



Schnäppchenjagd bei Anleihen: Know-how ermöglicht Zusatzertrag

Ohne höhere Risiken in Kauf nehmen zu müssen, kann mit sorgfältiger Analyse Mehrwert geschaffen werden.

Von SVEN MARZAHN

Zugegeben, die leicht kryptische Überschrift kann (und darf auch) verwirren. Was damit jedoch zum Ausdruck kommen soll, ist, dass der Anleihenmarkt vielschichtiger, komplexer und chancenreicher ist, als oftmals vermutet wird.

Aber von vorn: In der Theorie ergibt sich die Gesamtrendite einer Anleihe aus dem risikolosen Zins für die jeweilige Laufzeit (Interbanken-Swap-Satz) und dem Aufschlag für das Kreditrisiko des Emittenten. Somit trägt ein in seiner Heimatwährung agierender Investor im Wesentlichen zwei Risiken, nämlich erstens das Zinsänderungsrisiko und zweitens das Kreditrisiko. So weit, so gut. Spannend wird die Thematik dadurch, dass neben der Anleihe mit den darin enthaltenen Risikokomponenten das Kreditrisiko von Staaten und vielen Unternehmen zusätzlich **unabhängig** vom Zinsänderungsrisiko gehandelt werden kann. Über sogenannte Credit Default Swaps (CDS) ist es möglich, sich entweder gegen das Risiko des Zahlungsausfalls eines Schuldners zu versichern oder in der Gegenposition eine Prämie für die Übernahme eben dieses Risikos zu erhalten.

Eigentlich müsste nun das in der Anleihe enthaltene Kreditrisiko des Emittenten genau der gehandelten Risikoprämie des CDS entsprechen. Wie die Überschrift schon andeutet, ist dem jedoch in der Praxis häufig nicht so. Aber bevor es zu theoretisch wird, bietet sich hier ein eingängiges Beispiel an: Eine mit 0,85 Prozent per annum verzinste Daimler-Anleihe mit einer Laufzeit bis zum 28. Februar 2025 liefert aktuell eine jährliche Rendite von 1,11 Prozent (Mid-Kurs bei 98,84 Pro-



SVEN MARZAHN, Leiter Portfoliomanagement, BPM – Berlin Portfolio Management GmbH

zent). Ziehen wir nun den risikofreien Zins¹ in Höhe von –0,35 Prozent per annum ab, so ergibt sich ein Aufschlag für das Kreditrisiko von Daimler in Höhe von 1,46 Prozent per annum (in Zeiten von Negativzinsen bedeutet subtrahieren tatsächlich addieren).

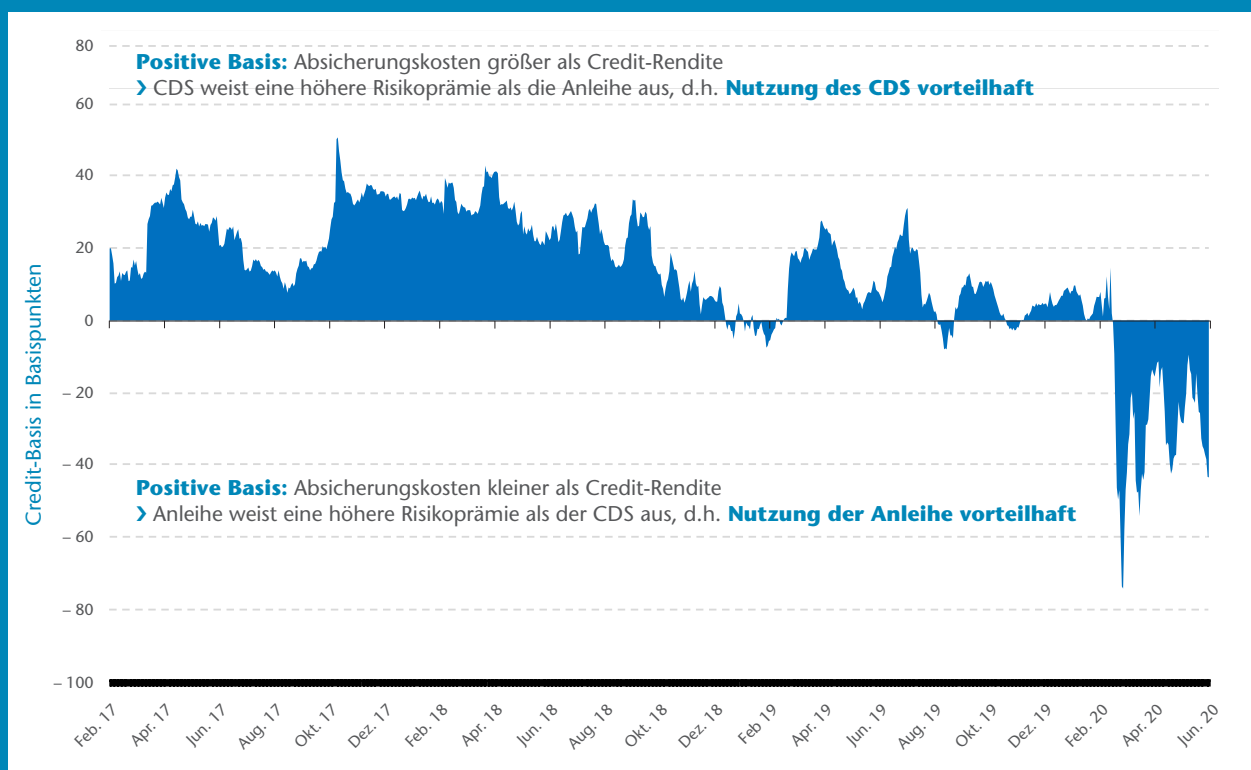
Der am Markt separat gehandelte CDS von Daimler² liegt jedoch nur bei einer jährlichen Rendite von 1,00 Prozent, die derjenige vereinnahmen kann, der das Kreditrisiko eingeht. Investiert man also direkt in das Kreditrisiko von Daimler, so wird dies deutlich schlechter vergütet als die Investition in die Daimler-Anleihe!

Diese Differenz zwischen der gehandelten Risikoprämie (CDS) und der Risikoprämie der Anleihe wird in der Praxis als **Credit-Basis** bezeichnet. Nachfolgender Chart zeigt anhand des oben erläuterten Beispiels die deutliche Schwankung der Credit-Basis im Zeitablauf. Gründe für die starke Schwankung im Zeitablauf liegen

vor allem in der Liquiditätssituation am Markt. Während der Kauf einer Anleihe einen Kapitaleinsatz in Form des Kaufpreises (Nominalwert x Kaufkurs) erfordert, fließt hingegen beim Handel von Credit Default Swaps kein Nominalwert, und somit ist ein deutlich geringerer Kapitaleinsatz erforderlich. In Zei-

¹ Dargestellt durch den Zero Volatility Spread (Cash-Benchmark für die jeweilige Laufzeit)

² Interpolierter Mid-Price-CDS aus dem Vier-Jahres-CDS und dem Fünf-Jahres-CDS



Daimler-Anleihe 0,85 Prozent p.a., Laufzeit bis 28.02.2025, CDS-Spread abzüglich Anleihen-Spread entspricht der Credit-Basis

ten von Marktstress – wie in den letzten Monaten – versiegt häufig die Liquidität, und der Verkäufer einer Anleihe muss einen niedrigeren Kurs akzeptieren, um das gewünschte Papier abstoßen zu können.

Was kann man als fachkundiger Investor nun damit anfangen? Da extrem negative Basiswerte insbesondere in Stressphasen auftreten und sich in der Regel zeitnah wieder normalisieren, gilt es, die angespannte Liquiditätslage der Investoren zu nutzen, um durch Investition in die Anleihe und gegebenenfalls Absicherung des Zinsänderungsrisikos eine quasi risikofreie Zusatzrendite zu generieren.

Besonderheiten wie diese können professionelle Anleiheinvestoren nutzen, um insbesondere in Zeiten von Negativzinsen ohne Ausweitung des Risikos einen Mehrertrag bei der Anlage

zu generieren. Auch wenn dies nur einen kleinen Teil der möglichen Variationen am Anleihenmarkt darstellt, so verdeutlicht es doch gut, dass die Anlage in Anleihen keineswegs so simpel ist, wie es auf den ersten Blick scheint.

Und übrigens: Auch wenn die Daimler-Anleihe als Beispiel hergehalten hat, so ist sie doch im von BPM verwalteten *Rücklagenfonds* (ISIN DE000A1J67R2) nicht enthalten, da es zahlreiche noch bessere Investitionsmöglichkeiten gibt.

Fazit: Es lohnt sich also, ausgetretene Pfade zu verlassen, denn Renditechancen „verstecken“ sich gern! Auch wenn es hin und wieder durchaus bezweifelt wird: Selbst in Negativzinszeiten lässt sich am Anleihenmarkt mit der richtigen Strategie Geld verdienen. ■