

## IV. Märkte für Anleihen

### 1. Charakteristika festverzinslicher Wertpapiere



#### IV.1 Charakteristika festverzinslicher Wertpapiere

## Charakteristika von Anleihen

<b>Schuldner</b>	Supranationale Emittenten, Regierungen, Banken, Unternehmen, Special Purpose Vehicles
<b>Währung</b>	US-Dollar, Euro und Yen als Hauptwährungen Sonstige Währungen meist bei attraktiven Swapfenstern
<b>Sicherheit</b>	Grundsätzlich unbesichert, abgesehen Garantien der Mütter Pfandbriefe, Asset-Backed Securities als Ausnahme
<b>Ausstattung</b>	Grundsätzlich feste Laufzeit und feste Zinszahlungen Wesentliche Besonderheiten: Zinszahlung (Floating Rate Notes, Null-Kupon-Anleihen) Derivative Elemente (Wandel- und Optionsanleihen)



#### IV.1 Charakteristika festverzinslicher Wertpapiere

## Beispiel: Klassische Anleihe

Festverzinsliches Wertpapier		Aktuell 01.11.2004
Emittent:	Kreditanstalt für Wiederaufbau	
Betrag:	Euro 5 Milliarden	
Ausgabepreis:	99,819 %	100,55 %
Zinssatz:	3,00 %	
Laufzeit:	16. Sept. bis 15. Nov. 2007	
Rückzahlung:	100 %	
Rendite Emission:	3.063 % (Sept. 2004)	2,8074 %
Spread Bund:		16 Basispunkte

---

---

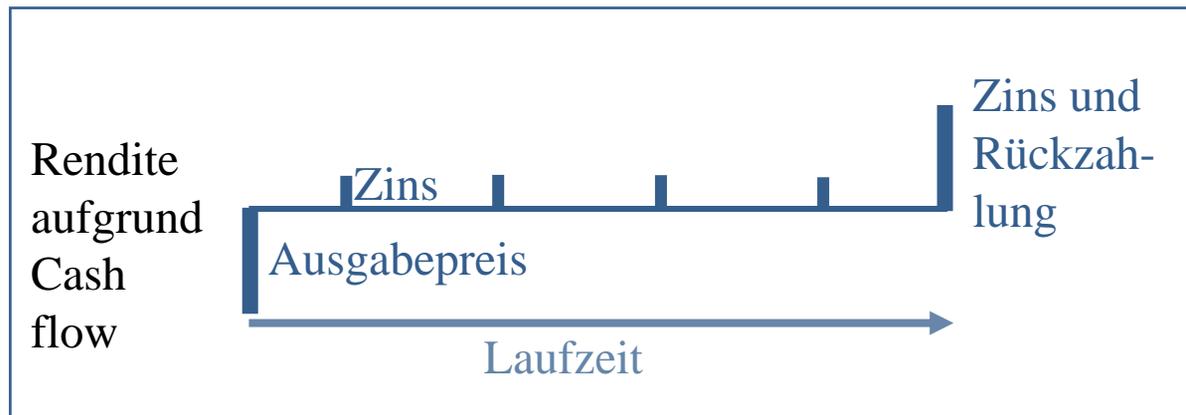
# Elemente einer Anleihe aus Sicht der Risiken



## Preisrisiko: Währung

- Zinsdifferenzen zwischen zwei Währungen entsprechend den erwarteten Wechselkursveränderungen (Zinsparitatentheorem)
  - Nachfrage der Anleger nach Anleihen in hoherverzinslichen Währungen aus Renditegesichtspunkten
  - Neutralisierung des Emittentenrisikos durch Währungsswaps, Devisentermingeschäfte, Devisenoptionen
-

## Preisrisiko: Rendite



- Maßgeblicher Ertrag = Rendite
- Ergebnis aus der Zusammensetzung von Ausgabepreis, Zinssatz und Rückzahlung (üblicherweise 100 %) entsprechend Anlegerpräferenzen

## Nullkuponanleihe („Zerobond“)

### Kennzeichen

- Keine laufenden Zinszahlungen
- Zinsen bei Emission von Rückzahlung abdiskontiert; Preis unter 100 %
- Variante: Kapitalzuwachsanleihe; Emissionspreis 100 %

### Beurteilung

- Kein Wiederanlagerisiko
- Bonität konzentriert sich auf die Fälligkeit (Kapital und Zinsen)
- Hohe Hebelwirkung (positiv bzw. negativ)

### Anlageüberlegung

- Bei erwartetem Zinsrückgang Kauf von Anleihen mit langer Laufzeit



## Variabel verzinsliche Anleihe („Floater“)

### Kennzeichen

- Zinssatz: Referenzzinssatz zu- bzw. abzüglich Spread
- Referenzzinssatz meist Libor bzw. Euribor
- Varianten: Mindestzins (Floor), Höchstzins (Cap)

### Beurteilung

- Für Schuldner: Trennung Mittelaufbringungs- und Zinsrisiko
- Für Anleger: Geringes Preisrisiko bei unveränderter Bonität

### Anlageüberlegung

- Bei Liquiditätsbedarf während der Laufzeit
- Bei erwartetem Zinsanstieg Kauf von Floating Rate Notes



## IV.1 Charakteristika festverzinslicher Wertpapiere

# Preisrisiko: Laufzeit

- Unterschiedliche Renditen für unterschiedliche Laufzeiten
  - Liquiditätsprämientheorie versus Zinserwartungstheorie
  - Renditestrukturkurve aus Benchmark-Anleihen zweifelsfreier Bonität und Liquidität
  - US-Dollar: U.S. Treasuries versus Swapsätze
- 
-

## IV.1 Charakteristika festverzinslicher Wertpapiere

# Preisrisiko: Sonderrechte

### Staatliche Eingriffe

- Kapitalverkehrskontrollen
- Besteuerung

### Derivate Elemente

- Optionen
  - Futures
  - Swaps
- 
-

## Bonitätsrisiko: Emittent

- Risiko der termingerechten Leistung von Zinsen und Kapital
  - Typischerweise unbesicherte Emissionen, abgesehen Garantien der Mütter
  - Ausnahmen: unter anderem Pfandbriefe, Asset Backed Securities
  - „Risikofreie“ Benchmark-Emissionen als Basis für das Pricing (Spread)
  - Höhere Transparenz zwischen verschiedenen Emittenten durch Rating
    - Emittenten: Standard & Poor's, Moody's, Fitch
    - Länder: Institutional Investor
- 
-

## IV.1 Charakteristika festverzinslicher Wertpapiere

# Ratingstufen

Langfristig	Kurzfristig
AAA	A-1+
AA	A-1
A	A-2
BBB	A-3
Investment-Qualität	
BB, B, CCC, CC	
C	
D	
Spekulative Qualität	

Quelle: Standard & Poor's

---

---

# Liquiditätsrisiko: Handelbarkeit

- Wachsende Zahl institutioneller Investoren
    - mit hohem Anlagebedarf
    - Bedarf, kurzfristig hohe Positionen auf-/abzubauen oder abzusichern
  - Renditeprämie für überdurchschnittlich liquide Titel
  - Natürlicher Liquiditätsvorsprung für Benchmark-Emissionen
  - Tendenz zur Bündelung von Einzelemissionen zu Jumbo- und Globalanleihen
- 
-

#### IV.1 Charakteristika festverzinslicher Wertpapiere

## Differenzierung der Anleihemärkte

Benchmark	Staatsanleihen (Referenzprodukte für Futures und Optionen)
Klassisches Segment	Anleihen von Regierungen, Banken und Unternehmen mit zweifelsfreiem Rating („Investment Grade“)
Spezielle Segmente	High Yield Bonds Asset Backed Securities Equity Linked Bonds (Convertibles)



## IV. Märkte für Anleihen

### 2. Benchmark-Emissionen



## Merkmale einer Benchmark-Emission

Kreditqualität	Höchste Bonität im jeweiligen Markt („risk free“)
Hohe Liquidität	Liquiditätsprämie: hohes Emissionsvolumen und hohe Umsätze im Sekundärmarkt
Enge Geld-Brief-Spanne	Chance auf rasche Kursgewinne durch geringen Abstand zwischen Kauf- und Verkaufskurs
On-the-run-Status	Marktgerechter Kupon, Kurs bei pari, Restlaufzeit nahe Standardlaufzeit
Lieferbarkeit Future	Absicherungs- und Indikatorfunktion von Futures
Status des Emittenten	Kontinuität und Transparenz im Emissionsverhalten
Marktakzeptanz	Benchmark ist, was der Markt als Benchmark sieht

---

---

# Entwicklung der Benchmarks im Euroraum

## Vor Einführung des Euro

- Nationale Staatsanleihe für jeweilige Währung natürliche „Benchmark“
- Renditedifferenzen zwischen nationalen Benchmarks aufgrund von Unterschieden der Währungen, der Bonität und der Liquidität

## Seit Einführung des Euro

- Bundesanleihen als Benchmark für europäische Kapitalmärkte
- Hohe Volumina an den Terminbörsen bei Bund-/Bobl-Futures
- Andere Staaten: Core Sovereigns (AAA) bzw. Peripheral Sovereigns

## „Benchmark“-Emissionen im weiteren Sinn

- Emissionen ausgewählter staatlicher und supranationaler Institutionen
  - Strukturelle Nähe und Surrogat-Charakter zu Staatsanleihen
  - Unternehmensanleihen nur in eingeschränktem Umfang
- 
-

# Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW)

## Aufgaben

- Förderbank der Bundesrepublik Deutschland
- Investitionsfinanzierung für kleine und mittlere Unternehmen, Wohnungswirtschaft, kommunale Infrastruktur und Umweltschutz
- Export- und Projektfinanzierung (u.a. Industrie- und Umwelttechnik, Energie, Telekommunikation, Schiffe, Flugzeuge)
- Förderung der Entwicklungs- und Transformationsländer (u.a. Vorzugskonditionen aus Haushaltsmitteln, Armutsbekämpfung)

## Rechtliche Struktur

- Anstalt öffentlichen Rechts (Anstaltslast)
  - Seit 1998 § 1 KfW-Gesetz: explizite Haftung des Bundes für die Refinanzierung, für Garantien und Verpflichtungen aus Derivaten
  - Konsequenz: AAA-Rating von Moody's und Standard & Poor's
- 
-

## IV.2 Benchmark-Emissionen

# Staatliche Schuldner und KfW im Vergleich

	Euroländer	KfW
Länderrisiko	✓	✓
Eigenkapitalunterlegung (0% Risiko)	✓	✓
Notenbankfähigkeit Art. 18 EZB-Satzung	✓	✓
Hohe Volumina	✓	✓
Elektronischer Handel (EuroMTS/Trade Web)	✓	✓
Futures	✓	
US-Dollar Tranchen: deutsches Staatsrisiko		✓
Höhere Rendite		✓

---

---

#### IV. 2 Benchmark-Emissionen

## KfW Euro-Benchmark-Programm

Strukturierung	Globalanleihen in US-Dollar und Euro
Anzahl Emissionen	Mindestens 2 Anleihen pro Jahr (5 und 10 Jahre)
Volumen	Jeweils mindestens EUR 3 Mrd. bei Emission
Laufzeiten	3, 5, 10 Jahre als Standardlaufzeiten
Sekundärmarkt	Elektronischer Handel auf EuroMTS
Geld-Brief-Spanne	7 Cent bei fünf-, 10 Cent bei zehnjährigen Anleihen
Market Maker	Mitglieder des Emissionskonsortiums

---

---

## IV. Märkte für Anleihen

### 3. High-Yield-Bonds



## Entwicklung des Marktes

- Im engeren Sinne:  
Unternehmensanleihen mit einem Rating unter BB+ (S&P)/Ba (Moody's)
  - Im weiteren Sinne einschließlich Emerging Market Bonds:  
Hochverzinsliche Länderanleihen, insb. aus Osteuropa und Südamerika
  - Gemeinsames Kennzeichen:  
Höhere Rendite aufgrund höherer Ausfallwahrscheinlichkeit
  - Entstehung des Marktes
    - In den USA seit Anfang des 20. Jahrhunderts
    - In Europa seit Mitte der neunziger Jahre
- 
-

## Ursachen für das Marktwachstum

### Alternative Wege der Unternehmensfinanzierung

- Bestreben nach einer effizienten Kapitalallokation
- Kapitalintensive Investitionen mit hohen Anlaufverlusten

### Veränderte Bankenlandschaft

- Selektive Kreditpolitik aufgrund Eigenkapitalrestriktionen
- Vordringen des Investment Banking

### Renditeorientierung der Anleger

- Absinken des Marktzinsniveaus in den vergangenen Jahren
- Vordringen institutioneller Investoren
- Ziel höherer Gesamtrendite mit Risikogewichtung des Portfolios



## IV.3 High-Yield Bonds

# Spreadvergleich



## IV. Märkte für Anleihen

### 4. Emissionstechniken



## Wesentliche Elemente

- Bei internationaler Platzierung: Fremdemission durch kleines Konsortium internationaler Investmentbanken
- Starke Tendenzen zu einer Standardisierung im Hinblick auf
  - Technik der Dokumentation
  - Emissionspreisfindung
- Aufwand für Vorbereitung durch Roadshows und Marketing nach
  - Volumen einer Emission
  - Bekanntheit des Emittenten



#### IV.4 Emissionstechniken

## Beispiel: Zeitplan Anleiheemission

Bis x- 1 Woche	Diskussion Emission und Grundsatzentscheidung
x-1 Woche	Beginn Marketing/Roadshows
x-1 Woche	Beginn Dokumentation (Bedingungen, Verträge, Prospekt)
x	Syndizierung durch offizielle Einladung des Konsortiums
x	Pricing und Launch
x	Free to trade: Beginn des Handels
x+1 Woche	Unterzeichnung Verträge
x+1 Woche	Antrag Börsenzulassung
x+2 Wochen	Valutierung der Emission
x+4 Wochen	Börsenzulassung

x = Tag der Begebung

---

---

# Verfahren zur Preisfestlegung

## Festpreisverfahren (Bought Deal)

- „Fixed Pricing“ durch Übernahme zum Festpreis vom Emittenten
- Sofortige Veräußerung an interessierte Anleger ohne Zeichnung
- Preisrisiko: Fortlaufende Preisanpassung an Marktverhältnisse

## Negotiated Fixed-Price-Reoffer Verfahren

- „Open Pricing“ durch Festlegung eines Spreadbandes zur Benchmark
- Vorplatzierung durch Ansprache potenzieller Investoren
- Begebung durch Festlegung eines bestimmten Spread
- Platzierung bei Investoren; Repartierung bei übersteigender Nachfrage
- Ermittlung der Emissionsrendite (Reoffer Price)
- Verkauf an die Investoren innerhalb eines bestimmten Zeitrahmens
- Free to trade: Beginn des Handels, fortlaufende Preisanpassung

## Formen der Verbriefung

	Geldmarktpapiere	Anleihen
	Commercial Paper Medium Term Note	Bond
Laufzeit	Bis 2 Jahre	Über 5 Jahre
Mindestbetrag	Hoch	Niedrig
Verzinsung	Diskont	Verschieden
Plazierung	Wenige Institutionelle	Breite Anlegerkreise
Börsennotierung	Privatplazierung	Öffentliche Anleihe
Emission	Programm	Einzelemission
Banken	Dealer	Konsortium
Risiko	Best effort	Übernahme

Unterschiede nahezu völlig verwischt

# Standardisierung der Dokumentation

## Elemente der Dokumentation

- |                           |   |
|---------------------------|---|
| ■ Einladungstelex:        | Offizielle Einladung Banken             |
| ■ Übernahmevertrag:       | Detaillierte Regelung der Übernahme     |
| ■ Anleihebedingungen:     | Rechtsverhältnis Emittent/Anleger       |
| ■ Zahlstellenvertrag:     | Abwicklung Zins- und Tilgungsleistungen |
| ■ Informationsmemorandum: | Beschreibung Emittent/Emission          |

## Debt Issuance Programme

- Festlegung aller möglichen Rahmenbedingungen in einem Prospekt
- Neuemissionen als Ziehungen aus dem Programm

## Konsortialvereinbarung

- Verträge gemäß International Primary Markets Association (IPMA)
- 
-

## Tenderverfahren Bundesemissionen

- Tenderverfahren für Bundesanleihen, Teilbeträge von Bundesobligationen, Bundesschatzanweisungen, U-Schätze seit Januar 1998
- Bietergruppe Bundesemissionen aus Kreditinstituten, Wertpapierhandelsunternehmen und -banken
- Mindestplatzierungskraft: 0,05 % der in einem Kalenderjahr zugeteilten und laufzeitabhängig gewichteten Emissionsbeträge
- Erwartung: möglichst regelmäßige und wettbewerbsfähige Bietungen
- Erwägung: Ab 2005 Emissionen über Syndikate für dann neue inflationsgebundene Anleihen und Fremdwährungsanleihen



#### IV.4. Emissionstechniken

## Zeitplan Tenderverfahren Bundesemissionen

	Jahresvorausschau und vierteljährlicher Emissionskalender
x-6 Tage	Ankündigung: Laufzeit, Volumen und zeitlicher Ablauf Tender
x-1 Tag	Ausschreibung mit Kupon, Laufzeit, Zinstermin und Volumen
x 11 Uhr	Ende Gebotsfrist, Zuteilungsentscheidung, Benachrichtigung
x 13 Uhr	Einführung in den Handel an allen deutschen Börsen
x	Beginn der Marktpflege durch die Bundesbank
x+1 Tag	Eintragung der Anleihe in das Bundesschuldenbuch
x+2 Tage	Valutierung durch Belastung Bieter und Gutschrift Emittent

x = Tag der Begebung

---

---

## Direktplatzierung bei Privatanlegern

### Internetplattform COINS

- Direkte Zeichnung für Privatanleger
- Abwicklung der Zeichnung durch beteiligte Banken

### Emissionen der KfW

- Montag: Festlegung der Details einer neuen Emission
- Freitag: Ende der Zeichnungsperiode, Größe der Emission
- Mittwoch folgende Woche: Valutierung Emission Vorwoche (T+3)

### Aspekte aus Sicht Privatanleger

- Bisher: Kauf von umlaufenden Anleihen, Zahlung von Stückzinsen
  - Erwartung: Halten bis zur Endfälligkeit
  - Market Making während der Laufzeit durch Deutsche Bank
- 
-

## IV. Märkte für Anleihen

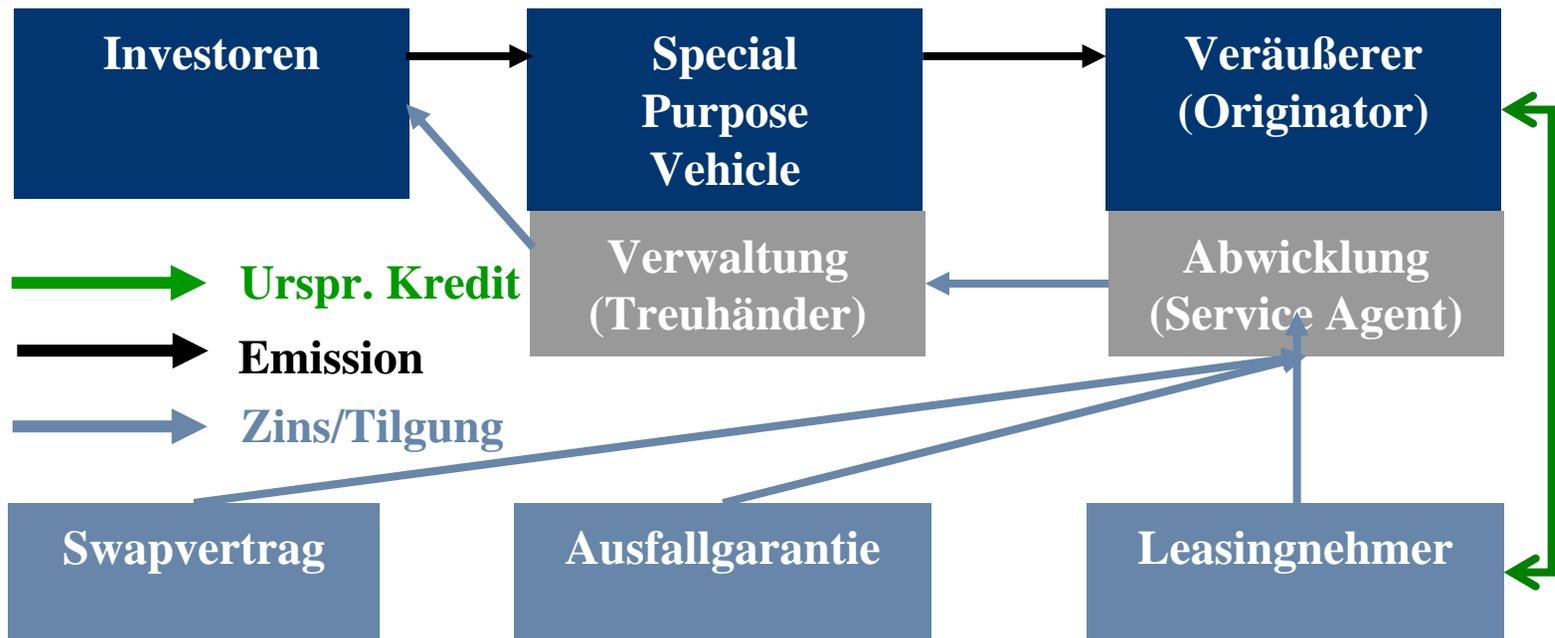
### 5. Asset Backed Securities



# Charakteristika von Asset Backed Securities

- Factoring
    - Ankauf und Verwertung von Forderungen
  - Asset Backed Securities
    - Verbriefung von homogenen Vermögensgegenständen
    - Cash Flows als Basis für Zins- und Tilgungsleistungen
  - Arten der Vermögensgegenstände
    - Bestehende Leasingforderungen (Kfz, Computer, Flugzeuge)
    - Bestehende Kredite (Kreditkarten, Konsumenten)
    - Bestehende Hypothekendarlehen (Mortgage Backed Securities)
    - Unsichere, erwartete Ansprüche (Royalties, Medienrechte, Telefon)
    - True Sale-Initiative Deutschland (Kreditforderungen von Banken)
- 
-

# Struktur einer Emission



## Beispiel: Verbriefung Kfz-Leasingverträge

Leasinginkasso-Schuldverschreibungen	
Emittent:	Volkswagen Car Lease No. 1
Betrag:	DM 500.000.000,00
Ausgabepreis:	100 %
Zinssatz:	1-Monats-Libor + 10 bp
Laufzeit:	Maximal 1999
Rückzahlung:	Je DM 10.000 1/50.000 Anteil

---

---

## Vermögensgegenstände

■ Leasingforderungen

500.000.000 DM

(von VW und Audi-Händlern vermittelte Verträge, max. 36 Monate)

■ Zusätzliche Rechte aus der vorzeitigen Kündigung eines

Leasingsvertrages oder der Rückübertragung von Forderungen

(Versicherungsleistungen, sonstige Verwertungen)

■ Selbstbeteiligungskonto der Emittentin

8.750.000 DM

(1,75 % des Nennbetrages)

■ Ausfallgarantie (10 % durch Zürich Versicherung)

50.000.000 DM



## IV.5 Asset Backed Securities

# Beteiligte

Emittentin:	Volkswagen Car Lease No. 1, Jersey
Anteilseignerin:	Car Finance Trust, Jersey
Inkassostelle:	Volkswagen Leasing GmbH, Braunschweig
Treuhänderin:	KPMG Deutsche Treuhand-Gesellschaft AG
Ausfallgarantie:	„Zürich“ Versicherungs-Gesellschaft
Swappartei:	Deutsche Bank AG
Lead-Manager:	Deutsche Bank AG CS First Boston Effectenbank AG

---

---

## Vorteile von Asset Backed Securities

Veräußerer	Anleger
Risiko	Besicherung
Bilanzstruktur	Bonität
Refinanzierung	Zahlungsströme
Anlegerkreis	Rendite



## True-Sale Initiative Deutschland

- Zielsetzung: Verkauf von Forderungen aus der Bilanz von Banken
- Gründung durch 13 deutsche Banken
- Federführung der KfW
- Komplexe rechtliche Fragen und kartellrechtliche Probleme
- Anwendung deutsches Recht
- Emission durch deutsche Zweckgesellschaft
- Erwartetes Volumen in 2005: 5 bis 10 Mrd. Euro



## Emission Volkswagen Bank 2004

- Erste Emission der Volkswagen Bank
- 98.000 Kredite für Neu- und Gebrauchtwagen der VW-Gruppe
- Zahlungsfrequenz monatlich
- Kupon: 1-Monats-Euribor + Spread (unterschiedlich)

	<b>Tranche A1</b>	<b>Tranche A2</b>	<b>Tranche B</b>
<b>Volumen</b>	503,8 Mio. Euro	503,8 Mio. Euro	34,7 Mio. Euro
<b>Rang/Rating</b>	Vorrang/Aaa	Vorrang/Aaa	Nachrang/A1
<b>Credit Enhanc.</b>	9,90 %	9,90 %	6,75 %
<b>Erwartet/rechtl.</b>	2006/2010	2008/2010	2007/2010
<b>Durchschnitt</b>	0,83 Jahre	2,55 Jahre	1,95 Jahre

---

---