominellen Zinsen war es deswegen für die Manager dieser Anlageklasse natürlich eine Herausforderung durch neue Komponenten den Ertrag zu maximieren. Dabei zeigt sich in der aktuellen Krise, dass ein Anleihenportfolio eben nicht nur durch das Zinsänderungsrisiko beeinflusst wird, sondern viele komplexe Einflussfaktoren das Vermögensmanagement eines solchen Portfolios alles andere als unterfordern. >>



### 1) Laufzeiten-/Durationmanagement im Rahmen der Zinszyklen

Die geschickte Laufzeitenwahl im Rahmen der Zinszyklen gilt zum Teil immer noch als maßgeblicher Erfolgsfaktor im Anleihenmanagement. Da die Sensitivität des Kurses einer Anleihe auf Zinsveränderungen mit ihrer Laufzeit wächst, gilt: Je größer die Wahrscheinlichkeit für steigende Zinsen ist, desto kürzer sollten die Laufzeiten in einem Portfolio sein – und umgekehrt. Den größten Schutz vor steigenden Zinsen bietet Festgeld. Der größte Hebel bei fallenden Zinsen kann durch lang laufende Zerobonds erzielt werden. Da sich der Markt für Anleihen im Vergleich zu Aktien eher träge verhält, waren die Tagesbewegungen in der Vergangenheit überschaubar. Im Zeitraum 2000 – 2008 konnte man für die Renditeveränderung von 10-jährigen Bundesanleihen nur an 45 Tagen Veränderungen von mehr als +/- 0,1 Prozent beobachten. Im Jahr 2008 haben wir mittlerweile schon 12 Tage mit solchen Ausschlägen. Der Rekord wurde am 20.09.2008 mit einer Tagesbewegung von -0,20 Prozent erreicht!

### 2) Bonitätsmanagement im Rahmen der unterschiedlichen Kreditqualitäten

Finanz- und Unternehmensanleihen sind Schuldverschreibungen von privatwirtschaftlichen Unternehmen, die in der Regel nicht durch Sicherheiten unterlegt sind. Abgestellt bei der Risikoeinschätzung solcher Anleihen wird einzig auf die Bonität des Emittenten, die sich zwischen dem sogenannten »Investment-Grade-Bereich« ( AAA – BBB ) und dem »High-Yield-Bereich« (BB – CCC) bewegen kann.

Je niedriger die Schuldnerqualität, desto mehr reagiert der Kurs der Anleihe auf Faktoren der Unternehmensentwicklung.

Das Ertrags-/Risikoverhältnis von Anleihen mit Kreditrisiko unterscheidet sich fundamental von klassischen Staatsanleihen. Bei einer einzigen Anleihe mit Kreditrisiko existiert eine geringe Wahrscheinlichkeit einen großen Ausfall zu erleiden. Bei der Bildung eines Portfolios besteht dagegen die große Wahrscheinlichkeit einen kleinen Ausfall zu erleiden.

### 3) Ausgestaltung der Abhängigkeit von verschiedenen Einflussfaktoren

Die Phantasie bei der Kreation von Anleihen, die in ihren Zins oder ihrer Rückzahlung von unterschiedlichen Einflussfaktoren abhängen, ist grenzenlos. Beispielhaft sollen nur Anleihen mit Koppelung an der Entwicklung von Zinskurven (zum Beispiel Steepener Bonds), mit der Koppelung an der Entwicklung von Zins-Volatilitäten (zum Beispiel Vola-Bonds) oder der Koppelung an Inflationsraten (zum Beispiel Inflation-Linked-Bonds) genannt werden.

Gerade institutionelle Investoren benötigen ein breites Spektrum, um verschiedene Zinsänderungsrisiken in Bank- oder Versicherungsbilanzen im Rahmen eines Asset Liability Managements optimal zu managen und beschäftigen hier hoch spezialisierte Experten für diese Aufgaben. Es stellt sich die Frage, ob in der privaten Vermögensverwaltung alle diese Instrumente wirklich sinnvoll sind, den Portfolioerfolg zu steigern oder die Risiken zu reduzieren. Oft sind in diese Instrumente mehrere Themen gleichzeitig verstrickt (zum Beispiel »Ewig laufende« Finanzanleihe mit Steepener-Struktur = Duration-, Zinskurvenveränderungs-, Kreditrisiko), die eigentlich einer separaten Managemententscheidung unterliegen. Neben den nicht unerheblichen Kosten (implizite Produktkosten und hohe Transaktionskosten) ist ein großer Verlust an Transparenz im Portfolio verbunden. Auch die Liquidität dieser Papiere ist vergleichsweise eingeschränkt.

Aber nicht alle Innovationen beziehungsweise Spezialausstattungen sind grundsätzlich zu verwerfen. Insbesondere die seit einigen Jahren verstärkt emittierten inflationsgeschützten Anleihen bieten dem Anleihenmanager ein hervorragendes Instrument zum Schutz eines Anleihenbestands gegen den Hauptfeind jedes Investors, der Inflation. Inflationsgeschützte Anleihen sind die einzige Anlageklasse, die mit hinreichender Sicherheit gegen eine ansteigende Inflation schützt. Der jährliche Kupon und die Rückzahlung dieser Anleihen sind an einem Preisindex gekoppelt und schützen so über den Zeitablauf vor Realwertverzehr. Aber auch dieses Instrument ist in seiner Preissensitivität von verschiedenen Faktoren (Kapitalmarktzins, Laufzeit der Anleihe, Realzins, Veränderung der von den Marktteilnehmern erwarteten Inflation) beeinflusst und bedarf vor Investition und während der Laufzeit einer professionellen Analyse.

### 4) Management von Liquiditätsrisiken

Es ist eine Binsenweisheit, dass Kapitalanleger für wenig liquide Anlageklassen eine sogenannte Liquidi-



tätsprämie verlangen. Schon in normalen Marktphasen ist die Liquidität von Anleihen sehr unterschiedlich. Bundes-, Länderanleihen und großvolumige Pfandbriefe (= Jumbo-Pfandbriefe) gelten als ausreichend liquide um auch größere Volumina schnell und ohne größere Preiseinflüsse handeln zu können. Dagegen gelten Unternehmensanleihen und strukturierte Anleihen als wenig liquide und sind deshalb für schnelle und häufige Portfolioumschichtungen nicht geeignet. In Kapitalmarktstressphasen erleben wir zum Teil bei verschiedenen Anleihensegmenten massive Liquiditätsengpässe. Da die Marktteilnehmer in diesen Phasen zum Teil gezwungen sind, radikal sämtliche Risikopositionen glattzustellen, bricht die Nachfrageseite regelrecht ein. Obwohl sich am Rating der Anleihen nichts geändert hat, erhöht sich die Liquiditätsprämie sprunghaft. Ein Beispiel bietet der Pfandbriefspread in den letzten 18 Monaten, der sich von rund 0,3 Prozent auf mittlerweile über 1 Prozent ausgeweitet hat.

Welches Fazit lässt sich aus dieser Darstellung der verschiedenen Einflussfaktoren für ein erfolgreiches Anleihenmanagement ziehen?

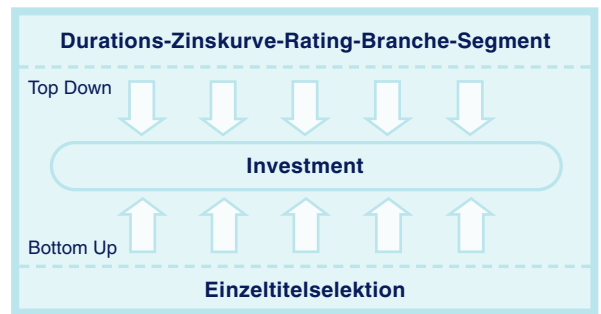
### 1) Definition geeigneter Anlagerichtlinien

Anleger und Vermögensverwalter müssen sich im Vorfeld der Mandatierung nicht nur über die grundsätzlichen Richtlinien bezüglich der Aufteilung auf verschiedene Anlageklassen verständigen, sondern es ist ratsam, auch für den Anleihenbestand gewisse Mindeststandards zu vereinbaren, die mit den Zielen des Auftraggebers korrespondieren. Risikobehaftete Anleihen können im Extremfall sogar eine eigene strategische Assetklasse darstellen, da der Haupteinflussfaktor auf ihr Kursverhalten weniger der Kapitalmarktzins als die wirtschaftliche Entwicklung des Emittenten ist.

### 2) Stringenter Investmentprozess für den Anleihenbestand

Ein Vermögensverwalter muss für die verschiedenen Einflussfaktoren einen nachvollziehbaren Investmentprozess aufweisen können. Kreditrisiko ist idealerweise vom Management der Duration getrennt zu sehen. Letztere Dimension wird hauptsächlich von volkswirtschaftlichen Daten beeinflusst, während für das Kreditrisiko unternehmensspezifische Faktoren eine Rolle spielen.

Aktive Gewichte von Regionen, Branchen, Emittenten und Ratings sind ebenso zu steuernde Größen, wie das aktive Gewicht der Kreditanleihen innerhalb des Anleihenbestands.



### 3) Diversifizierung von Kredit- und Liquiditätsrisiken

Die statistische Verteilung der Ertragsraten ist asymmetrisch, das heißt es besteht wenig »upside«, aber viel »downside«-Potenzial. Dabei ist im Vergleich zu einem Aktienportfolio eine weitaus stärkere Anzahl von Einzelengagements zur ausreichenden Diversifikation erforderlich.

There is no free lunch – diese alte Börsenweisheit gilt auch für Anleihen mit Kreditrisiko und wurde uns gerade in den letzten Monaten zum Teil schmerzhaft vor Augen geführt. Kein Investor darf sich der Illusion hingeben, dass die Renditeaufschläge auch für gute Schuldner risikolos vereinnahmt werden. Erscheinen die Ausfälle in normalen Kapitalmarktzyklen als sehr gering, können sie in Stressphasen zu einem großen Problem im Portfolio werden. Aber selbst nur zwischenzeitliche Bonitätsverschlechterungen eines Emittenten beziehungsweise eines Marktsegments können signifikante Kursverluste zum Ergebnis haben, die die Performance gegenüber Staatsanleihen erheblich verschlechtern.

Diese Determinanten führen dazu, dass das Kreditrisiko eine wichtige Risikodimension im Anleihenmanagement darstellt.

Liquiditätsrisiken sind insbesondere in besonderen Kapitalmarktszenarien ein Problem. Eine im Vorfeld optimierte Cash-Flow-Struktur sollte einen Vermögensverwalter jederzeit in die Lage versetzen, den normalen Liquiditätsansprüchen des Kunden entsprechen zu können, ohne gegebenenfalls zur Unzeit Wertpapiere zu ungünstigen Kursen verkaufen zu müssen. Aber auch für besondere Liquiditätsanforderungen sollte zumindest immer ein entsprechender Teil des Portfolios ausreichend liquidierbar sein. Im aktuellen Anlageumfeld der Finanzkrise vollzieht sich zur Zeit im Anleihenmanagement ein tiefgreifender Veränderungsprozess. Unserer Überzeugung nach besteht die zentrale Herausforderung für die Vermögensverwalter von Anleihenportfolios in den nächsten Monaten darin, eine klarere Positionierung der traditionellen Portfolios auf die wichtigsten Dimensionen dieser Assetklasse vorzunehmen. Stefan Freytag