

Bonitätsbarometer

Zertifikate sind Inhaberschuldverschreibungen und unterliegen damit dem Ausfallrisiko. Neben den Credit Ratings der Emittenten liefern insbesondere die marktsensitiveren Credit Spreads eine wichtige Hilfestellung zur Einschätzung der Emittentenbonität.

Zertifikate sind rechtlich betrachtet Inhaberschuldverschreibungen des Emittenten, bei denen der Anleger das Ausfallrisiko des Kontrahenten trägt. Die Insolvenz von Lehman Brothers hat dieses Ausfallrisiko in den Vordergrund gerückt und gezeigt, dass Zertifikate – wenn auch nur mit einer geringen Wahrscheinlichkeit – ausfallen können. Anleger müssen deshalb neben den Produktrisiken auch das Ausfallrisiko des Emittenten beachten beziehungsweise durch ihren Berater offen darüber aufgeklärt werden. Die Transparenz hat sich hier zwar in den letzten Jahren deutlich verbessert, zum Beispiel haben sich die im Deutschen Derivate Verband organisierten Emittenten im Derivate-Kodex zu Offenlegungsstandards verpflichtet. Jedoch zeigen aktuelle Beispiele, dass die Umsetzung im Tagesgeschäft in einigen Fällen mangelhaft war.

Analyse der Credit Ratings

Zur Untersuchung der Ausfallwahrscheinlichkeit eines Emittenten können im ersten Schritt die Credit Ratings der bekannten Agenturen (zum Beispiel Moody's oder Standard & Poor's) herangezogen werden. Diese stufen

auf Basis einer modellgestützten Analyse die Bonität eines Unternehmens in Form einer Note ein. Die Erfahrungen der letzten Monate zeigen jedoch, dass Bonitätsratings oft zu spät auf eine veränderte Liquiditätslage eines Emittenten reagieren.

Das Bonitätsrating von Lehman beispielsweise wurde von einer Agentur noch am Freitag vor der Insolvenzanmeldung bestätigt, das heißt, Anleihen der Investmentbank wurden als sicher eingestuft, allerdings mit dem Zusatz, „dass keine unvorhersehbaren Ereignisse die Gesamtwirtschaft oder die Branche beeinträchtigen“. Letz-

Credit Spreads liefern wie ein Barometer Informationen zur Wetterlage bei der Emittentenbonität.



teres traf zwar für die Lehman-Insolvenz zweifelsfrei zu, dennoch wäre eine marknähere Einschätzung des Ausfallrisikos an dieser Stelle wünschenswert gewesen.

Credit Spreads als zeitnahe Maßgröße

Tatsächlich am Markt ablesbar sind die sogenannten Credit Spreads, die beispielsweise aus Anleihen der Emittenten extrahiert werden können. Die impliziten Renditen der Anleihen zeigen, welchen aktuellen Zinssatz der Schuldner dem Gläubiger für das Bereitstellen von Fremdkapital zahlt. Dieser Zinssatz enthält im Vergleich zu einer als risikolos betrachteten Staatsanleihe mit gleicher Laufzeit einen Renditeaufschlag – den Credit Spread –, der als Prämie für das Emittentenrisiko zu verstehen ist. Sofern Zertifikate-Emittenten Unternehmensanleihen begeben, ist eine Analyse des Ausfallrisikos anhand eines Vergleichs der jeweiligen Credit Spreads für Anleihen mit gleicher Laufzeit möglich. Je höher dabei der Spread eines

Emittenten ist, desto höher fällt das Bonitätsrisiko aus. Durch den liquiden Handel am Anleihemarkt ergibt sich somit eine Bonitätskennzahl, die sehr schnell auf aktuelle Ereignisse reagiert.

CDS sichern Ausfallrisiko ab

Ähnlich wie Unternehmensanleihen werden auch sogenannte Credit Default Swaps (CDS) am Markt gehandelt. Diese sichern explizit den Ausfall eines Kontrahenten ab und ermöglichen so die Loslösung des Ausfallrisikos von der zugrunde liegenden Kreditbeziehung. Grundsätzlich wird unter einem CDS ein Kontrakt verstanden, mit dessen Hilfe sich der Sicherungsnehmer (Sicherungskäufer) gegen bestimmte Risiken aus einer Kreditbeziehung gegen Bezahlung einer Prämie an den Sicherungsgeber (Sicherungsverkäufer) für eine definierte Frist absichern kann. Die gehandelten Risiken werden bei Kontraktabschluss als Kreditereignisse („credit events“) festgelegt. Diese sind ►►

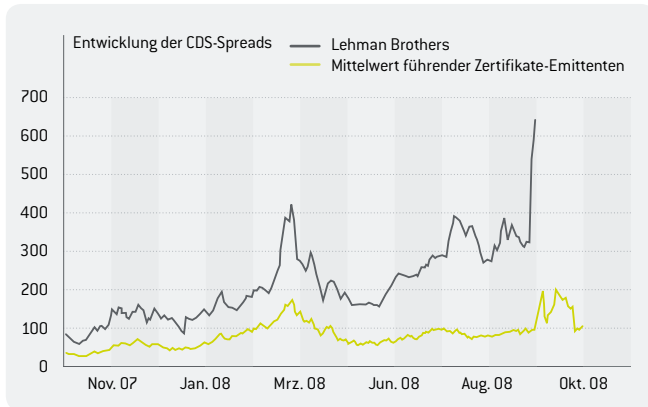
Credit Spreads tagesaktuell im Internet einsehen

Der Deutsche Derivate Verband stellt Anlegern auf seiner Website www.deutscher-derivate-verband.de unter dem Menüpunkt „Transparenz“ nicht nur das Rating der Emittenten, sondern tagesaktuell Informationen zu den Credit Spreads zur Verfügung. Hinweis: Der DDV übernimmt trotz sorgfältiger Beschaffung und Bereitstellung keine Haftung für die Richtigkeit, Vollständigkeit, Aktualität oder Genauigkeit der angegebenen Daten.

The screenshot shows the website of the Deutsche Derivate Verband (DDV) with a navigation menu and a section titled 'Bonität: Credit Spreads'. Below this, there is a table listing various entities and their corresponding credit spread values. The table includes columns for the entity name, a numerical value, and a small icon. The entities listed include WITKOMM, ABN-AMRO, BARCLAYS Bank, Bayerische Landesbank, BHF-BANK, BNP Paribas, Calyon, Citigroup, Commerzbank, Credit Suisse, Deutsche Bank, and Drescher Bank.

Entity	Value	Icon
WITKOMM	0,0000	
ABN-AMRO	07,71	📉
BARCLAYS Bank	101,00	📈
Bayerische Landesbank	90,24	📈
BHF-BANK	-1	-
BNP Paribas	02,78	📈
Calyon	70,07	📈
Citigroup	185,82	📈
Commerzbank	05,13	📈
Credit Suisse	112,67	📈
Deutsche Bank	97,32	📈
Drescher Bank	03,05	📈

Erhöhtes Ausfallrisiko war zu erkennen



Der Chart stellt die Entwicklung von 5-jährigen CDS-Spreads der führenden Zertifikate-Emittenten als Mittelwert im Vergleich zu den CDS-Spreads von Lehman Brothers dar. Der deutliche Abstand sowie der rapide Anstieg der Lehman-Spreads deuteten schon vorzeitig auf ein erheblich höheres Ausfallrisiko von Lehman-Zertifikaten hin. Es bleibt aber auch zu beachten, dass es aufgrund von Marktüberwertungen oder illiquidem Handel der CDS-Kontrakte zu Übertreibungen beziehungsweise Verzerrungen dieser Bonitätskennzahl kommen kann.

Quelle: EDG

an die Standards der International Swaps and Derivatives Association (ISDA) angelehnt und umfassen in der Regel einen Zahlungsverzug bis hin zu einem Zahlungsausfall, eine Restrukturierung der Verbindlichkeiten oder gar die Insolvenzanmeldung. Im Falle eines Kreditereignisses verpflichtet sich der Sicherungsgeber eine Ausgleichzahlung zu leisten und erhält im Gegenzug das Absicherungsobjekt zum aktuellen Marktpreis („physical settlement“). Dies kann beispielweise eine Verbindlichkeit sein, deren Nominalwert abgesichert wurde. Alternativ können auch vergleichbare Wertpapiere geliefert werden („cheapest to deliver“-Klausel) oder der Differenzbetrag zwischen Nominal- und Marktwert der Verbindlichkeit wird ausbezahlt („cash settlement“).

Deutliche Reaktion während der Krise

Die Absicherungsprämie eines CDS wird ebenfalls als Spread bezeichnet. Analog zu der Zinsdifferenz bei An-

leihen ist auch hier ein höherer Spread gleichbedeutend mit einem erhöhten Ausfallrisiko. Die CDS-Spreads eignen sich sehr gut zur Einschätzung der Emittentenbonität, da es sich um marktnahe Risikoprämien handelt, die das Ausfallrisiko an sich zum Gegenstand haben. Eine Analyse der 5-jährigen CDS-Spreads zeigt eine deutliche Reaktion dieser Bonitätskennzahl auf die im Zuge der Finanzkrise wahrgenommenen erhöhten Ausfallrisiken der Banken beziehungsweise Zertifikate-Emittenten.

Fazit: Bonitätseinschätzung unabdingbar

Obwohl noch nicht abschließend geklärt ist, wie sich die Insolvenz von Lehman Brothers für deren Zertifikate-Käufer auswirkt, hat dieser Fall gezeigt, dass eine fundierte Einschätzung und Aufklärung über das Ausfallrisiko von Zertifikaten unabdingbar ist. Credit Ratings und vor allem die sensitiveren Credit Spreads sind wichtige Instrumente bei der Einschätzung des Bonitätsrisikos. ■



Expertenbeitrag von

Björn Döhrer

Björn Döhrer ist Partner bei der EDG GmbH und mitverantwortlich für die Realisation des EDG-Zertifikate-Ratings, welches als ein zentrales Kriterium auch die Emittentenbonität auf Basis der Credit Spreads analysiert.