

## **Buchstabensalat am Kreditmarkt**

### **Strukturierte Finanzinstrumente ergänzen die «klassische» Anleihe**

**CDS, CDO, CPDO: Hinter diesem Buchstabensalat stecken Kreditderivate und strukturierte Finanzvehikel am Kreditmarkt. Deren Komplexität stellt Anleger vor eine grosse Herausforderung.**

gho. Investoren am Kreditmarkt kommen sich wohl wie Alice im Wunderland der Akronyme vor. Staunend blicken die Anleger auf Instrumente wie CDS, CDO, CLO, CPPI und CPDO. Hinter diesen Buchstaben-Ungeheuern stecken Kreditderivate und strukturierte Finanzvehikel, die meistens auf herkömmlichen Obligationen aufbauen und zu Absicherungszwecken oder zur Ausnutzung von Hebelwirkungen genutzt werden. Der Markt für solche Instrumente hat in den vergangenen Jahren ein stürmisches Wachstum erfahren, was den Erfindungsgeist der Banker heftig anregt. Derzeit richten sich die Instrumente überwiegend an institutionelle Investoren oder vermögende Privatkunden. Viele Institute rechnen aber damit, dass mit zunehmendem Erfolg diese Vehikel auch für Kleinanleger geöffnet werden; spätestens dann sollten die Abkürzungen geläufig sein, um die Chancen und Risiken der Instrumente abschätzen zu können. Zudem werden bereits strukturierte Produkte auf Basis von Kreditderivaten zusammengestellt.

#### **Sicherheit geben und nehmen**

Am Anfang all dieser Produkte stehen immer noch Anleihen, Darlehen und andere Verbindlichkeiten. Die Zinszahlung, die bei diesen Instrumenten anfällt, kann im Wesentlichen in zwei Risikokomponenten aufgeteilt werden: die Kreditqualität des Schuldners (Kreditrisiko) sowie die Laufzeit in Kombination mit der Verzinsungsart (Zinsrisiko). Mit Hilfe von CDS (Credit Default Swaps) können Anleger das Kreditrisiko herauslösen und damit handeln. Dadurch kann sich ein Obligationär gegen das Risiko eines möglichen Zahlungsausfalls des Schuldners, eines Antrags auf Insolvenz oder gegen mögliche Bonitätsrückstufungen absichern; das Verkaufen von CDS kann zu einer verbesserten Steuerung des Ertrags und des Risikos eines Portfolios führen.

Der Verkäufer (oder Sicherungsgeber) eines CDS übernimmt dabei das Kreditrisiko, der Käufer (Sicherungsnehmer) erwirbt eine Art Versicherung und zahlt dafür eine in Basispunkten gemessene, fixierte Prämie, die sich nach der Bonität des ursprünglichen Schuldners richtet - je geringer das Kreditrating, desto höher die Prämie. Wenn es zu einem Zahlungsausfall kommt, muss der CDS-Verkäufer den Nominalwert des Basistitels erstatten und erhält vom CDS-Käufer in der Regel dafür die Schuldtitel, die in ihrem Wert gesunken sind. Mit Hilfe von CDS sind Anleger in der Lage, auf eine positive oder eine negative Entwicklung am Kreditmarkt zu setzen, was mit «einfachen» Bonds nicht möglich ist. Es kommt hinzu, dass mit Kreditderivaten eine Hebelwirkung erreicht werden kann. Als problematisch erachten einige Beobachter, dass

sich der Markt für CDS vor allem in den vergangenen Jahren entwickelt hat - in einer «Schönwetterperiode» mit geringen Ausfallraten.

Der Handel mit Kreditderivaten ist aber nicht auf Einzeltitel eingeschränkt. Über Indizes für CDS - wie den iTraxx für Europa und den CDX für die USA - können die Bewegungen der Kreditrisikoprämien verfolgt werden. Die Barometer werden als Benchmarks herangezogen und dienen auch als Grundlage für weitere Finanzprodukte. So hat die Eurex für Ende März die Einführung des - laut eigenen Angaben - weltweit ersten börsenkotierten Kreditderivats, eines Futures auf die iTraxx-Europe-Serie, angekündigt.

### **Mit dem grossen Hebel anrichten**

Mit den CDS ist die Kreativität der Banker aber noch nicht abgeschlossen. Ein weiteres Instrument sind CDO (Collateralised Debt Obligations). Hierbei kauft ein Fondsmanager ein Portfolio an Forderungen wie Kredite und Anleihen. Die unterschiedlichen Basiswerte werden dann in sogenannten Tranchen zu verbrieften Schuldtiteln mit verschiedenen Risikoprofilen zusammengefasst und weiterverkauft. Obwohl im gesamten Portfolio einige «schlechte» Risiken sind, erhält die Tranche mit den «besten» Schuldnern von den Rating-Agenturen typischerweise ein hohes Rating; die weiteren Klassen weisen dann ein immer grösseres Ausfallrisiko auf, was mit höheren Renditen entschädigt werden muss. Durch diesen Mechanismus sind die Zinserlöse des gesamten Portfolios höher als die Zinszahlungen an die Tranchen - der CDO floriert. Wenn die Basiswerte Unternehmenskredite sind, handelt es sich um CLO (Collateralised Loan Obligations). CDO können auch auf CDS basieren, dann heissen sie synthetische CDO.

Für eine noch grössere Hebelwirkung wurden weitere Instrumente entwickelt. Bei einem CPPI («Constant Proportion Portfolio Insurance») wird das zur Verfügung stehende Kapital in ein risikobehaftetes (zur Performance-Steigerung) und in ein sicheres Portfolio (für eine Mindestrendite) aufgeteilt. Das Risikokapital wird meist für den Kauf der riskantesten Tranche auf einen synthetischen CDO verwendet. Das Instrument ist so konstruiert, dass der Hebel abnimmt, wenn das Risiko zunimmt, d. h. bei steigenden Kreditrisikoprämien. Ähnlich funktioniert ein CPDO («Constant Proportion Debt Obligation»). Bei diesem Produkt wird ein «AAA»-Rating mit einem für diese Bonitätsklasse ungewöhnlich hohen Coupon von bis zu 200 Basispunkten über dem Libor verbunden; investiert wird in einen CDS-Index. Die verdienten Kreditrisikoprämien sollten in der Lage sein, das Ausfallrisiko mehr als nur zu kompensieren. Falls die Risiken steigen und der Marktverlust zunimmt, wird der Hebel erhöht (maximal bis zum Faktor 15); dadurch sollen die Erträge «konstant» gehalten werden. Die Rating-Agenturen sind von der Konstruktion überzeugt und bewerten die Produkte zumeist mit «AAA». Dabei verweisen die Rating-Agenturen auf den «Investment Grade» der Unternehmen in den CDS-Indizes, auf die Überprüfung der Indizes alle sechs Monate sowie auf das aufgehäufte finanzielle «Polster». Kritiker erklären aber, dass CPDO nicht «bombenfest» seien; vor allem dann nicht, wenn besonders zu Beginn der Laufzeit Zahlungsausfälle anfallen oder wenn die Risikoprämien in kurzer Zeit sehr steil ansteigen.

Hinter den Abkürzungen verstecken sich äusserst komplexe Finanzprodukte, deren Risiken - im Kontrast zu den eingängigen Renditeversprechen - wohl nicht immer einfach verständlich sind. So klagte beispielsweise 2006 eine italienische Bank gegen die britische Barclays im Zug einer Bonitätsrückstufung eines CDO. Kleinanleger - sobald sie denn die Gelegenheit bekommen, in solche Instrumente zu investieren - sollten sich deshalb genau über die Vor- und Nachteile des spezifischen Produktes informieren.

**Diesen Artikel finden Sie auf NZZ Online unter:**  
<http://www.nzz.ch/2007/03/05/bm/articleEYLTN.html>