



# Unternehmens- anleihen

Unternehmensanleihen können dem Portfolio Stabilität verleihen.

**Allianz**   
Global Investors

Entscheidende  
Einblicke für  
vorausschauende  
Anlagestrategien





# Inhalt

- 5 **Definition: Unternehmensanleihen**
- 6 **Werttreiber von Unternehmensanleihen**
- 12 **Veränderungen auf dem Markt für Unternehmensanleihen seit 2006**
- 14 **Merkmale von Unternehmensanleihen als Anlageklasse**

## Impressum

Allianz Global Investors Europe GmbH  
Mainzer Landstraße 11–13  
60329 Frankfurt am Main

### Kapitalmarktanalyse

Hans-Jörg Naumer (hjn), Dennis Nacken (dn), Stefan Scheurer (st),  
Olivier Gasquet (og), Richard Wolf (rw), Jochen Dobler (jd)

Unsere aktuellen Studien finden Sie direkt unter  
[www.allianzglobalinvestors.de/kapitalmarktanalyse](http://www.allianzglobalinvestors.de/kapitalmarktanalyse)  
Alle Publikationen sind abonnierbar unter  
[www.allianzglobalinvestors.de/newsletter](http://www.allianzglobalinvestors.de/newsletter)

Soweit nicht anders vermerkt, stammen die Daten von  
Thomson Financial Datastream.

# Unternehmensanleihen

Unternehmensanleihen können dem Portfolio dank besonderer Merkmale hinsichtlich Rendite-Risiko-Profil und Liquidität Stabilität verleihen.

\* „Undertaking for Collective Investment in Transferable Securities Directives“. EU-Richtlinie für Fonds und deren Verwaltungsgesellschaften.

Im Jahr 2009 konnten einige auf Unternehmensanleihen spezialisierte UCITS\*-Anlageinstrumente eindrucksvolle Ergebnisse vorweisen. In der Eurozone erzielte das beste Instrument dieser Klasse eine Wertentwicklung von fast 70%, und lag damit weit vor den maßgeblichen Indizes westlicher Industriestaaten (z. B. Nasdaq: +44%) und nicht allzu weit hinter Schwellenländer-Aktienindizes wie dem Hang Seng Index (Hongkong) mit +80% und dem Bovespa Index (São Paulo) mit +83% (Quelle: Datastream).

In 2010 (+16%) und 2011 (–2%) war die Wertentwicklung von Unternehmensanleihen weniger beeindruckend, jedoch schnitten sie weiterhin besser als Aktien ab (Bspw.: DJ Eurostoxx50: –4% beziehungsweise –18%). Viele Investoren halten daher bei ihrer Portfoliostrukturierung weiterhin an UCITS-Instrumenten auf Unternehmensanleihen fest.

Was sind Unternehmensanleihen? Warum erzielten Unternehmensanleihen seit dem Jahr 2009 bessere Ergebnisse im Vergleich zu anderen Vermögenssegmenten? Weshalb bietet dieses Segment nach dieser robusten Performance noch Potenzial?

Nach der Definition von Unternehmensanleihen werden die zugrunde liegenden Werttreiber untersucht und die Veränderungen des Marktes in den vergangenen Jahren betrachtet, bevor einige der Merkmale des Managements von Unternehmensanleihen beleuchtet werden. Danach wird ihr Beitrag zu einem diversifizierten Portfolio bewertet.



## Definition: Unternehmensanleihen

Als Unternehmensanleihen werden Schuldverschreibungen bezeichnet, die von privaten Unternehmen emittiert werden. Im Folgenden gehen wir ausschließlich von börsennotierten Anleihen aus.

Der Wert der in der Eurozone begebenen Anleihen beläuft sich per August 2011 auf insgesamt 16 Billionen EUR. Hiervon entfallen 38% auf Staatsanleihen, 5% auf Anleihen privater Unternehmen (ex. Finanzdienstleister) sowie 53% auf Banken und Versicherungen (Quelle: Bank für Internationalen Zahlungsausgleich). In den USA ist der Anteil von Unternehmensanleihen höher.

Man unterscheidet zwei Segmente von Unternehmensanleihen:

**Investment-Grade-Anleihen** besitzen die höchste Bonitätseinstufung (mindestens BBB-Rating). Bei den Emittenten handelt es sich um solide Unternehmen mit hoher Zahlungsfähigkeit (Bonität). Es ist eher unwahrscheinlich, dass diese Unternehmen ihren Zins- und Tilgungsverpflichtungen nicht nachkommen können.

**High-Yield-Anleihen** („hochverzinsliche“ Anleihen) werden von Unternehmen mit niedrigerer Bonität – insbesondere im Hinblick auf längere Laufzeiten – begeben (Rating unterhalb BBB – Nicht-Investment Grade). Anleihen von Unternehmen mit ungewisser Zukunft werden auch als „Junk Bonds“ („Ramschanleihen“) bezeichnet (Rating BB oder schlechter).

Aufgrund des höheren Risikos ist die Rendite von High-Yield-Anleihen naturgemäß höher als die Rendite der weniger riskanten Investment-Grade-Anleihen.



## Werttreiber von Unternehmensanleihen

### 1. Unternehmensanleihen und Zinsänderungen

Unternehmensanleihen reagieren wie alle Anleihen in der Regel stark auf Zinsänderungen. Steigt die Rendite von Staatsanleihen, dann steigt in der Regel auch die Rendite von Unternehmensanleihen gleicher Laufzeit. Wie bei allen Anleihen sinkt in diesem Fall jedoch ihr Kurswert. Der Rückgang des Kurswertes ist dabei umso stärker, je höher die Sensitivität der Anleihe ist, d. h. je länger ihre Laufzeit und/oder je niedriger ihr Zins ausfällt. Sinken dagegen die Umlaufrenditen von Staatsanleihen, dann gehen in der Regel auch die Renditen von Unternehmensanleihen gleicher Laufzeit zurück, was einen Anstieg des Kurswertes nach sich zieht. Je höher die Sensitivität der Anleihe, desto größer die Kurssteigerung. Der Preis einer Unternehmensanleihe reagiert auf dieselben Faktoren, die auch eine Veränderung der Renditen von Staatsanleihen bewirken.

Investment-Grade-Anleihen sind zinsensitiver als High-Yield-Anleihen, da sie naturgemäß niedrigere Renditen aufweisen.

Die Veränderung der Renditen von Staatsanleihen ist allerdings nicht der einzige relevante Faktor.

### 2. Unternehmensanleihen und Bonität

Die Höhe der Rendite von Unternehmensanleihen hängt hauptsächlich von der Zahlungsfähigkeit, d. h. der Bonität des Emittenten ab.

In den großen Industriestaaten gilt in der Regel, dass das Risiko einer Unternehmensschuldverschreibung nicht niedriger sein kann als die Staatsanleihen oder andere staatliche Schuldtitel des jeweiligen Landes. Unternehmensanleihen sind zumeist riskanter als die von staatlichen Emittenten begebenen Schuldverschreibungen und begründen somit eine höhere Rendite, den sogenannten Spread.

Je höher die Bonität des Emittenten (Beispielsweise von Investment-Grade-Anleihen), desto niedriger der Spread. Je niedriger die Bonität des Emittenten (Bspw. von High-Yield-Anleihen), desto höher der Spread.

Daher profitiert der Anleger am meisten, wenn er Wertpapiere von Schuldnern hält, deren Bonität sich verbessern wird. Eine Verbesserung des Emittentenrisikos begründet einen sinkenden Spread, der in der Regel zu einem Rückgang der Rendite und zu einem Kursanstieg der Schuldtitel führt. Umgekehrt ist es ebenso wichtig, Wertpapiere von Emittenten zu meiden, deren Bonität sich verschlechtern wird: Ein Anstieg des Emittentenrisikos begründet einen steigenden Spread, der in der Regel zu einem Anstieg der Rendite und zu einem Kursverlust der Schuldverschreibungen führt.



### 3. Bonität und Ratings

Die Bonität eines Emittenten wird von spezialisierten Rating-Agenturen wie Standard & Poor's, Moody's und Fitch Ratings bewertet. Die Ratings dieser Agenturen sollen ein genaues Abbild des Kreditrisikos, d.h. der relativen Kreditqualität des Emittenten, darstellen (siehe Schaubild 1).

Die Ratings von Investment-Grade-Anleihen reichen von AAA bis BBB-. Die Ratings von High-Yield-Anleihen liegen unterhalb von BBB-.

Die Existenz mehrerer Rating-Agenturen impliziert in der Theorie, dass es verschiedene Einschätzungen der Bonität gibt. Die Finanzkrise von 2008 und die jüngste Staatsschuldenkrise im Euroraum zeigten jedoch, dass sich die Kritik an diesem System mehr. Aus diesem Grund haben viele aktive Portfoliomanager bereits Jahre vor der Finanzkrise Analystenteams zusammengestellt, um die größten Emittenten einer unabhängigen Prüfung zu unterziehen.

**Schaubild 1: Anleiheratings der größten Ratinggesellschaften**

Kreditwürdigkeit	Moody's*	Standard & Poor's**	Fitch Ratings**
Höchste Bonität (Ausfallwahrscheinlichkeit sehr gering)	Aaa	AAA	AAA
Hohe Bonität (Ausfallwahrscheinlichkeit gering)	Aa	AA	AA
Überdurchschnittliche Bonität (sichere Anlage, vorausgesetzt Rahmenbedingungen bleiben konstant)	A	A	A
Durchschnittliche Bonität; letzte Stufe „Investment Grade“	Baa	BBB	BBB
Unterdurchschnittliche Bonität, kein „Investment Grade“ (leicht spekulativ, Risiken bestehen)	Ba	BB	BB
Schwache Bonität (spekulativ, Ausfallrisiken sind vorhanden)	B	B	B
Schlechte Bonität (Zahlungsausfälle sind zu erwarten)	Caa	CCC	CCC
Hoch spekulativ	Ca	CC	CC
Zahlungsverzug oder Insolvenzverfahren beantragt	C	D	D
Zahlungsausfall	C	D	D

Quelle: Allianz Global Investors (GI) Kapitalmarktanalyse

\* Die Ratingstufen Aa bis Ca von Moody's können durch die Zahlen 1, 2 oder 3 versehen sein um eine zusätzliche Klassifizierung innerhalb der jeweiligen Kategorie zu verdeutlichen.

\*\* Die Ratingstufen AA bis CC von Standard & Poor's und Fitch Ratings können durch ein + oder - versehen sein um eine zusätzliche Klassifizierung innerhalb der jeweiligen Kategorie zu verdeutlichen.

#### 4. Rating und Risikoprüfung

Zur Bestimmung der Bonität eines Unternehmens bedarf es einer eingehenden Prüfung. Eigenkapital (Aktien) und mittel- bis langfristiges Fremdkapital (Anleihen) bilden die langfristigen Mittel eines Unternehmens, d. h. einen wesentlichen Teil der Verbindlichkeiten. Eine Analyse des Sektors, der Marktpositionierung, der Strategie, der Bilanzen und der Abschlüsse eines Emittenten muss zu dem Ergebnis führen, dass ein Unternehmen mit seinem operativen Geschäft seine Zins- und Tilgungsverpflichtungen langfristig hinreichend erfüllen kann.

Die Analyse der Aktien und der Anleihen eines Unternehmens erfolgt auf die gleiche Weise. Die Aktienanalyse untersucht den Wert der Aktie, die einen Anteil am Vermögen des Unternehmens mit Blick auf die aktuelle und zukünftige Ertragskraft darstellt. Die Anleihenanalyse untersucht den Wert einer Anleihe, die einen Anteil an den Verbindlichkeiten des Unternehmens darstellt, und die Fähigkeit des Unternehmens, seinen Zins- und Endfälligkeitsszahlungen nachzukommen.

Es gibt drei wichtige Kennzahlen der Finanzanalyse:

- Das Verhältnis von Cashflow zu Fremdkapital (in %);
- Das Verhältnis von Fremd- zu Eigenkapital (in %) – auch Verschuldungsgrad oder „Gearing“ genannt;
- Das Verhältnis von Fremdkapital zum EBITDA\*, d. h. die Bruttoergebnismarge.

Die untenstehende Tabelle zeigt die Verteilung dieser drei Kennzahlen und die verschiedenen Ratings mit Blick auf das operative Risiko (Y-Achse) und das finanzielle Risiko (X-Achse).

Ein Unternehmen mit herausragendem Geschäftsmodell kann nur dann ein minimales finanzielles Risiko aufweisen, wenn sein jährlicher Cashflow mindestens 60% seines Fremdkapitals abdeckt, wenn der Verschuldungsgrad weniger als 25% beträgt und wenn das Fremdkapital maximal dem 1,4-Fachen seines EBITDA entspricht. Dies sind die Anforderungen für das Top-Rating AAA seitens des finanziellen Risikos eines Unternehmens.

Schlechtere Kennzahlen spiegeln ein höheres finanzielles Risiko wider und begründen ein entsprechend niedrigeres Rating (siehe Schaubild 2).

\*Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen.

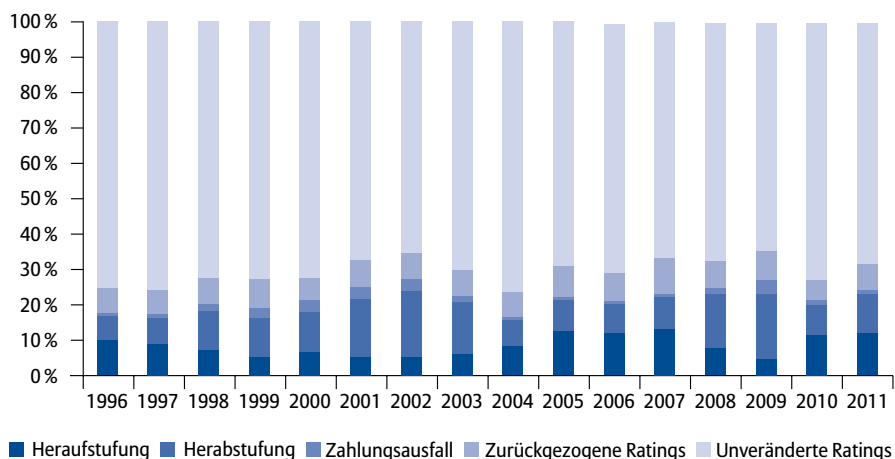
**Schaubild 2: Unternehmensrisiko/Finanzielles Risiko**

Operatives Risikoprofil	Finanzielles Risikoprofil				
	Sehr gering	Gering	Mittelmäßig	Hoch	Sehr hoch
Hervorragend	AAA	AA	A	BBB	BB
Solide	AA	A	A–	BBB–	BB–
Befriedigend	A	BBB+	BBB	BB+	B+
Schwach	BBB	BBB–	BB+	BB–	B
Anfällig	BB	B+	B+	B	B–
Indikatoren des finanziellen Risikos <sup>1</sup>	Sehr gering	Gering	Mittelmäßig	Hoch	Sehr hoch
Verhältnis von Cashflow zu Fremdkapital (%)	> 60	45–60	30–45	15–30	< 15
Verhältnis von Fremd- zu Eigenkapital (%) (Verschuldungsgrad)	< 25	25–35	35–45	45–55	> 55
Verhältnis von Fremdkapital zum EBITDA (x)	< 1,4	1,4–2,0	2,0–3,0	3,0–4,5	> 4,5

Quelle: Standard & Poor's, 2010; Allianz Global Investors Kapitalmarktanalyse

<sup>1</sup>Bereinigt; auf Beobachtungen in der Vergangenheit beruhende und für die Zukunft als verlässlich erachtete Aussagekraft

### Schaubild 3: Ratingaktivitäten in der Historie



Quelle: Standard & Poor's, 2011 Annual Global Corporate Default Study and Rating Transitions; März 2012

Ein Rating wird mindestens einmal im Jahr überprüft. Es kann beibehalten, hochgestuft oder herabgestuft werden, oder bis zum Abschluss einer ergänzenden Prüfung unter Beobachtung mit positivem oder negativem Ausblick stehen. Seit 1998 ist zu beobachten, dass es zunehmend zu Herabstufungen

kommt, wenn der Wirtschaftszyklus seinen Höhepunkt erreicht und sich das Wachstum abschwächt (1998–2003, 2008–2009). Im Gegenzug kommt es zu relativ häufigeren Bonitätsverbesserungen, wenn sich die Wirtschaft erholt (2004–2007, 2010–2011) (siehe Schaubild 3).



## 5. Ausfallrisiko

Jeder Emittent weist ein Ausfallrisiko auf, d. h. das Risiko, die Bedingungen seiner Anleiheemission nicht erfüllen zu können. Ein Ausfall kann eintreten, wenn die Zahlung der aufgelaufenen Zinsen mit Verzögerung oder überhaupt nicht erfolgt oder wenn das Kapital bei Fälligkeit ganz oder teilweise nicht zurückgezahlt wird.

Die Ausfallrate entspricht dem Prozentsatz der Unternehmen, die innerhalb einer Stichprobenauswahl einen Kreditausfall verzeichnet haben. Die Stichprobenauswahl wird beispielsweise

nach Rating, nach Vorrangigkeit in der Kapitalstruktur (Seniorität) oder nach Wirtschaftssektor bestimmt.

Die untenstehende Tabelle zeigt in jedem der 3-Jahres-Zeiträume zwischen 1996 und 2011 für ein ursprüngliches Rating (Y-Achse) das jeweilige Risiko – oder die Chance – einer Rating-Herab- oder-Heraufstufung oder eines Ausfalls (X-Achse) an. Demnach besitzt ein Rating von AAA ein Ausfallrisiko von 0% innerhalb von drei Jahren, während ein Rating von BBB im selben Zeitraum ein Risiko von 0,65% aufweist usw. (siehe Schaubild 4).

**Schaubild 4: Veränderungen unterschiedlicher Ratings innerhalb von 3-Jahres-Zeiträumen 1996–2011 (%)**

Seit	AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC/C	D	NR
Europa (1996–2011)									
AAA	57,28 (7,85)	22,07 (8,02)	4,46 (4,32)	0,23 (1,34)	0,23 (1,57)	0,00 (0,00)	0,23 (1,57)	0,00 (0,00)	15,49 (6,81)
AA	0,56 (0,51)	61,15 (8,81)	24,26 (8,45)	2,27 (1,47)	0,34 (0,40)	0,00 (0,00)	0,04 (0,16)	0,09 (0,19)	11,30 (3,14)
A	0,04 (0,18)	5,33 (2,53)	66,39 (6,10)	12,62 (3,19)	0,66 (0,62)	0,24 (0,33)	0,13 (0,22)	0,20 (0,25)	14,38 (4,18)
BBB	0,00 (0,00)	0,36 (0,40)	10,56 (2,57)	58,16 (3,71)	6,95 (3,77)	1,66 (1,33)	0,29 (0,55)	0,65 (1,06)	21,37 (6,45)
BB	0,00 (0,00)	0,00 (0,00)	0,96 (2,45)	9,96 (3,72)	37,16 (6,78)	12,36 (5,09)	0,67 (0,93)	3,45 (3,68)	35,44 (7,58)
B	0,00 (0,00)	0,00 (0,00)	0,00 (0,00)	0,51 (0,73)	11,00 (5,18)	28,70 (7,12)	4,17 (2,70)	13,27 (11,72)	42,35 (12,57)
CCC/C	0,00 (0,00)	0,00 (0,00)	0,00 (0,00)	0,00 (0,00)	0,00 (0,00)	9,09 (7,52)	3,03 (5,58)	54,55 (25,60)	33,33 (26,08)

Quelle: Standard & Poor's, 2011 Annual European Corporate Default Study and Rating Transitions; April 2012

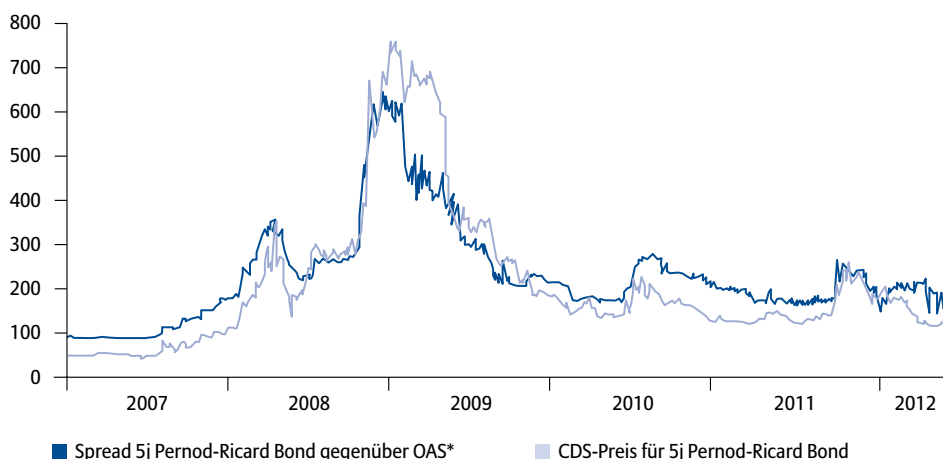
**Schaubild 5: Einfluss der Recovery Rate\* auf die Renditedifferenz (Spread)**

Nennwert	Recovery Rate*	Verlustrate	Ausfallrate	Potenzieller Verlust	Aktueller Spread	Potenzieller Netto-Spread
100%	55%	45%	2%	0,90%	4%	3,10%
100%	50%	50%	2%	1,00%	4%	3,00%
100%	45%	55%	2%	1,10%	4%	2,90%
100%	40%	60%	2%	1,20%	4%	2,80%
100%	35%	65%	2%	1,30%	4%	2,70%

Quelle: Allianz Global Investors Kapitalmarktanalyse

\* Anteil des Nominalbetrags, der bei Eintreten von Zahlungsunfähigkeit zurückbezahlt wird.

**Schaubild 6: CDS-Preisentwicklung und Spreadentwicklung am Beispiel der Pernod-Ricard Anleihe (5-jährig)**



Quelle: Datastream, Allianz Global Investors Kapitalmarktanalyse  
 \*Bezeichnung für französische Staatsanleihen

Der Verlust des Anlegers entspricht nicht alleine der Höhe der Forderung zum Ausfallzeitpunkt. Beachtet werden muss die Wiedererlangungsquote (Engl. „Recovery Rate“), die dem Anteil des vom Ausfall betroffenen Kapitals entspricht, den der Gläubiger letztlich wieder erhält. Die Höhe der Forderung abzüglich des Anteils, der nach Zahlungsunfähigkeit des Schuldners wiedererlangt wird, ergibt die Verlustquote bei Ausfall (Engl.: „Loss given default“).

Ausfallrate und die Verlustquote bei Ausfall bestimmen gemeinsam die tatsächliche Rendite. Ein Investor kann diese beiden Kennzahlen heranziehen, um für einen bestimmten Zeitpunkt des Konjunkturzyklus' und für ein spezifisches Rating sein Verlustpotenzial abzuschätzen. Nach Abzug des Spreads erhält er den tatsächlichen Renditeüberschuss gegenüber Staatsanleihen, den potenziellen Netto-Spread (siehe Schaubild 5).

## 6. Kreditausfallswaps (CDS) und Absicherung von Ausfallrisiken

Ein Anleihegläubiger kann den Markt für Kreditausfallswaps (CDS) nutzen, um sich gegen das Risiko eines Emittentenausfalls abzusichern. Der Markt bestimmt den Preis für einen CDS als Prozentsatz des abgesicherten Kapitals, was den Kosten der Versicherungsprämie entspricht, die im Austausch für eine Übernahme des Ausfallrisikos zu zahlen ist. Die Prämie erhöht sich, wenn die Bonität des Emittenten sinkt und sein Rating herabgestuft wird. Umgekehrt sinkt die Prämie, wenn das Rating angehoben wird.

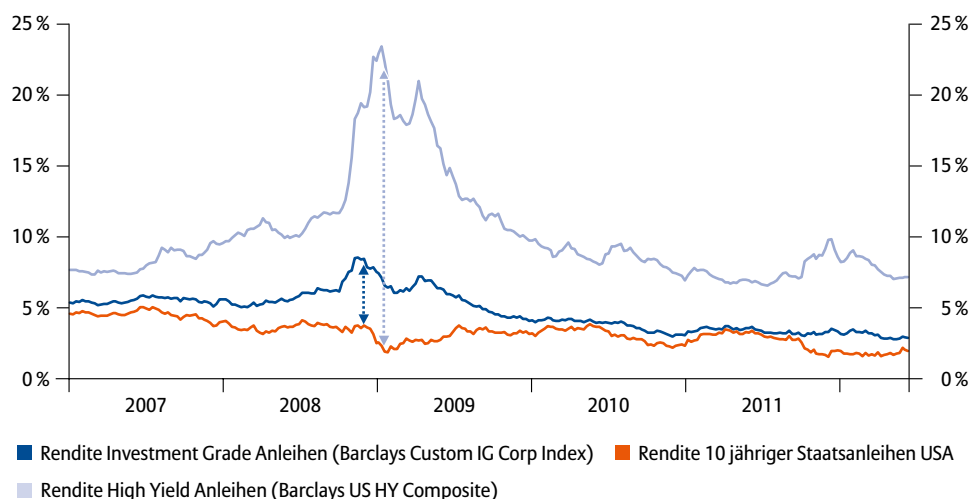
Beispiel: Das nachstehende Schaubild zeigt die enge Korrelation zwischen dem Spread auf fünfjährige Anleihen von Pernod-Ricard sowie der Prämie des zugehörigen CDS (siehe Schaubild 6).

## Veränderungen auf dem Markt für Unternehmensanleihen seit 2006

Schaubild 7 zeigt die Veränderungen der Marktzinsen für zehnjährige US-Staatsanleihen sowie für Unternehmensanleihen des Investment-Grade- und des High-Yield-Segments gleicher Laufzeit. In den vorangegangenen Konjunkturzyklen konnten fünf Zeitphasen identifiziert werden:

- Bis Juli 2007 befanden wir uns in einer Phase konjunkturellen Wachstums. Die langfristigen Zinsen tendierten nach oben, während der Spread zwischen Staatsanleihen und Investment-Grade-Anleihen bei rund 0,8% relativ stabil blieb. Der Spread gegenüber High-Yield-Anleihen lag gegen Ende dieser Zeitphase bei 2,5%.
- Während der Subprime-Krise, zwischen Juli und dem ersten Quartal 2008, führte die Leitzinssenkung der US-Zentralbank (FED) zu einem Rückgang der langfristigen Zinsen. Der Spread gegenüber Investment-Grade-Anleihen stieg von 0,8% auf 2%, während sich der Spread gegenüber High-Yield-Anleihen auf fast 7% ausweitete.
- Von Anfang 2008 bis März 2009 verschärfte sich die Krise. Die Zinsen auf Staatsanleihen blieben zunächst bei rund 3,5% bis 4% stabil, gingen nach dem Zusammenbruch von Lehman Brothers jedoch auf fast 2% zurück. Der Spread gegenüber Investment-Grade-Anleihen hatte sich jedoch auf 4,60% mehr als verdoppelt, während die Spreads gegenüber High-Yield-Anleihen sogar auf 20% anstiegen! Im März 2009 sanken die Spreads auf 3,4% bzw. 15%.
- Ab März 2009 setzte eine Normalisierung ein. Die Zinsen von langlaufenden Staatsanleihen erholten sich von ihren historischen Tiefständen. Gleichzeitig gingen die Zinsen von Unternehmensanleihen deutlich zurück. Der Spread gegenüber Investment-Grade-Anleihen verengte sich auf durchschnittlich 0,3% bis 0,4%. Der Spread gegenüber High-Yield-Anleihen sank noch stärker auf 4,20% (vgl. Schaubild 7: Spread = Differenz zwischen den jeweiligen Kurven).
- Im April 2010 führte die Krise im Euroraum zu massiven Käufen von Staatsanleihen der solventesten Länder. Zu dieser Zeit war die Risikowahrnehmung stärker ausgeprägt, woraufhin Sorgen um die Verschuldung der Unternehmen aufflammten und eine neuerliche Ausweitung der Spreads nach sich zogen.

**Schaubild 7: Renditen für Staatsanleihen, Investment Grade Anleihen und High Yield Anleihen im Vergleich**



Quelle: Datastream, Allianz Global Investors Kapitalmarktanalyse, Stand: April 2012

- Dasselbe geschah im späten Frühjahr 2011 als die Schuldenkrise in Europa einen zwischenzeitlichen Höhepunkt erreichte. Obwohl Unternehmensanleihen erstklassiger Emittenten ihre Renditeniveaus halten konnten, stieg der Spread gegenüber Staatsanleihen. Die Risikoaufschläge im High-Yield-Segment stiegen auf frühere Höchstwerte an, da ihre Renditen in diesem Umfeld zulegen.

Dieser bisher letzte Zyklus bei Unternehmensanleihen verlief untypisch, da er durch die Finanzkrise verstärkt wurde. Daraus konnten jedoch die eine oder andere Lehre über Anleihen des Investment-Grade- und des High-Yield-Segments gezogen werden:

1. In Phasen konjunkturellen Wachstums können steigende langfristige Zinsen dazu führen, dass sich Investoren von Staatsanleihen und häufig auch von Investment-Grade-Anleihen abwenden. Sollte der durch eine verbesserte Bonität gerechtfertigte Rückgang der Spreads dem Anstieg der langfristigen Zinsen entsprechen oder höher ausfallen, könnten insbesondere High-Yield Anleihen profitieren.
2. Bei steigenden Zinsen langlaufender Staatsanleihen, einer Abkühlung des Wirtschaftswachstums, einer steigenden Verschuldung von Unternehmen, bei enttäuschenden Finanzergebnissen und einer Zunahme des Risikos steigen die Zinsen von Unternehmensanleihen in der Regel, während sich der Spread gegenüber Staatsanleihen ausweiten kann. In dieser Phase sind Unternehmensanleihen eher ein schlechtes Investment.
3. Während einer Rezession sinken die langfristigen Zinsen gewöhnlich, während das Ausfallrisiko von Unternehmen tendenziell zunimmt und es zu einem Renditeanstieg von Unternehmensanleihen kommen kann. Der Spread gegenüber Unternehmensanleihen hat dann zumeist seinen Zenit erreicht, weshalb Unternehmensanleihen in dieser Phase ein eher schlechtes Investment wären.
4. Bei einer Stabilisierung der Konjunktur oder einer einsetzenden Erholung steigen die langfristigen Zinsen in der Regel schrittweise an, während das Unternehmensrisiko häufig kontinuierlich zurückgeht. Dadurch sollte die Rendite von Unternehmensanleihen tendenziell sinken. Diese potentielle Verengung der Spreads macht Unternehmensanleihen – und hierbei insbesondere High-Yield-Anleihen – häufig zu einem aussichtsreichen Investment in Zeiten der konjunkturellen Erholung.
5. Per Definition sind die Risiken einer Anlage im High-Yield-Segment höher als ein Investment in Anleihen von Emittenten erstklassiger Bonität. Daher gilt: Der Spread zwischen High-Yield Anleihen und Staatsanleihen ist höher als der Spread zwischen Investment-Grade-Anleihen und Staatsanleihen.
6. Eine Verschlechterung des konjunkturellen und finanziellen Umfelds hat stärkere Auswirkungen auf High-Yield-Anleihen als auf Investment-Grade-Anleihen.
7. Bei einer konjunkturellen Erholung sind im Gegenzug die potenziellen Gewinne im High-Yield-Segment höher als im Investment-Grade-Segment. Im Jahr 2009 waren diese Gewinne außergewöhnlich hoch.



## Merkmale von Unternehmensanleihen als Anlageklasse

Unternehmensanleihen weisen besondere Merkmale hinsichtlich ihres Rendite-Risiko-Profiles und der Liquidität auf.

### 1. Die zwei Seiten der Unternehmensanleihe

Eine Unternehmensanleihe besitzt sowohl Merkmale einer Aktie als auch einer „klassischen“ Anleihe eines bonitätsstarken Staates.

Als Anleihe ist ihr Wert eng mit der Bonität des Emittenten verknüpft. Der Markt bewertet das damit verbundene Risiko auch über den Kurs der Aktien des Emittenten. Eine Unternehmensanleihe – die als Zinspapier von der Entwicklung des Anleihemarktes abhängt – steht daher theoretisch über das Unternehmensrisiko auch in Verbindung mit dem Aktienmarkt.

Möchte ein Unternehmen Kapital aufnehmen, dann kann es börsennotierte Aktien ausgeben, wodurch der Käufer dieser Aktien zu einem Miteigentümer des Unternehmens wird. Alternativ könnte das Unternehmen aber auch börsennotierte Anleihen begeben, die den Käufer dieser Papiere zu einem Gläubiger des Unternehmens machen. Investoren, die Aktien oder Anleihen vom selben Emittenten halten, stehen diesem

Emittenten demnach auf verschiedenen Vertrauensebenen gegenüber. Dies bedeutet:

- Der Manager eines Portfolios mit Unternehmensanleihen muss genau auf die vom Emittenten (Schuldner) bereitgestellten Informationen achten. So könnte jede Veränderung, die sich auf die operativen Erfolg auswirkt, die Zahlungsfähigkeit des Emittenten, das Kreditrisiko und den Wert der Anleihe beeinträchtigen.
- Der Manager muss die Angemessenheit der Spreads einer Unternehmensanleihe gegenüber dem Ausfallrisiko des Emittenten prüfen. Wenn der Spread die gegenwärtigen oder zukünftigen Risiken stark unterbewertet, dann wird er die Anleihe kaufen. Ist der Spread angesichts der identifizierten Risiken jedoch unzureichend, dann wird er seinen Bestand reduzieren.
- Der Manager muss sein Unternehmensanleihe-Portfolio in verschiedene Sektoren und Einzeltitel diversifizieren – analog zur Vorgehensweise eines Investors am Aktienmarkt. Er könnte einen makroökonomischen (auch: „Top-Down“) Ansatz wählen, um zwischen zyklischen und defensiven Sektoren zu wechseln. Er könnte auch einen Bottom-Up-Ansatz mit Fokus auf die Einzeltitelauswahl verfolgen.

## 2. Unternehmensanleihen und Volatilität

Ein weiteres Merkmal von Unternehmensanleihen ist ihre höhere Preisschwankung gegenüber Staatsanleihen, jedoch geringere Volatilität im Vergleich zu Aktien.

- Aufgrund ihrer höheren Rendite ist eine High Yield-Anleihe bei unverändertem Spread weniger anfällig gegenüber einem Anstieg des Zinsniveaus als Investment-Grade-Anleihen, und auch deutlich weniger zins sensitiv als eine Staatsanleihe gleicher Laufzeit.
- Der Kurs einer Unternehmensanleihe hängt zudem stark von der Bonität des emittierenden Unternehmens ab, die zumeist mit einer sehr viel höheren Unsicherheit verbunden ist als die Kreditwürdigkeit eines Staates. Dadurch unterliegen die Bonitäten von Unternehmen größeren Schwankungen als die von Staaten. Das trägt maßgeblich dazu bei, dass Unternehmensanleihen volatil sind als Staatsanleihen.
- Im Falle einer Liquidation wird der Gläubiger (Anleihebesitzer) in der Regel vor dem Eigentümer (Aktionär) ausbezahlt. Unternehmensanleihen schwanken daher tendenziell weniger als Aktien.

## 3. Unternehmensanleihen und Liquidität

Ein letztes, aber entscheidendes Merkmal von Unternehmensanleihen ist ihre geringere Liquidität. Unternehmensanleihen machen gerade einmal 5% des Euro-denominierten Anleihenmarktes aus. Zudem liegt das Emmissionsvolumen einer Unternehmensanleihe meist weit unter dem einer öffentlichen Schuldverschreibung.

Durch den Mangel an Liquidität entstehen Marktineffizienzen, d. h. Verzerrungen des Preises und damit des Spreads sowie des immanenten Risikos der Anleihe. Diese Marktverzerrungen eröffnen große Chancen für Investoren, erschweren ihnen mitunter jedoch den Verkauf von Anleihen bei rasant fallenden Märkten.

Der aktienähnliche Charakter der Unternehmensanleihe zeigte sich insbesondere Mitte 2009. Die Aktienmärkte waren für Investoren nach einer robusten Erholung weniger attraktiv geworden, während High-Yield-Anleihen einen hohen Spread ohne echten Bezug zum tatsächlichen Risiko aufwiesen. Erfahrene Investoren zogen es daher vor, Unternehmensrisiken als Gläubiger einzugehen und Unternehmensanleihen zu erwerben, da sie davon ausgingen, dass das damit eingegangene Risiko gegenüber einem Engagement in Aktien (wodurch sie Miteigentümer würden) geringer wäre.

## Unternehmensanleihen als Performancetreiber

Unternehmensanleihen können einen wesentlichen Beitrag zur Optimierung eines diversifizierten Portfolios leisten. Das charakteristische Marktverhalten dieser Anleihen macht sie zu einem einzigartigen Asset-Segment.

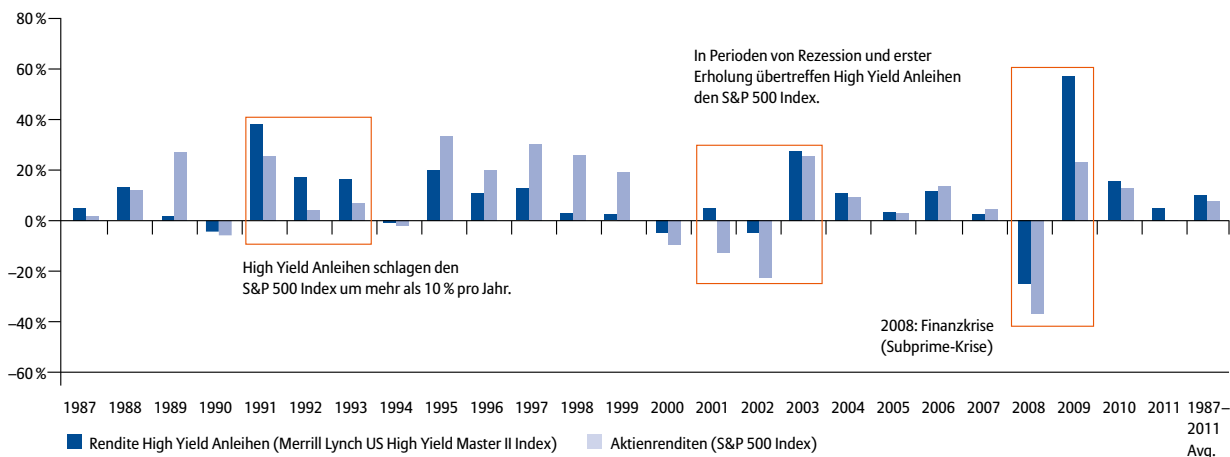
Da ist zum einen die niedrige Korrelation zwischen High-Yield- und Investment-Grade-Anleihen, d. h. die Wertentwicklung beider Segmente sind relativ unabhängig voneinander. Dies gilt auch für ihre Korrelation zu Staatsanleihen: Investment-Grade-Anleihen weisen eine hohe Korrelation zu Staatsanleihen auf, während High-Yield-Anleihen negativ korreliert sind (siehe Schaubild 8).

**Schaubild 8: Unternehmensanleihen als mögliches Instrument der Portfoliooptimierung**

	High Yield (HY) €	Investment Grade (IG) €	Bonds 7 – 10Y €	Bonds 1 – 10Y €
High Yield (HY) €	100,00%	10,57%	-0,71%	-4,92%
Investment Grade (IG) €	10,57%	100,00%	81,68%	79,74%
Bonds 7 – 10Y €	-0,71%	81,68%	100,00%	94,76%
Bonds 1 – 10Y €	-4,92%	79,74%	94,76%	100,00%

HY: Bank of America Merrill Lynch European Currency High Yield Index (Total Return), IG: Barclays Euro Aggregate Corporate Index (Total Return), BONDS 7–10Y: Citigroup World Government Bond Index Euro Government 7 – 10 Years (Total Return), BONDS 1–10Y: IBbox Euro Sovereign Ezone All Maturities (Total Return)  
Quelle: Datastream, Allianz Global Investors Kapitalmarktanalyse

**Schaubild 9: Annualisierte Performance von High Yield Anleihen und Aktien (1987 – 2011)**



Quelle: Bloomberg, Allianz Global Investors Kapitalmarktanalyse

Hinzu kommt, dass High-Yield-Anleihen durch ihren Anteil am Unternehmensrisiko eine hohe Korrelation zu Aktien aufweisen. Die Wertentwicklung von High-Yield-Anleihen übertrifft langfristig (1987–2011) jene von Aktien zu Beginn eines konjunkturellen Aufschwungs, bevor sie in den Folgejahren hinter der Performance von Aktien zurückbleiben (siehe Schaubild 9).

Über einen kürzeren Zeithorizont (2005–2011) bieten Unternehmensanleihen in der Eurozone aufgrund ihrer niedrigen Korrelation zu anderen Asset-Segmenten und ihrer attraktiven Wertentwicklung in Relation zu ihren Risiken gute Möglichkeiten zur Diversifizierung. Die Daten zur Entwicklung von Investment-Grade- und High-Yield-Anleihen gegenüber Staatsanleihen und Blue Chips (siehe Schaubild 10) belegen:

- das attraktive Rendite-Risiko-Profil, quantifiziert durch die Sharpe Ratio:
  - bei Investment-Grade-Anleihen im Jahr 2005 und insbesondere bei High-Yield-Anleihen von 2005 bis 2006 während der Aufschwungphase des Konjunkturzyklus;
  - bei High-Yield- und Investment-Grade-Anleihen während der Erholungsphase 2009–2010;
- die mangelnde Attraktivität in konjunkturellen Reifephasen oder in der Abschwungphase 2007–2008;
- die eindrucksvolle Wertentwicklung von High-Yield-Anleihen innerhalb des genannten Zeithorizonts.

Olivier Gasquet

**Anmerkung zu Schaubild 10**

**Sharpe Ratio:** Die Sharpe Ratio misst die Überrendite eines Basiswerts gegenüber dem risikofreien Zinssatz (Geldmarkt) in Abhängigkeit von der zusätzlichen Volatilität (in %). Je höher die Sharpe Ratio, desto attraktiver der Basiswert.

**Schaubild 10: Investment Grade Anleihen (IG) und High Yield Anleihen (HY) in Euro.  
Performance- und Volatilitätsvergleich (2005–2011)**

Annualisierte Performance						
Jahr	IG Euro*	HY Euro*	Staatsanleihen Euro 3–5 Jahre*	Staatsanleihen Euro 7–10 Jahre*	Dow Jones Euro Stoxx 50*	Inter- bankenzins*
2005	4,87%	6,37%	3,47%	6,41%	23,76%	2,14%
2006	–0,03%	11,65%	0,92%	–0,65%	17,39%	2,91%
2007	1,45%	–3,29%	2,97%	1,20%	9,62%	3,99%
2008	6,22%	–35,51%	6,01%	8,08%	–42,40%	3,99%
2009	6,97%	82,65%	6,22%	5,08%	25,73%	0,73%
2010	2,19%	15,93%	2,66%	2,23%	–2,82%	0,44%
2011	2,95%	–2,24%	4,45%	6,60%	–15,67%	0,89%
2005–2011	3,52%	6,25%	3,78%	4,07%	–0,51%	2,15%

Annualisierte Volatilität						
Jahr	IG Euro*	HY Euro*	Staatsanleihen Euro 3–5 Jahre*	Staatsanleihen Euro 7–10 Jahre*	Dow Jones Euro Stoxx 50*	Inter- bankenzins*
2005	2,72%	3,38%	1,88%	3,60%	11,03%	0,07%
2006	2,65%	1,74%	1,85%	3,53%	14,59%	0,10%
2007	2,70%	3,36%	2,00%	3,66%	15,80%	0,14%
2008	4,60%	10,61%	3,87%	6,04%	39,34%	0,14%
2009	3,42%	8,74%	2,76%	5,13%	28,03%	0,04%
2010	2,82%	5,61%	2,82%	4,49%	23,78%	0,02%
2011	3,66%	6,26%	3,42%	5,57%	28,81%	0,04%
2005–2011	3,30%	6,63%	2,76%	4,68%	24,89%	0,13%

Sharpe Ratio						
Jahr	IG Euro*	HY Euro*	Staatsanleihen Euro 3–5 Jahre*	Staatsanleihen Euro 7–10 Jahre*	Dow Jones Euro Stoxx 50*	Inter- bankenzins*
2005	1,006	1,254	0,707	1,187	1,961	0,000
2006	–1,108	5,020	–1,082	–1,011	0,992	0,000
2007	–0,944	–2,172	–0,512	–0,765	0,356	0,000
2008	0,484	–3,722	0,521	0,677	–1,179	0,000
2009	1,827	9,369	1,990	0,849	0,892	0,000
2010	0,621	2,760	0,790	0,400	–0,137	0,000
2011	0,564	–0,500	1,040	1,025	–0,575	0,000
2005–2011	0,417	0,618	0,590	0,410	–0,107	0,000

Quelle: Allianz Global Investors Quantitative Research & Kapitalmarktanalyse; April 2012

\*Investment Grade (IG) Euro: Barclays Euro Aggregate Index (TR); High Yield (HY) Euro: Bank Of America Merrill Lynch European Currency High Yield Index (Euro) (TR); Staatsanleihen Euro 3 - 5 Jahre: Barclays Euro Aggregate 3 - 5 Years Sovereign (Euro) Index (TR); Staatsanleihen Euro 7 - 10 Jahre: Barclays Euro Aggregate 7 - 10 Years Sovereign (Euro) Index (TR); Dow Jones Euro Stoxx 50: Euro Stoxx 50 (TR); Interbankenzins: EONIA; TR = Total Return Index

# Weitere Literatur von der Kapitalmarktanalyse:

## Anleihen

- High Yields
- Der Markt für US-High-Yield-Anleihen: groß, liquide und attraktiv
- Anleihen aus den Wachstumsländern
- Credit Spreads – Risikoprämien bei Anleihen
- Bond Basics

## Welt im Wandel

- Entscheidende Einblicke in eine Welt im Wandel
- Turning Point – die Zeitenwende
- Asien im Aufbruch – Gravitationszentrum des 21. Jahrhunderts
- Der sechste Kondratieff – Wohlstand in langen Wellen

## Chinas neue Epoche des Wachstums

- Der chinesische Renminbi – die neue Weltwährung
- Chinas Sorge: die Inflation
- Die zaghafte Öffnung des chinesischen Kapitalmarkts
- China Fokus – In den Fußstapfen Japans
- Tiger und Drache
- China Fokus – Arbeitskräftemangel
- Wachstumsland China
- Chinas neue Epoche des Wachstums
- China Fokus – Die Internationalisierung des Renminbi nimmt Fahrt auf
- China – „Hard Landing“?

## Dividenden

- Dividententitel – eine attraktive Ergänzung fürs Depot!
- Dividendenstrategien im Umfeld von Inflation und Deflation

- Dividenden auf dem Weg zu einem Comeback im Stil der 1980er-Jahre
- Hohe Ausschüttungsquote = hohes künftiges Gewinnwachstum

## Zukunftssicherung – Demographie – Renten

- Fokus: Geldvermögen
- Kompendium Zeitwertkonten
- Pensionsrisiken der betrieblichen Altersversorgung
- Bilanzrechtsmodernisierungsgesetz und Versorgungsverpflichtungen
- Zukunft sichern mit betrieblicher Altersversorgung
- Ausfinanzieren von Pensionsverpflichtungen
- Demografische Zeitenwende (Teil 1)
- Altersvorsorge im Demografischen Wandel (Teil 2)
- Investmentchance Demografie (Teil 3)

## Verhaltensökonomie – Behavioral Finance

- Wie wir doch noch aus unseren Fehlern lernen können
- Überliste dich selbst!
- Behavioral Finance und die Ruhestandskrise

## SRI – Sustainability – ESG

- Rendite ohne Reue
- Rendite ohne Reue reloaded
- Nachhaltig – verantwortungsvoll – themenbasiert

## Risikomanagement & Advanced Return

- Neue Zoologie des Risikomanagements der Kapitalanlage
- Master-KAG

All unsere Publikationen, Analysen und Studien können Sie unter der folgenden Adresse online einsehen:

[www.allianzglobalinvestors.de/kapitalmarktanalyse](http://www.allianzglobalinvestors.de/kapitalmarktanalyse)

Verpassen Sie auch nicht  
unsere Podcasts:  
[www.allianzgi.de/podcast](http://www.allianzgi.de/podcast)



# Kapitalmarktanalyse – unser besonderer Service

Die Arbeiten des Teams Kapitalmarktanalyse werden in den drei Publikationsreihen

- Kapitalmarktbrief
- Analysen & Trends
- PortfolioPraxis

zur Verfügung gestellt.

Mit dem Kapitalmarktbrief verschaffen wir Ihnen jeden ersten Freitag im Monat Einblick in Aktien- und Anleihemärkte sowie Branchen- und Länderkonjunkturen. Nach Rubriken unterteilt informieren wir Sie über aktuelle Entwicklungen, Tendenzen und Investmentideen.

Die Reihe „Analysen & Trends“ konzentriert sich jeweils auf ein Thema: Wir stellen Ihnen Branchen oder Regionen vor, erläutern die Bewertung einzelner Marktsegmente, gehen auf längerfristige Entwicklungen ein und bieten Ihnen so Hilfen bei der Anlageentscheidung.

In „PortfolioPraxis“ geht es um die Kunst des Vermögensaufbaus und der Vermögensstrukturierung: Baustein für Baustein durchleuchten wir hier Möglichkeiten und Chancen für den optimalen „Mix“ in Ihrem Portfolio, verbunden mit Tipps zur Umsetzung mit den Investmentfonds von Allianz Global Investors.

Die aktuellen Publikationen finden Sie immer direkt auf [www.allianzglobalinvestors.de](http://www.allianzglobalinvestors.de)

**TIPP:** Alle Publikationen sind direkt per E-Mail abonnierbar: [www.allianzglobalinvestors.de/newsletter](http://www.allianzglobalinvestors.de/newsletter)

## Kapitalmarktanalyse goes MP3 & iPod!

Jeder Kapitalmarktbrief ist Monat für Monat als MP3-File erhältlich. Auch werden immer weitere Publikationen der Reihen „Analysen & Trends“ und „PortfolioPraxis“ als Audio-File zur Verfügung gestellt. Sie sind unter [www.allianzgi.de/podcast](http://www.allianzgi.de/podcast) direkt erhältlich und können z. B. über iTunes als Podcast abonniert werden.

**Hans-Jörg Naumer**

Leiter Kapitalmarktanalyse, Allianz Global Investors

Investieren birgt Risiken. Der Wert einer Anlage und die Erträge daraus können sowohl sinken als auch ansteigen und Investoren erhalten den investierten Betrag möglicherweise nicht in voller Höhe zurück.

Die hierin enthaltenen Einschätzungen und Meinungen sind die des Herausgebers und/oder verbundener Unternehmen zum Zeitpunkt der Veröffentlichung und können sich – ohne Mitteilung hierüber – ändern. Die verwendeten Daten stammen aus unterschiedlichen Quellen und wurden als korrekt und verlässlich betrachtet, jedoch nicht unabhängig überprüft; ihre Vollständigkeit und Richtigkeit sind nicht garantiert und es wird keine Haftung für direkte oder indirekte Schäden aus deren Verwendung übernommen, soweit nicht durch grobe Fahrlässigkeit oder vorsätzliches Fehlverhalten verursacht.

Hierbei handelt es sich um eine Marketingmitteilung. Herausgegeben von Allianz Global Investors Europe GmbH, ([www.allianzglobalinvestors.eu](http://www.allianzglobalinvestors.eu)) einer Gesellschaft mit beschränkter Haftung, gegründet in Deutschland mit eingetragenem Sitz in Mainzer Landstraße 11–13, D-60329 Frankfurt/Main, zugelassen und beaufsichtigt von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht ([www.bafin.de](http://www.bafin.de)). Die Vervielfältigung, Veröffentlichung sowie die Weitergabe des Inhalts in jedweder Form ist nicht gestattet.

[www.allianzglobalinvestors.de/  
kapitalmarktanalyse](http://www.allianzglobalinvestors.de/kapitalmarktanalyse)

Allianz Global Investors  
Europe GmbH  
Mainzer Landstraße 11–13  
60329 Frankfurt am Main



Stand: Mai 2012

Bei dieser Broschüre handelt es sich um Werbung gem. § 31 Abs. 2 WpHG.

