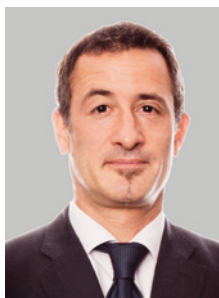


# „Credit Spreads“: Risikoprämien bei Anleihen

## Prämie für das Ausfallrisiko

Der „Credit Spread“ ist die Renditedifferenz zwischen Wertpapieren unterschiedlicher Kreditqualität. Der Credit Spread spiegelt den Nettorenditeaufschlag wider, den ein Investor mit einem Wertpapier erzielen kann, das im Verhältnis zu einem anderen Wertpapier ein höheres Kreditrisiko aufweist. Der Credit Spread eines Wertpapiers wird häufig als Renditeunterschied gegenüber einer als risikolos betrachteten Benchmark (im nachfolgenden Beispiel eine deutsche Bundesanleihe) oder einem risikofreien Referenzzinssatz angegeben.

Credit Spreads sind ein Gradmesser des für Kreditmärkte typischen Risikos. Es ist gängige Praxis, den Zins der Kreditvergabe in einen risikofreien Zinssatz, einen Finanzierungssatz und eine Risikoprämie (den sogenannten Spread) zu unterteilen (Schaubild 1).



**Pierre Wrobel**  
Produktspezialist Fixed  
Income von Allianz Global  
Investors in Paris.

Der Credit Spread spiegelt den Nettorenditeaufschlag wider, den ein Investor mit einem Wertpapier, das ein höheres Kreditrisiko aufweist, erzielen kann.

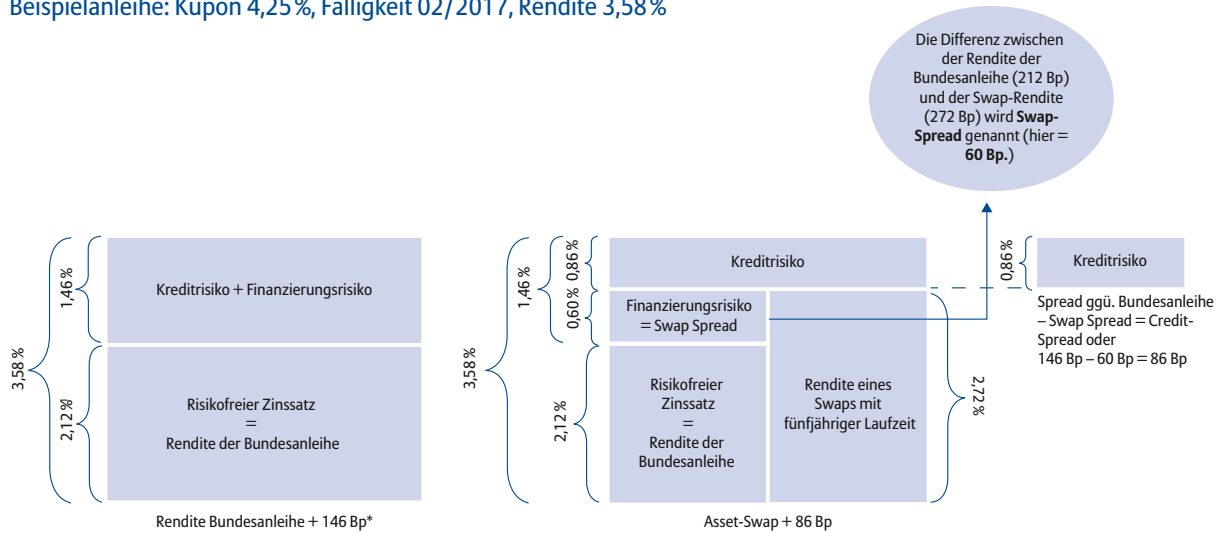


- Der **risikofreie Zinssatz** ist die Rendite, die ein Anleihegläubiger in einem risikolosen Umfeld vereinnahmen könnte, etwa durch Investition in eine Staatsanleihe bester Bonität (beispielsweise deutsche Bundesanleihen).
- Das **Finanzierungsrisiko** ist im Allgemeinen der Swap Spread, der als LIBOR + Marge (stellvertretend für die Liquiditätsprämie) verstanden werden kann.
- Die **Risikoprämie** umfasst das schulnerspezifische Kreditrisiko sowie weitere Faktoren wie Kosten, Erträge und Liquidität der Transaktion sowie letztlich auch die globale Liquidität und die Risikoaversion des Marktes. Die Prämie deckt das von einem Investor eingegangene Risiko eines möglichen Emittentenausfalls ab.

Investoren setzen typischerweise auf Spreadprodukte, um eine Rendite oberhalb des Niveaus vergleichbarer Staatsanleihen zu erzielen. Die hierbei vom Investor geforderte Rendite liegt über der Ausfallrisikoprämie (Spread), um sicherzustellen, dass die Kreditsicherung ein werthaltiges Investment darstellt.

### Schaubild 1: Zusammensetzung des Risikos einer beispielhaften Unternehmensanleihe

Beispielanleihe: Kupon 4,25%, Fälligkeit 02/2017, Rendite 3,58%



<sup>1</sup> Rendite der Referenz-Bundesanleihe (Bundesanleihe, deren Laufzeit jener der Unternehmensanleihe am nächsten kommt)  
Darstellung: Allianz GI Kapitalmarktanalyse

- Die Anleihe notiert bei 103,24%, woraus sich eine Rendite von 3,58% errechnet.
- Eine Rendite von 3,58% entspricht der Rendite einer Bundesanleihe mit vergleichbarer Laufzeit (2,12%) zzgl. einer Prämie von 1,46% oder 146 Bp.
- Eine Rendite von 3,58% entspricht außerdem der Rendite eines Asset-Swap mit fünfjähriger Laufzeit (2,72% / unter der Annahme, dass dieser Satz den Finanzierungskosten zum Erwerb des Investments entspricht) zzgl. einer Prämie von 0,86% oder 86 Bp.

Bei Investoren, die sich zwar für Anleihen, nicht jedoch für Staatsanleihen interessieren, sind ganz bestimmte Risikomaße maßgeblich. Nehmen wir an, ein Investor hält ein festverzinsliches Wertpapier (beispielsweise eine Anleihe mit Fälligkeit 02/2017) mit einem Kupon von 4,25% p. a. (was beispielhaft der Rendite einer Bundesanleihe + 146 Basispunkten entspricht). Zur Ausschaltung des Zinsrisikos kann der Investor den festen Kupon der Anleihe mithilfe eines Asset Swaps in variable Zinszahlungen tauschen (Schaubild 2).

Bei einem Asset Swap werden die Zahlungsströme aus festen und variablen Zinszahlungen gegenübergestellt und deren Barwerte bestimmt. Der entsprechende variable Zinssatz beläuft sich auf Asset Swap + 86 Basispunkte. Der Investor tauscht einen

festen Kupon von 4,25% p. a. in eine vierteljährliche variable Zinszahlung in Höhe von Asset Swap + 86 Basispunkte, wobei die Sensitivität gegenüber Zinsschwankungen deutlich geringer ist, da die variablen Zahlungen im Quartalsrhythmus an die Marktgegebenheiten angepasst werden. Der Investor erhält einen höheren Kupon, wenn die Zinsen steigen oder einen niedrigeren Kupon, wenn die Zinsen sinken.

Aus Gründen der Vereinfachung gehen wir davon aus, dass die Finanzierungskosten dieser Transaktion (Kreditaufnahme zum Erwerb der Anleihe) dem 5-Jahres-Swapsatz eines institutionellen Investors entsprechen, der die Anleihe bis zur Fälligkeit hält. Die verbleibende Nettomarge beträgt demnach 86 Basispunkte, worin sich im Wesentlichen das Kreditrisiko des Anleiheemittenten widerspiegelt.

### Schaubild 2: Asset Swap (ASW)

Beispielanleihe: Kupon: 4,25%, Fälligkeit 02/2017



\* „Bp“ = Basispunkte; entspricht 1,46%

Wie wir sehen konnten, ist der Credit Spread ein Gradmesser für die Bonität des Schuldners, wie sie traditionell auch von Ratingagenturen ermittelt wird. Diese führen eine Finanzanalyse des Emittenten durch und bilden das Kreditprofil eines Unternehmens auf einer Ratingskala ab, die sich auf statistische Daten zu Kreditausfällen gründet. Aus diesen Daten zu kumulativen und marginalen Ausfallraten, die im Falle der beiden größten Agenturen (Moody's und S&P) bis 1920 bzw. 1981 zurückreichen, können wir die Wahrscheinlichkeit einer Serie von Kapital- und Zinszahlungen berechnen und hieraus Mindestniveaus von Spreads bestimmen, die mathematisch gesehen einen Kredit-

ausfall kompensieren. Durch Vergleich der aus Ausfalldaten abgeleiteten Credit Spreads mit ihren am Markt gehandelten Pendanten können wir mögliche Diskrepanzen aufspüren. So resultierte etwa der Anstieg der Aktivitäten bei CDOs (Collateralized Debt Obligations) in den Jahren 2003/2004 – wobei es sich im Wesentlichen um ein gehebeltes Produkt zur Ausnutzung der Arbitrage zwischen den tatsächlichen und den zur Kompensation von Zahlungsausfällen benötigten Spreads handelte – in einer massiven Verengung der Credit Spreads.

## Doch das ist nicht alles ...

Es wird nämlich ein zusätzlicher Spread benötigt, der über die Ausfallrisikoprämie hinausgeht.

Um weitere Variablen bei der Zusammensetzung des Credit Spreads einzubeziehen, ist außerdem Folgendes zu berücksichtigen:

**Kosten im Zusammenhang mit dem Einsatz von Kreditprodukten:** Auf die häufigen Ausfälle von Anleihen in den zurückliegenden Jahren reagieren Investoren mit einem verstärkten Einsatz von Kreditprodukten, wofür eine entsprechende Kompensation erforderlich ist.

**Anpassung an die Laufzeit der Anleihe:** Der Zeitraum, in dem Investoren Performance erbringen müssen, wird immer kürzer. Man sollte eigentlich annehmen, dass ein Unternehmen mit Baa-Rating während der Anleihelaufzeit einen hinreichenden Schutz vor einem Zahlungsausfall bietet, in der Praxis sind die Kreditmärkte jedoch derart volatil, dass Investoren für schlechter bewertete Anleihen einen zusätzlichen Spread zur Abfederung kurzfristiger Volatilität einfordern.

**Liquidität:** Investoren verlangen eine Prämie für die geringere Liquidität von Kreditprodukten auf Staatsanleihen. Diese Prämie fällt je nach Ratingkategorie und Marktlage unterschiedlich aus und lässt sich im Spreadkontext schwer modellieren. Weitere Einflussgrößen sind die Risikoaversion und die Wahrnehmung systemischer Risiken.

**Diversifizierung:** Investoren sollten bereit sein, eine Prämie für stärkere Diversifizierung zu zahlen.

**Volatilität der Erlösquote bei Kreditausfällen:** Die Erlösquote ist schwierig abzuschätzen und damit auch schwer zu modellieren. Vielleicht sind in einer „neuen Wirtschaftsära“ Ideen und Humankapital für viele Unternehmen wichtigere Vermögenswerte als „harte“ Assets. Diese Unsicherheit ist bei den tatsächlichen Spreads zu berücksichtigen, insbesondere am unteren Ende des Ratingspektrums.

**Herabstufungsrisiko:** Manche Investoren sind angehalten, nur in Anleihen zu investieren, deren Bonität oberhalb einer bestimmten Ratingschwelle angesiedelt ist, was Verkäufe nach sich ziehen kann, sobald eine Anleihe durch Herabstufung unter diese Schwelle sinkt. Für diesen Eventualfall wird eine Prämie verlangt.

Von Pierre Wrobel

Februar 2012

## 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), Jochen Dobler (jd)

Weitere Informationen rund um die  
Kapitalanlage erhalten Sie direkt unter:  
[www.allianzgi.de/kapitalmarktanalyse](http://www.allianzgi.de/kapitalmarktanalyse)

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.