

Frank Hagenstein
Alexander Mertz / Jan Seifert

Aktives Management von Corporate- Bond-Portfolios und Kreditrisiken





Sehr geehrte Leserin, sehr geehrter Leser,
vielen Dank, dass Sie dieses E-Book erworben haben. Damit Sie
das Produkt optimal nutzen können, möchten wir Sie gerne auf
folgende Navigationsmöglichkeiten hinweisen:

Die Verlinkungen im Text ermöglichen Ihnen eine schnelle und
komfortable Handhabung des E-Books. Um eine gewünschte
Textstelle aufzurufen, stehen Ihnen im Inhaltsverzeichnis und
im Register als Link gekennzeichnete Kapitelüberschriften bzw.
Seitenangaben zur Verfügung.

Zudem können Sie über das Adobe-Digital-Editions-Menü
»Inhaltsverzeichnis« die verlinkten Überschriften direkt
ansteuern.

Erfolgreiches Arbeiten wünscht Ihnen
der Schäffer-Poeschel Verlag

Frank Hagenstein/Alexander Mertz/Jan Seifert

Aktives Management von Corporate-Bond-Portfolios und Kreditrisiken

2006

Schäffer-Poeschel Verlag Stuttgart

Frank Hagenstein ist Abteilungsleiter Corporate Bonds bei Union Investment Privatfonds GmbH in Frankfurt; Alexander Mertz ist Teamleiter Financials (Corporate Bonds) bei Union Investment Privatfonds GmbH in Frankfurt; Jan Seifert ist Senior Corporate Bond Manager bei Union Investment Privatfonds GmbH in Frankfurt.

Bibliografische Information Der Deutschen Bibliothek

Die Deutsche Bibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über <<http://dnb.ddb.de>> abrufbar

e-book ISBN: 978-3-7992-6158-6

Die Originalausgabe in englischer Sprache erschien 2004 unter dem Titel »Investing in Corporate Bonds and Credit Risk« bei Palgrave Macmillan, einem Unternehmen der Macmillan Publishers Limited. Diese Ausgabe wurde mit der Genehmigung von Palgrave Macmillan übersetzt und veröffentlicht. Frank Hagenstein, Alexander Mertz und Jan Seifert haben die Übersetzung angefertigt und zugestimmt, als Autoren genannt zu werden.

- © der Originalausgabe »Investing in Corporate Bonds and Credit Risk«:
Frank Hagenstein, Alexander Mertz und Jan Seifert 2004
- © der deutschen Übersetzung 2006 Schäffer-Poeschel
Verlag für Wirtschaft • Steuern • Recht GmbH

Die Originalausgabe und die deutsche Übersetzung einschließlich aller Teile sind urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung außerhalb der engen Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung des Verlages unzulässig und strafbar. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Systemen.

Dieses Werk einschließlich aller seiner Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung außerhalb der engen Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung des Verlages unzulässig und strafbar. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Systemen.

© 2010 Schäffer-Poeschel Verlag für Wirtschaft · Steuern · Recht GmbH
www.schaeffer-poeschel.de
info@schaeffer-poeschel.de

Einbandgestaltung: Willy Löffelhardt
Satz: Johanna Boy, Brennborg

Schäffer-Poeschel Verlag Stuttgart
Ein Tochterunternehmen der Verlagsgruppe Handelsblatt

Geleitwort

Die erfolgreiche Investition in Kreditrisiken stellt eine beträchtliche Herausforderung dar. In den vergangenen Jahren ist dieses Anlagensegment sehr stark gewachsen. Auch die Bandbreite an derivativen Instrumenten und Modellierungstechniken, die das moderne Portfoliomanagement unterstützen sollen, hat stark zugenommen. Doch das tägliche Portfoliomanagement bleibt wegen unerwarteter Leveraged-Buy-Outs, der Tatsache, dass langfristig gültige Beziehungen durch ein bestimmtes Investorenverhalten dauerhaft außer Kraft gesetzt werden können und wegen der temporären Illiquidität der Anlageklasse weiterhin eine große Herausforderung. Dementsprechend scheint ein Großteil der Literatur über das Management von Kreditportfolios zu akademisch, um in der Praxis umgesetzt zu werden.

In diesem Buch verbinden Hagenstein, Mertz und Seifert die besten Ideen eines praxisorientierten Managements und der Theorie miteinander. Aufbauend auf ihren langjährigen Erfahrungen als Manager von High-Grade- und High-Yield-Corporate Bond-Portfolios bieten sie mit diesem Buch einen mit vielen Beispielen versehenen Leitfaden zur erfolgreichen Steuerung von Portfolios. Zudem wird ein Einblick in die Funktionsweise derivativer Kreditinstrumente wie Credit-Default-Swaps und CDOs gegeben, die mittlerweile bei den Marktteilnehmern eine große Bedeutung erlangt haben.

Ich habe bisher kein vergleichbares Werk gesehen, das einen derart umfassenden Überblick über die Strategien für ein erfolgreiches Investieren in Unternehmensanleihen gibt.

Matt King
Director, Head of European Quantitative Credit Strategy
Citigroup Global Markets Limited

Vorwort

Die strategische Asset-Allocation für Corporate Bonds sowie der Einsatz von quantitativen Modellen gewinnt immer mehr an Bedeutung, denn die vergangenen Jahre waren von volatilen, aber auch innovativen Kreditmärkten geprägt. Kreditderivate und strukturierte Kreditprodukte leisten sowohl zur Positionierung als auch zur Absicherung von Kreditrisiken einen wichtigen Beitrag.

Aus unserer Sicht wird die Herausforderung im modernen Portfoliomanagement für Unternehmensanleihen darin bestehen, Top-down- und Bottom-up-Elemente miteinander zu kombinieren. Ein innovatives und adaptives Risikomanagement kann maßgeblich den Grundstein für eine erfolgreiche, risikoadjustierte Performance legen. Im vorliegenden Buch zeigen wir deshalb einen strukturierten Investmentprozess für Corporate-Bond-Portfolios auf, der die strategische und taktische Asset-Allocation mit der traditionellen Kreditanalyse verbindet. Dieser strukturierte Investmentprozess soll Anleger dabei unterstützen, mit ihren Kreditportfolios über mittel- bis langfristige Zeiträume systematisch eine gute risikoadjustierte Wertentwicklung zu erwirtschaften.

Wir bedanken uns für die Unterstützung von Thomas Bossert, Marc Hellingrath und Alexander Ohl, unseren Kollegen von Union Investment. Außerdem gilt unser Dank Viktor Hjort, Credit Strategist bei Morgan Stanley, für seine Anmerkungen zu Kapitel sieben und Matt King, Head of European Quantitative Credit Strategy bei Citigroup, für seine hilfreichen Kommentare und das Geleitwort.

Frankfurt am Main, Dezember 2005

Frank Hagenstein
Alexander Mertz
Jan Seifert

Inhaltsverzeichnis

Geleitwort	V
Vorwort.....	VII
Kapitel 1: Einführung	1
1.1 Entwicklung des europäischen Corporate-Bond-Marktes	2
1.2 Gliederung des Buches.....	3
1.3 Rahmenbedingungen für das Management von Kreditportfolios	5
Kapitel 2: Investmentprozess.....	7
2.1 Grundstruktur des Investmentprozesses für Kreditportfolios	8
2.2 Diversifikation der Ertragsquellen	10
2.3 Quantitative Analysen.....	15
2.3.1 Strukturelle Modelle.....	15
2.3.2 Reduzierte Modelle.....	20
2.3.3 Faktormodelle	22
2.3.4 Fazit	22
Kapitel 3: Strategische Asset-Allocation	25
3.1 Struktur der Top-down-Analyse	26
3.2 Makroökonomisches Umfeld.....	27
3.2.1 Gesamtwirtschaftliche Indikatoren.....	28
3.2.1.1 Wirtschaftsaktivität	28
3.2.1.2 Zinsen	30
3.2.1.3 Zentralbankpolitik	32
3.2.1.4 Beschäftigung	34
3.2.2 Unternehmenssektor	35
3.2.2.1 Finanzwirtschaftlicher Leverage	35
3.2.2.1.1 Verschuldungsgrad	35
3.2.2.1.2 Zinsdeckungsgrad	38
3.2.2.2 Operativer Leverage	40
3.2.3 Kreditzyklus.....	43
3.3 Bewertung	48
3.3.1 Makroökonomische Modelle für Corporate-Bond-Spreads.....	48
3.3.2 Aktienkursentwicklung und -volatilität.....	54
3.3.3 Risikoprämien.....	58
3.4 Technisches Marktumfeld.....	60
3.4.1 Marktstruktur	60
3.4.2 Risikoappetit	62
3.4.3 Emissionstätigkeit.....	64
3.4.4 Mittelflüsse	66

Kapitel 4: Taktische Asset-Allocation	69
4.1 Einführung	70
4.2 Gewichtung der Risikoklassen	71
4.2.1 Ratingklassen	72
4.2.2 Nachrangige Anleihen	73
4.2.3 Zyklische versus nicht zyklische Branchen	75
4.3 Branchenallokation	78
4.3.1 Branchenanalyse	78
4.3.1.1 Industriebetriebszyklus	79
4.3.1.2 Makroökonomisches Umfeld	80
4.3.1.3 Sonstige Risikofaktoren	87
4.3.2 Relative Value	90
4.4 Positionierung auf der Kreditkurve	93
4.4.1 Makroökonomische Einflussfaktoren für die Kreditkurve	93
4.4.2 Spot- und Forward-Kreditkurven	97
4.4.3 Positionierung auf der Kreditkurve	99
4.4.3.1 Relative-Value-Trades auf der Kreditkurve (ein Emittent)	99
4.4.3.2 Relative-Value-Trades auf der Kreditkurve (zwei Emittenten)	100
4.4.4 Kombination von Branchenallokation und Positionierung auf der Kreditkurve	101
Kapitel 5: Kreditanalyse und Einzeltitelauswahl	105
5.1 Einführung	106
5.2 Industrieunternehmen	107
5.2.1 Geschäftsrisiko	107
5.2.1.1 Wettbewerbsumfeld	108
5.2.1.2 SWOT-Analyse	110
5.2.1.3 Geschäftsplan des Managements	111
5.2.2 Finanzrisiko	112
5.2.2.1 Gewinn- und Verlustrechnung	113
5.2.2.2 Bilanzanalyse	114
5.2.2.3 Kapitalflussrechnung	116
5.2.2.4 Finanzkennzahlen	119
5.2.2.5 Liquiditätslage	122
5.2.3 Strategierisiko	128
5.2.3.1 Kapitalstruktur	130
5.2.3.2 Ereignisrisiken	139
5.2.4 Einzeltitelauswahl	141
5.2.4.1 Anleihebestimmungen	141
5.2.4.2 Relative Value	144
5.2.5 Portfoliokonstruktion	150
5.3 Banken	152
5.3.1 Einführung	152

5.3.2	Regulierung im Bankensektor.....	152
5.3.2.1	Basel I	152
5.3.2.2	Einführung in Basel II.....	156
5.3.2.3	Auswirkungen von Basel II	158
5.3.3	Bankanleihen	160
5.3.3.1	Charakteristika der verschiedenen Instrumente	160
5.3.3.2	Chancen und Risiken von Bankanleihen	164
5.3.3.3	Subordinationsprämien	170
5.3.3.4	Relative Value bei Bankkapital.....	174
Kapitel 6: High Yield	177
6.1	Einführung.....	178
6.2	Marktüberblick.....	178
6.2.1	Korrelation zwischen Ratings und Assetklassen	181
6.2.2	Ratingzyklus	182
6.3	Treiber des High-Yield-Marktes	185
6.3.1	Wirtschaftswachstum	185
6.3.2	Fundamentale Indikatoren	190
6.3.3	Einfluss des Aktienmarktes	200
6.4	Relative Value.....	202
6.4.1	Risikomanagement in High Yield.....	209
Kapitel 7: Kreditderivate	213
7.1	Einleitung.....	214
7.2	Credit-Default-Swaps.....	214
7.2.1	Definition und Erläuterungen.....	214
7.2.2	CDS-Basis	216
7.2.3	Einflussfaktoren der Basis.....	217
7.2.4	Relative-Value-Trades unter Verwendung von CDS.....	219
7.3	Collateralized-Debt-Obligations	223
7.3.1	Definition eines CDOs.....	223
7.3.2	Cash-CDOs	224
7.3.3	Synthetische CDOs.....	225
7.3.3.1	Synthetische CDOs auf liquide Indizes	227
7.3.3.2	Gemanagte versus statische, synthetische Pools	227
7.3.3.3	Portfolios von Unternehmensanleihen vs. synthetische CDOs	228
7.3.3.4	Preisbestimmung und Sensitivitäten synthetischer CDOs ..	229
7.3.3.5	Korrelationen.....	232
7.3.3.6	Senior- und Mezzanine-Tranchen synthetischer CDOs ...	235
7.3.3.7	CDO-Equity	240
7.3.3.8	Turbulenzen um GM und Ford	241

Kapitel 8: Kreditindizes	245
8.1 Kriterien zur Indexauswahl	246
8.2 Exchange-Traded-Funds	249
8.3 CDS-Indexkontrakte	251
8.4 Portfolio-Drift und Rebalancing	252
Kapitel 9: Die Rolle von Ratings	255
9.1 Verringerung der Informationsasymmetrie	256
9.2 Konjunkturverlauf und Ratings	260
9.3 Beziehung zwischen Ratings und Credit-Spreads	262
9.4 Perspektive von Buy-and-hold-Investoren	265
9.5 Perspektive eines aktiven Managers	269
9.6 Ratings und Risikomanagement	271
Kapitel 10: Portfoliokonstruktion	273
10.1 Einführung	274
10.2 Statistische Eigenschaften von Anleiherenditen	276
10.3 Portfoliooptimierung	278
10.4 Illiquidität und Portfoliokonstruktion	283
10.5 Out-of-sample-Performance der optimierten Portfolios	286
10.6 Corporate Bonds als Langfristanlage	290
Kapitel 11: Total- und Absolute-Return-Strategien mit Unternehmensanleihen	293
11.1 Einführung	294
11.2 Chancen von Fremdwährungsinvestments	294
11.3 Asymmetrisches Risikomanagement für Corporate-Bond-Portfolios	298
Kapitel 12: Risikomanagement	311
12.1 Struktur des Risikomanagements	312
12.2 Management von systematischen Risiken in Kreditportfolios	313
12.3 Steuerung nicht systematischer Risiken	315
12.4 Modellierung von Ausfallrisiken in Kreditportfolios	320
Literaturverzeichnis	327
Stichwortverzeichnis	333

Kapitel 1: Einführung

- 1.1 Entwicklung des europäischen Corporate-Bond-Marktes
- 1.2 Gliederung des Buches
- 1.3 Rahmenbedingungen für das Management von Kreditportfolios

1.1 Entwicklung des europäischen Corporate-Bond-Marktes

In den vergangenen zehn Jahren haben sich die Kapitalmärkte grundlegend verändert. Die Aktienhausse in der zweiten Hälfte der 1990er-Jahre, die bei den Privatanlegern einen wahren Aktienboom auslöste, wurde von den Unternehmen überwiegend über Fremdkapital finanziert. Das Kapital für Maßnahmen wie die Einführung neuer Technologien, Fusionen, Übernahmen und Aktienrückkaufprogramme, die letztendlich alle das Gewinnwachstum und den Shareholder-Value steigern sollten, wurde zu einem erheblichen Teil durch die Emission von Corporate Bonds beschafft. In der Folge vervierfachte sich die Marktkapitalisierung des europäischen Corporate-Bond-Marktes zwischen Ende 1996 und April 2003.

Nachdem die Aktienblase geplatzt war, schauten sich die Anleger nach Alternativen um. Mit ihrem Renditeaufschlag gegenüber Staatsanleihen schienen Corporate Bonds als neue Anlageklasse im Niedrigzinsumfeld zu Beginn des neuen Jahrtausends ein attraktives Investment. Doch die Übertreibungen am Aktienmarkt wirkten noch nach. Das Zusammentreffen des Platzens der Aktienblase und der durch die massiven Überinvestitionen des Unternehmenssektors verursachten US-Rezession 2001 führte zu außergewöhnlich hohen Ausfallraten. Bilanzunregelmäßigkeiten und Betrugsfälle wie beispielsweise bei Enron, Worldcom und Ahold trieben die Volatilität am Corporate-Bond-Markt nach oben. Eine gründliche Kreditanalyse und ausreichende Diversifikation waren in diesem Marktumfeld der Schlüssel für die erfolgreiche Anlage in Corporate Bonds.

Aufgrund der hohen Ausfallraten und Volatilität stieg die Nachfrage nach Instrumenten zur Absicherung von Kreditrisiken stetig an. Diesem Bedürfnis trug die Entwicklung des Marktes für Kreditderivate Rechnung. Indem sie die beiden Formen der Fremdfinanzierung der Unternehmen, nämlich die Kreditaufnahme bei einer Bank und die Emission von Corporate Bonds, miteinander verbinden, fördern Kreditderivate die Effizienz der Unternehmensfinanzierung. Credit-Default-Swaps (CDS) erlauben es, Kreditrisiken in isolierter Form zu bewerten und zu handeln. Durch sie ist es möglich geworden, Short-Positionen an den Kreditmärkten einzugehen. Dies geschieht, wenn durch den Kauf von CDS Absicherung auf einen Emittenten erworben wird, obwohl weder durch die Vergabe eines Bankkredits noch das Halten von Corporate Bonds des entsprechenden Unternehmens ein Kreditrisiko besteht.

Der Erfolg strukturierter Kreditprodukte wie Collateralised-Debt-Obligations (CDOs) basiert auch auf der Popularität von Kreditderivaten. Oft dienen CDS als Underlying für CDOs. Die Bewertung synthetischer Kreditderivate erfordert nicht nur die Analyse der Finanzkraft der Unternehmen im Portfolio, sondern auch ein tiefes Verständnis für die Korrelationen von Zahlungsausfällen (Default-Correlations) verschiedener Unternehmen. Wegen ihrer geringen Korrelation mit anderen Anlageklassen gelten CDOs gerade unter institutionellen Investoren als attraktive Anlageklasse.

Das zunehmende Volumen und die bessere Liquidität der Corporate-Bond-Märkte haben neue Anlegergruppen angezogen. Hedge-Fonds und Spekulanten versuchen, Arbitrage-Möglichkeiten zwischen den verschiedenen handelbaren Instrumenten eines Emittenten zu identifizieren und auszunutzen. Fehlbewertungen werden deshalb immer seltener und halten nicht mehr so lange an wie in der Vergangenheit. Diese Marktentwicklung erfordert ein gutes Verständnis der fundamentalen und

Active bond management contrasts with passive bond management strategies which make no attempt to enhance performance by capitalizing on these expectations. Rather, the objective of passive strategies is to design a portfolio that will achieve the performance of a predetermined benchmark. Using this method, a manager can hold portfolio duration constant and select bonds that provide superior performance for an expected change in one point on the yield curve. Changes in yield spreads across/between sectors. The bond market can be segregated into different sectors such as type (corporate, treasury, or mortgage backed), quality (treasury, government agency, AAA, AA, A, BBB, below investment grade), or call feature (callable or non-callable). Dividing bonds into three categories—core bonds, international bonds and aggressive income bonds—can be a good start toward building a diversified fixed income portfolio. The global bond market surpasses the global stock market in terms of both size and complexity. This can pose a challenge to investors looking to build a portfolio of bonds or bond funds. In a market teeming with investment possibilities, what's the best way to build a bond portfolio that can provide stability and income and is also diversified enough to help manage credit and interest rate risk? The short answer is to think a Start by marking "Aktives Management Von Corporate-Bond-Portfolios Und Kreditrisiken" as Want to Read: Want to Read saving! Want to Read. Werkzeug fr den Corporate-Bond-Investor. Wohin weisen die neuesten Entwicklungen und Strategien fr das Management von Kreditrisiken? Anhand eines durchgngigen Investmentprozesses werden qualitative und quantitative Anstze, Derivate und strukturierte Kreditprodukte beleuchtet. Ein besonderes Augenmerk gilt der Diversifikation von Corporate-Bond-Portfolios als Teil eines Werkzeug fr den Corporate-Bond-Investor. Wohin weisen die neuesten Entwicklungen und Strategien fr das Management von Kreditrisiken?