

Investieren in Anleihen/Obligationen

Obligationen gelten gemeinhin als sichere Anlage. Diese Sicherheit ist jedoch trügerisch. Die aktuelle Situation, in der wir mit ungeheuren Staatsschulden westlicher Länder konfrontiert sind, wird gerne als noch nie dagewesene Ausnahmesituation angesehen. Dabei konnte man auch schon früher mit Anleihen viel Geld verlieren, aber auch gewinnen.

Der Crash am Aktienmarkt 1987 ist vielen von uns noch in Erinnerung. Er gilt als einer der dramatischeren Kurseinbrüche in der Geschichte der Aktienmärkte. Nur wenigen ist aber klar, dass in diesem Jahr an den Anleihenmärkten mit langläufigen Anleihen mehr Geld verloren wurde als mit Aktien. Die Volatilität der Zinssätze während des Jahres war ausserordentlich hoch, bevor sie dann gegen Ende des Jahres dramatisch anstiegen, was die Preise der Anleihen einbrechen liess. Warum dies geschah und wie Sie sich davor schützen, werden wir weiter unten darstellen.

Definition einer Anleihe

Als Anleihen - auch Obligationen, Schuldverschreibungen oder Bonds genannt - werden Effekten bezeichnet, die Gläubigerrechte, insbesondere das Recht auf Verzinsung und das Recht auf Tilgung, verbrieft. Anleihen werden in der Regel zur langfristigen Fremdkapitalaufnahme in grösserem Umfang am in- und ausländischen Kapitalmarkt ausgegeben.

Anleihen sind in der Regel festverzinslich, daneben gibt es aber auch Formen mit variabler Verzinsung. Zinszahlungen erfolgen jährlich oder halbjährlich. Wesentlich für den Platzierungserfolg ist nicht die Nominal-, sondern die Effektivverzinsung. Diese ist abhängig vom Kauf- resp. Verkaufs- oder Rückzahlungspreis der Obligation. Diese Preise werden immer in Prozent der nominalen Schuld angegeben. Zur Preis-/Kursfestlegung siehe weiter unten. Seitens der Gläubiger sind Anleihen unkündbar, die Schuldner behalten sich oft das Recht auf Kündigung vor (meist nach Ablauf einer Sperrfrist). Anleihen werden gestückelt emittiert, oft zu Grössen von CHF 1000 oder CHF 5000.

Die Emission erfolgt in der Regel über ein Bankenkonsortium.

Wir können folgende Arten von Anleihen/Obligationen unterscheiden:

- Anleihen der öffentlichen Hand (Bund, Kantone)
Sie werden zur Haushaltsfinanzierung ausgegeben. Staatsanleihen sind fast immer festverzinsliche Inhaberschuldverschreibungen. Beispiele sind Bundesobligationen oder Schatzanweisungen.
- Schuldverschreibungen der Kreditinstitute wie z.B. Kassaobligationen oder Pfandbriefdarlehen
- Anleihen der gewerblichen Wirtschaft
Dazu gehören Industrieobligationen, Wandelobligationen, Optionsanleihen.

- Internationale Anleihen
Der internationale Kapitalmarkt ist durch das Entstehen einer Vielzahl von innovativen Anleihtypen gekennzeichnet wie Zerobond (Null-Coupon-Anleihe), Floating-Rate Note (FRN), EURO-Anleihe, Doppelwährungsanleihe etc.

Investieren in Obligationen: Was gilt es zu beachten?

Es gibt einige Faktoren, die ein Investor berücksichtigen muss, will er in Obligationen oder andere festverzinsliche Anlagen von Staaten oder Unternehmen investieren.

Das aktuelle und erwartete allgemeine Zinsniveau, aktuelle Obligationenpreise und v.a. natürlich auch die Bonität (d.h. die Finanzkraft) des Schuldners haben einen grossen Einfluss auf den Ertrag aus einer festverzinslichen Anlage. Zusammengefasst wird der Investor also mit folgenden Risiken konfrontiert

- Das Kredit-Risiko: das Risiko, dass der Anleihen-Schuldner seinen Zins- und/oder der Anleihen-Rückzahlung nicht nachkommen kann.
- Zinsänderungsrisiko: das Risiko, dass der Preis der Anleihe sich ändert, wenn sich die Zinslandschaft während der Laufzeit ändert
- Wiederanlage-Risiko: das Risiko, dass Zinszahlungen und/oder die Rückzahlung des Nominalwertes am Ende der Laufzeit nicht zu denselben Konditionen reinvestiert werden können.

Darüber hinaus ist auch die steuerliche Behandlung der Erträge und Kursgewinne in die Analyse des Investments miteinzubeziehen.

Im Folgenden soll auf die oben erwähnten Aspekte im Einzelnen eingegangen werden.

Das Kredit-Risiko

Ein entscheidender Faktor, den Investoren evaluieren müssen, ist die Kredit-Qualität (Bonität) eines Schuldners. Investoren, die in festverzinsliche Anlagen investieren, haben also zwei hauptsächliche Fragen zu klären:

- Wie wahrscheinlich werde ich mein Geld bei Laufzeitende zurückerhalten und
- Wie wahrscheinlich werde ich die periodischen Zinszahlungen zeitgerecht, nämlich bei Termin, erhalten.

Im Fokus der Analyse steht dabei, im Gegensatz zur Aktienanalyse, nicht so sehr der aktuelle Ertrag oder das Gewinnwachstum eines Unternehmens als vielmehr seine bilanzielle Stärke (Liquidität, Eigenkapital), obwohl natürlich ein nachhaltiger Gewinn die bilanziellen Grössen positiv beeinflussen kann. Aber auch ein Unternehmen mit positiven Erfolgskennzahlen kann z.B. unter Liquiditätsdruck geraten bei falschem Bilanzmanagement (z.B. durch Debitoren-Ausfälle).

Für den Investor stellt sich nun die Frage, ob er diese Bilanzanalysen selbst durchführen kann und will, oder ob er sich auf externe Analysen stützen will. Im Vordergrund stehen dabei Analysen von Finanzinstituten oder sogenannten Ratingagenturen.

Ratingagenturen sind private Unternehmen, die gegen ein Entgelt Unternehmen, Staaten und Organisationen bezüglich ihrer Kreditqualität bewerten. Und hier liegt genau ein erstes Problem: Ratingagenturen werden von den Unternehmungen bezahlt, die sie bewerten. Eine Unabhängigkeit ist hier also nicht gegeben. Auch auf staatlicher Ebene kann von einer Unabhängigkeit nicht die Rede sein, sind doch alle vier grossen Rating-Agenturen US-Unternehmen. Und die US-Regierung ist sich des grossen Einflusses dieser Agenturen natürlich bewusst und übt dementsprechend einen direkten oder indirekten Druck auf diese US-Unternehmen aus, um ihre Interessen auf dem Kapitalmarkt und auch gegenüber anderen Ländern durchzusetzen.

Auch in der Finanzkrise 2008 gerieten die Agenturen unter heftige Kritik, da sie die Ausmasse der Verschuldung vieler Unternehmen, v.a. im Finanzbereich zu spät erkannt hätten.

Dennoch können die Ratings einige gute Hinweise über den finanziellen Zustand eines Unternehmens oder auch eines Landes liefern.

Was ist ein Kredit-Rating?

Ein Kredit-Rating ist eine Evaluation des Kredit-Risikos – also die Fähigkeit eines bestimmten Schuldners seinen Verpflichtungen zeitgerecht und vollständig nachzukommen sowie die Kreditqualität einer bestimmten Obligation und ihre Wahrscheinlichkeit, dass sie ausfällt.

Ratings sind nicht Kaufs- oder Verkaufsempfehlungen, Garantien der Kredit-Qualität oder exakte Messungen über die Ausfallwahrscheinlichkeit. Sie drücken eine Meinung über die relative Kreditwürdigkeit aus, von der Stärksten zur Schwächsten, in einem Universum von Kreditrisiken. Anders ausgedrückt: der Ausfall einer besser bewerteten Obligation wird als weniger wahrscheinlich erachtet als der Ausfall einer tiefer eingestuften.

Das höhere Risiko der einen Anleihe geht einher mit einer höheren Entschädigung des Investors, d.h. er wird nur bereit sein, diese Obligation zu zeichnen oder zu kaufen, wenn der Ertrag in Form von Zinszahlungen und/oder Kursgewinn höher ist. Für neu ausgegebene Obligationen bedeutet dies, dass sie mit einem höheren Coupon und/oder mit einem tieferen Preis (unter pari) ausgegeben werden, für bereits laufende Obligationen, deren Ausfallwahrscheinlichkeit zunimmt, fallende Preise an der Börse.

Rating-Einstufungen

Eine erste entscheidende Unterscheidung trennt Obligationen ein in den sogenannten "Investment Grade" resp. in "Speculative Grade". Obligationen, welche in die erste Kategorie fallen, weisen üblicherweise eine faire

Sicherheitsmarge auf, sie bieten den höchsten Schutz des nominalen Investments und der Zinszahlungen.

Spekulative Obligationen, oft auch "High-Yield Bonds" oder "Junk Bonds" genannt, haben eine grössere Ausfallwahrscheinlichkeit. Die Rendite ist deshalb grösser, um den Investor für das eingegangene Risiko zu entschädigen. Die Preisfluktuationen an den Börsen sind dementsprechend höher. Im folgenden eine Übersicht über die verschiedenen Rating-Stufen und deren Bedeutung:

Tabelle 1: Kredit-Ratings der verschiedenen Agenturen

<i>Investment-Grade Ratings</i>			
<i>Moody's</i>	<i>S&P</i>	<i>Fitch</i>	<i>Interpretation</i>
Aaa	AAA	AAA	Höchste Qualität
Aa	AA	AA	Hohe Qualität; sehr grosse Kapazität, den finanziellen Verpflichtungen nachzukommen
A	A	A	Überdurchschnittliche Qualität; hohe Kapazität, den finanziellen Verpflichtungen
Baa	BBB	BBB	Mittlere Qualität; tiefster Investment-Grad. Adäquate Kapazität den finanziellen Verpflichtungen nachzukommen, aber vermehrt anfällig bei negativen Entwicklungen unternehmerischer oder gesamtwirtschaftlicher Art.
<i>Speculative-Grade Ratings</i>			
<i>Moody's</i>	<i>S&P</i>	<i>Fitch</i>	
Ba	BB	BB	Unterdurchschnittliche Qualität; höchster spekulativer Grad. Es besteht die Möglichkeit, dass sich das Rating verbessert über die Zeit
B	B	B	Tiefe Qualität; hoch spekulativ; laufende Verpflichtungen können ev. gedeckt werden, aber längerfristig abhängig von günstiger Geschäfts- und ökonomischer Entwicklung
Caa, Ca	CCC	CCC	Schlechte Qualität; starke Anfälligkeit für einen Ausfall der Verpflichtungen
	CC	CC	
	C	C	Keine Zinszahlungen oder schon Zahlungsunfähigkeit erklärt
C	D	D	Keine Zinszahlungen oder schon Zahlungsunfähigkeit erklärt

Das Zinsänderungsrisiko

Nebst dem Kredit-Risiko unterliegen Obligationen und deren Preise auch dem Zinsänderungsrisiko. Viele Investoren verstehen nicht ganz, wie Änderungen im allgemeinen Zinsniveau sich auf die Preisstellung an den Obligationenmärkten niederschlagen. Dabei ist das Management des Zinsänderungsrisikos die kritischste Variable beim Verwalten von Obligationen-Portfolios. Es ist wichtig zu verstehen, dass jede Obligation dem Zinsänderungsrisiko unterliegt, unabhängig von deren Kreditqualität. Das Prinzip dahinter ist einfach zu erklären.

Nehmen wir an, Sie hätten eine 30-jährige Bundes-Obligation gekauft, als diese mit 3% rentierten (Ausgabepreis 100%, Coupon 3%). Nehmen wir weiter an, Sie

möchten nun ein Jahr später diese Obligation verkaufen. Das Zinsniveau ist inzwischen für die Restlaufzeit (29 Jahre) um 2% auf 5% gestiegen. Wie können Sie jemanden überreden, Ihre Obligation mit einem Coupon von 3% zu kaufen, wenn er Neuemissionen mit einem Coupon von 5% kaufen kann. Es gibt nur einen Weg: Sie senken den Preis Ihrer Obligation, so dass diese neu 5% rentieren würde. Dies würde ungefähr einem Preis von 70 Rappen pro Franken entsprechen (d.h. Sie erhalten nur noch 70% vom Nominalwert!). Sie würden also pro 1000 Franken Nominalwert 300 Franken verlieren! Oder in anderen Worten: ein Verlust von 30% durch einen allgemeinen Anstieg des Zinsniveaus für Obligationen mit 29jähriger (Rest-)Laufzeit von 3 auf 5 Prozent! Solche Änderungen in der Zinslandschaft sind nicht aus der Luft gegriffen. In den späten 70er und 80er Jahren änderte das Zinsniveau in riesigen Sprüngen hoch und runter.

Allgemein kann festgehalten werden: gehen Zinsen hoch, so fallen die Obligationenpreise, fallen die Zinsen, so steigen die Obligationenpreise.

Investieren in Obligationen: Managing Risk

Wie können Sie nun Ihr Geld gegen Zinsänderungen schützen?

Der beste Schutz besteht darin, ein Obligationen-Portfolio zusammenzustellen, welches entweder nur kurze oder kurz- bis mittelfristige Laufzeiten aufweist. Während nämlich alle Obligationen dem Zinsrisiko unterliegen, ist dieses mit der (Rest)Laufzeit der Obligation korreliert. Je länger die Laufzeit, desto grösser das Zinsänderungsrisiko (siehe unser Beispiel der 30-jährigen Bundesobligation) und umgekehrt.

Unser Beispiel in Tabelle 2 zeigt die Auswirkungen auf den Preis einer Obligation, die bei nominal 100% mit einem Coupon von 3% emittiert wurde, für drei verschiedene Szenarien bei unterschiedlichen Laufzeiten:

- die Zinsen steigen moderat um 50 Basispunkte auf 3.5%
- die Zinsen steigen um 100 Basispunkte auf 4%
- die Zinsen steigen scharf um 200 Basispunkte auf 5%

Tabelle 2: Zinsänderungsrisiko; Preise fallen, wenn Zinsen steigen

(CHF 1,000 Nominal-Obligation mit 3% Coupon)			
Änderung des Preises der Anleihe wenn Zinssätze steigen auf:			
Rest-Laufzeit	3.5%	4.0%	5.0%
2 Jahre	-1.0%	-1.9%	-3.8%
5 Jahre	-2.3%	-4.5%	-8.7%
10 Jahre	-4.2%	-8.2%	-15.6%
30 Jahre	-9.2%	-17.4%	-30.9%

Quelle: Vereinigung Privater Investoren

Die Tabelle zeigt, dass bei einem moderaten Anstieg der Zinsen, der Preis der 2-jährigen Obligation sich kaum ändert. Aber schon dieser moderate Anstieg führt beim 10-jährigen Bond zu einem Kursverlust von 4.2% und beim 30-jährigen zu einer Preisreduktion von 9.2%! Bei grösseren Zinsänderungen werden die Verluste noch dramatischer. Ganz klar wird der Investor, der in kürzere Laufzeiten investiert hat, weniger unglücklich sein als jemand der auf langlaufenden Obligationen sitzt.

Natürlich funktioniert das Phänomen glücklicherweise auch umgekehrt. Fallen die Zinsen, steigen die Obligationenpreise. Die Effekte sehen Sie in Tabelle 3. Dieses Mal wird sich der Käufer von langlaufenden Obligationen gratulieren, da diese viel stärker steigen als kurzlaufende.

Der Antizipation der Zinsänderungen kommt also entscheidende Bedeutung zu, möchte man davon durch den Kauf von langlaufenden Obligationen profitieren. Es gilt wie überall in der Welt des Investierens auch hier das Risiko-Rendite-Prinzip. Je höher die erwartete Rendite, desto höher das eingegangene Risiko (in diesem Falle: das Zinsänderungsrisiko).

Tabelle 3: Zinsänderungsrisiko; Preise steigen, wenn Zinsen fallen

(CHF 1,000 Nominal-Obligation mit 3% Coupon)			
Rest-Laufzeit	Änderung des Preises der Anleihe wenn Zinssätze fallen auf:		
	2.5%	2.0%	1.0%
2 Jahre	+1.0%	+1.9%	+3.9%
5 Jahre	+2.3%	+4.7%	+9.7%
10 Jahre	+4.4%	+9.0%	+20.8%
30 Jahre	+10.5%	+22.5%	+51.7%

Quelle: Vereinigung Privater Investoren

Einige Bemerkungen zu diesen Tabellen:

Erstens, die illustrierten Preisänderungen basieren auf einer plötzlichen Änderung des Zinsniveaus. In der Praxis verlaufen solche Zinsänderungen über Wochen, Monate oder sogar Jahre. Somit würde sich auch die Restlaufzeit der zugrundeliegenden Obligation ändern, und somit deren Preisänderung.

Zweitens, die Preisänderungen würden etwas anders aussehen, wenn wir anstatt eines 3% Coupons einen höheren oder tieferen wählen würden. Die Preisänderungen, in beide Richtungen, wären etwas grösser bei einem Coupon unter 3%, und etwas kleiner bei einem Coupon über 3%.

Drittens, die Preisänderungen in Abhängigkeit von der (Rest-)Laufzeit sind nicht linear. Steigt das Zinsniveau, so sinkt der Preis. Die Veränderung der Preisänderung nimmt jedoch mit zunehmender Laufzeit ab. Dies wird v.a. ab der 10-jahres Marke deutlich sichtbar. Dies ändert jedoch nichts am Faktum, dass Preisänderungen am grössten sind bei maximaler Laufzeit.

Viertens, Preisänderungen sind etwas grösser, wenn das Zinsniveau fällt als umgekehrt. Beispiel: steigen die Zinsen für die 30-jährige Bundesobligation unseres Beispiels um 200 Basispunkte (2%), so fällt der Preis um 30.9%, fallen die Zinsen um 200 Basispunkte, so steigt der Preis um 51.7%! Man nennt dieses Phänomen Konvexität.

Zinsänderungsrisiko minimieren

"In the long run we're all dead", wusste schon John Maynard Keynes. Wir alle leben nicht ewig. Somit sollten wir uns auf unsere begrenzten Lebensbedürfnisse und -ziele konzentrieren und dabei die Risiken von Investitionen berücksichtigen.

Wir empfehlen Ihnen, die Vorteile einer benutzerdefinierten Anleiheleiter zu berücksichtigen. Eine Anleiheleiter aus einzelnen Anleihen ist eine Strategie, bei der eine oder mehrere Anleihen in mehreren Jahren fällig werden. Bei einer 10-Jahres-Leiter investieren Sie also in Anleihen mit Laufzeiten von einem bis zehn Jahren. In einer gleichmässig verteilten 10-Jahres Leiter werden somit bei einer Investition von CHF 100'000 während 10 Jahren jedes Jahr Anleihen in Höhe von CHF 10'000 fällig. Die freiwerdenden Liquidität können sie dann jeweils wieder rollend in neue Anleihen mit 10 Jahren (Rest-)Laufzeit investieren. Dies ist die einfachste Form einer Anleiheleiter. Alternativ könnten Sie die Jahre in Ihrer Leiter unterschiedlich gewichten (also unterschiedliche Summen investieren), je nach persönlicher Einschätzung der Zinsentwicklung oder aufgrund persönlicher Ausgabenplanung (siehe unten).

Mit dieser Strategie minimieren Sie das Risiko für Kursverluste durch steigende Zinsen und glätten Ihren Ertrag aus Anleihen. Ob die Zinsen steigen oder fallen, Ihre Anleiheleiter aus hochwertigen Anleihen wird einen beständigen Cashflow erzeugen, auf den Sie sich verlassen können. Jedes Jahr nähern sich die von Ihnen gekauften Anleihen ihren Fälligkeitsterminen und haben eine kürzere Lebensdauer.

Bei steigenden Zinsen, wie im aktuellen Umfeld, steigern Sie Ihren Cashflow, indem Sie Ihre Anleihenerlöse (aus fällig werdenden und gekündigten Anleihen) und Ihre überschüssigen Zinserträge in höher rentierende Anleihen reinvestieren.

Berücksichtigen Sie die folgenden Richtlinien bei der Gestaltung Ihrer Buy-and-Hold-Anleiheleiter: überlegen Sie, ob es bestimmte Jahre gibt, in denen Sie wissen, dass Sie Bargeld benötigen. Wenn Ihr Kind beispielsweise in sechs Jahren zu studieren beginnt oder Sie in fünf Jahren Wohneigentum erwerben möchten, gewichten Sie die Leiter so, dass ein entsprechender Teil Ihrer Anleihen vor diesem Zeitpunkt fällig wird. Halten Sie immer genug Liquidität bereit, um eine Kaufen-Halten-Strategie auch durchstehen zu können (dies gilt natürlich auch bei der Investition in Aktien).

Steuerliche Überlegungen

Steuerliche Aspekte dürfen bei der Analyse eines Investments nie ausser Acht gelassen werden, da sie einen erheblichen Einfluss auf die Rendite haben können.

In der Schweiz ist der Zinsertrag auf Obligationen einkommenssteuerpflichtig und unterliegt der Verrechnungssteuer. Kursgewinne auf Obligationen sind für Privatpersonen in der Regel steuerfrei¹. Beim Vergleich von Obligationen mit derselben Rendite auf Verfall (Yield to Maturity) ist somit diejenige vorzuziehen, welche mit dem tieferen Preis ausgegeben wird resp. an der Börse notiert und dafür den tieferen festverzinslichen (steuerbaren) Coupon besitzt.

Beispiel:

Obligation A: Laufzeit 1 Jahr, Coupon 2%, Kurs 98.04%.

Obligation B: Laufzeit 1 Jahr, Coupon 4%.

Beide Obligationen rentieren mit 4%. Bei Obligation A müssen sie jedoch nur 2% Ertrag als Einkommen versteuern, die restlichen 2% gelten als steuerfreier Kursgewinn. Bei Obligation B fallen 4% Ertrag als Einkommenssteuern an.

¹ Unter bestimmten Umständen (bei häufigem Handel, Handel mit Derivaten etc.) kann Sie die Steuerbehörde als quasi-professionellen Wertschriftenhändler definieren. Folglich wären auch Kursgewinne steuerbar.