

PETER THILO HASLER

**ALLES, WAS SIE ÜBER
ANLEIHEN
WISSEN MÜSSEN**

Attraktive Renditen erzielen
und Risiken perfekt managen

FBV

PETER THILO HASLER

**ALLES, WAS SIE ÜBER
ANLEIHEN
WISSEN MÜSSEN**

Attraktive Renditen erzielen
und Risiken perfekt managen

FBV

Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie. Detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über <http://dnb.d-nb.de> abrufbar.

Für Fragen und Anregungen

info@finanzbuchverlag.de

1. Auflage 2020

© 2020 by FinanzBuch Verlag, ein Imprint der Münchner Verlagsgruppe GmbH,
Nymphenburger Straße 86
D-80636 München
Tel.: 089 651285-0
Fax: 089 652096

Alle Rechte, insbesondere das Recht der Vervielfältigung und Verbreitung sowie der Übersetzung, vorbehalten. Kein Teil des Werkes darf in irgendeiner Form (durch Fotokopie, Mikrofilm oder ein anderes Verfahren) ohne schriftliche Genehmigung des Verlages reproduziert oder unter Verwendung elektronischer Systeme gespeichert, verarbeitet, vervielfältigt oder verbreitet werden.

Haftungsausschluss: Investieren bedeutet Risiken zu übernehmen. Wertpapieranlagen sind mit Verlustrisiken verbunden. Anleihen sind hiervon keine Ausnahme. Der Autor übernimmt keine Haftung für Schäden, die sich aus der Umsetzung der in diesem Buch getroffenen Verhaltensvorschläge ergeben. Keinesfalls ist das Buch als Anlageempfehlung im Sinne des Wertpapierhandelsgesetzes zu verstehen. Der Autor steht in keinem Verhältnis zu den im Buch erwähnten Anlageprodukten und zieht keine finanziellen Vorteile aus dem Verkauf dieser Produkte.

Redaktion: Ulrich Wille
Korrekturat: Hella Neukötter
Umschlaggestaltung: Karina Braun
Satz: Bernadette Grohmann, Röser MEDIA GmbH
Druck: CPI books GmbH, Leck
eBook: ePubMATIC.com

ISBN Print 978-3-95972-344-2

ISBN E-Book (PDF) 978-3-96092-630-6

ISBN E-Book (EPUB, Mobi) 978-3-96092-631-3

Weitere Informationen zum Verlag finden Sie unter

www.finanzbuchverlag.de

Beachten Sie auch unsere weiteren Verlage unter www.m-vg.de

Inhalt

Vorwort und Danksagung

1. Anleihen gehören in jedes Depot

2. Welche Arten von Anleihen gibt es?

Festverzinsliche Anleihen

Variabel verzinsliche Anleihen

Nullcouponanleihen

Tilgungs-, Annuitäten- und Verlosungsanleihen

Optionsanleihen

Umtauschanleihen

Going-Public-Anleihen

Hybridanleihen

Schuldscheindarlehen

Gewinnschuldverschreibungen

Aktienanleihen und Discountzertifikate

3. Emittenten von Anleihen

Staatsanleihen und Kommunalobligationen

High-Grade- und High-Yield-Unternehmensanleihen

Mittelstandsanleihen: Anleihen der kleinen und mittleren Unternehmen

Bankanleihen: Wenn Fremdkapital reguliert wird

Anleihen ausländischer Emittenten: Wo die Währung eine Rolle spielt

Pfandbriefe: Sicherheit mit doppeltem Boden

Fananleihen von Fußballunternehmen: Eher was für Fans

4. Die wichtigsten Ausstattungsmerkmale von Anleihen

Anleihebedingungen: Über die Rechte des Gläubigers

Das Rating: Gemeinsame Marktsprache für die Einschätzung einer Anleihe

Die Bedeutung von Covenants

Wie sicher sind Besicherungsmaßnahmen?

Das Gegenteil der Besicherung: Der Nachrang

Die unterschiedlichen Kurse einer Anleihe

Von welchen Zinsen reden wir eigentlich?

Was hat die Laufzeit mit der Verzinsung zu tun?

5. Risiken von Anleihen

Ausfallrisiken: Der Default des Emittenten

Bonitätsrisiken: Wenn sich das Rating verschlechtert

Zinsänderungsrisiken oder: Das Zusammenspiel von Marktzins und Kurs

Die Liquidität der Anleihe: Manchmal ist die Fungibilität doch ein relevanter Faktor

Sicherungsrisiken: Fallschirm für den Notfall

Wiederanlagerisiken: Warum der Effektivzins irrelevant ist

Währungsrisiken: Wenn man Wechselkurse berücksichtigen muss

Kündigungsrisiken: Von Calls und Puts

Weitere Möglichkeiten der Tilgung

6. Überblick über die Börsenplätze

Der OTC-Handel

Der unregulierte Freiverkehr

Börsensegmente für Mittelstandsanleihen

Der regulierte Markt

7. Kauf und Zeichnung von Anleihen

Der Weg zum Depot

Der Weg des Emittenten an die Börse

Die Aufgabe des Bankenkonsortiums und der Berater während der Emission

Weitere Informationsplattformen für Anleger

8. Erste Einblicke in den Emittenten

Die Nachhaltigkeit des Geschäftsmodells

Unbedingt den Wertpapierprospekt lesen

Vom Nutzen des Anleihe-Research

Jahresabschlussanalyse leicht gemacht

Management, IR-Arbeit und Corporate Governance

Und was machen wir mit all dem Geld?

Defizite der Unternehmenskommunikation

9. Kennzahlenanalyse nicht nur für Profis

DVFA-Kennzahlen Entry Level – die Pflicht

DVFA-Kennzahlen Prime Level – die Kür

Weiterführende Kennzahlen

10. Die 20 Regeln des Value Investings für Anleihen

Regel Nummer 1: Unbedingt den Default vermeiden

Regel Nummer 2: Die Dokumentation lesen

Regel Nummer 3: Den Unterschied zwischen Aktien und Anleihen verstehen

Regel Nummer 4: Nicht nur auf den Coupon schießen

Regel Nummer 5: Kaufe nur, was du verstehst!

Regel Nummer 6: Warum Langeweile das bessere Geschäftsmodell für Anleihen ist

Regel Nummer 7: Diversifizieren, aber richtig!

Regel Nummer 8: Kursziele setzen

Regel Nummer 9: Einfach mal nichts tun

Regel Nummer 10: Warum Größe doch wichtig ist

Regel Nummer 11: Währungen lassen sich nicht vorhersagen

Regel Nummer 12: Der gefährlichste Satz der Finanzgeschichte

Regel Nummer 13: Vertraue nicht den Tipps von Fremden ...

Regel Nummer 14: Was uns das Rating wirklich lehrt

Regel Nummer 15: Vorsicht vor Modethemen

Regel Nummer 16: Die Aufstockung einer Anleihe – Kauf- oder Verkaufsgelegenheit?

Regel Nummer 17: Warum wird eigentlich die Anleihe begeben?

Regel Nummer 18: Zeichnen macht Sinn

Regel Nummer 19: Unter pari ist besser als über pari

Regel Nummer 20: An Kursgewinnen ist noch keiner gestorben

Fazit

Literaturhinweise

Über den Autor

Anmerkungen

Vorwort und Danksagung

Das 2014 im FinanzBuch Verlag erschienene Buch *Unternehmensanleihen - simplified: Hohe Rendite und Risiko perfekt im Griff* erscheint nach sechs Jahren in stark erweiterter und gründlich überarbeiteter Form und unter neuem Titel. Wenn sich auch an der ursprünglichen Zielsetzung nichts geändert hat, das Umfeld der Anleihemärkte ist heute - insbesondere auf dem Gebiet der Mittelstandsanleihen - ein anderes. Diese Veränderungen möchte ich in dieser neuen Auflage aufnehmen. Zusätzlich motivierend für die Neuauflage war das positive Feedback, das ich nach dem Erscheinen des ersten Buches erhalten habe. Besonders hat es mich gefreut, wenn Anleger die Praxistipps ausprobiert haben und damit systematisch ihren Anlageerfolg verbessern konnten.

Das Grundgerüst des Buches ist unverändert geblieben. Bei der Vorbereitung ging es deshalb - neben der Beseitigung kleiner Fehler und Unklarheiten - primär um Aktualisierungen und Verbesserungen in der Darstellung der komplexen Zusammenhänge, beispielsweise durch eine Überarbeitung der angegebenen Praxisbeispiele. Einige Abbildungen wurden überarbeitet, einige Formeln kamen hinzu. Eine Orientierungshilfe bot mir dabei die konstruktive Kritik aus zahlreichen Anregungen, die - soweit sie nicht in gegenläufige Richtungen wies - nach sorgfältiger Prüfung weitgehend umgesetzt wurde.

Das Buch richtet sich an alle Anleger, die im Rahmen ihrer Weiterbildung, aber auch in der langfristigen Kapitalanlage, mit Anleihen zu tun haben.

Abschließend möchte ich das Vorwort dazu nutzen, all denen zu danken, die einen direkten und indirekten Beitrag zum Gelingen des Buches geleistet haben. Zunächst geht mein Dank an all die Vermögensverwalter und Fondsmanager, von deren praktischem Wissen ich bei der Erstellung dieses Buches profitieren konnte. Ohne sie für das Endergebnis verantwortlich machen zu wollen, danke ich für alle Fachgespräche, Vorschläge und Hinweise insbesondere René Assion von der Reuss Private Deutschland AG, Markus Lemkis von der KJL Capital GmbH, Dr. Jochen Felsenheimer von der Xaia Investment GmbH, Roger Peeters von der pfp Advisory GmbH und Ernst G. Wittmann von der Panaceus GmbH.

Ferner danke ich allen Korrekturlesern für ihre unschätzbaren Dienste. Hervorheben möchte ich schließlich auch die angenehme Zusammenarbeit mit Georg Hodolitsch vom FinanzBuch Verlag, dessen Motivation die Erstellung dieses Buches zu einem kurzweiligen Prozess gemacht hat.

Schließlich möchte ich meine Dankbarkeit gegenüber meiner Frau Susanne für ihren Zuspruch und ihre Unterstützung aussprechen.

München, im Juni 2020

Peter Thilo Hasler

1.

Anleihen gehören in jedes Depot

*»Es gibt tausend Möglichkeiten, sein Geld auszugeben,
aber nur zwei, es zu erwerben: Entweder wir arbeiten für Geld
– oder das Geld arbeitet für uns.«*

Bernard Mannes Baruch (1870–1965), US-amerikanischer
Investor und Präsidentenberater

Bei der Anlage ihres Vermögens sind die Menschen in Deutschland einfach gestrickt. Ihre Strategie ist die eines sicherheitsmaximierenden Sparers. Vermögen wird bei Banken (meist in Form niedrig verzinslicher kurzfristiger Einlagen) und bei Versicherungen (meist in Form von Kapitallebensversicherungen) angelegt. Der Anlagestil ist meistens streng defensiv: Mit Aktien konnten sich die Anleger hierzulande nie richtig anfreunden. Befeuert von gebetsmühlenartig wiederholten Beteuerungen (auch der politischen Entscheidungsträger), haben die deutschen Kapitalanleger und Kapitalanlegerinnen sogar ein unbestimmtes Gefühl der Angst vor den Unwägbarkeiten der Börse. Gleichzeitig sind die Kenntnisse über die Möglichkeiten der Kapitalanlage begrenzt – und zwar unabhängig vom Ausbildungsstand: Den Zahnarzt, der sein Vermögen in geschlossenen Schiffsfonds oder überbewerteten Ostimmobilien wegen einer windigen Beratung verzockt – es

gibt ihn wirklich! Nicht nur für ihn hat Geldanlage häufig mehr mit Spekulation zu tun als mit einer seriösen, langfristigen Spar- und Anlagestrategie.

Einen kräftigen Beitrag zu dieser Grundhaltung hat über die vergangenen Jahrzehnte die Finanzindustrie geleistet, der es hierzulande immer noch nicht gelungen ist, ein stimmiges Anlagekonzept für den Privatanleger zu entwickeln, mit dem dieser sein Vermögen managen kann. In den vergangenen Jahrzehnten hat sich der Wertpaperservice klassischer Geschäftsbanken sogar zurückentwickelt: Unter dem Deckmantel der Finanzmarktregulierung werden die Bedürfnisse von Millionen von Menschen, die sich im Rahmen ihrer Existenz- und Alterssicherung mit ihrer Zukunft befassen wollen, kurzerhand ignoriert. Kein Wunder, dass die meisten Kundenbetreuer schon mit der Auswahl des Finanzprodukts überfordert sind. Noch nicht einmal die grundlegende Entscheidung, ob eine Aktie oder eine Anleihe die sinnvollere Geldanlage wäre, kann von vielen Bankexperten eindeutig beantwortet werden: Wenn sie nicht ohnehin überbeuerte Fondsprodukte anbieten, verkürzen Vermögensberater die notwendige Diskussion an dieser Stelle gerne mit einem Zitat von André Kostolany, dem ungarischen Börsen- und Finanzexperten, der diesbezüglich meinte: »Wer gut schlafen will, kauft Anleihen, wer gut essen will, bevorzugt Aktien.«¹

Dabei fiel der Grandseigneur des deutschen Kapitalmarktes zwei veritablen Fehlinterpretationen zum Opfer: Zum einen interpretierte er Anleihen im Gegensatz zu Aktien als »sicher«, zum anderen als langweilig. Zu Unrecht, denn Anleihen sind zunächst alles andere als sicher. Die an den Kapitalmärkten geltende Grundregel, dass höhere Renditen ex post nur durch Inkaufnahme höherer Risiken erzielt werden können, gilt grundsätzlich auch für Anleihen, wenn sie denn überhaupt Gültigkeit hat.

Auch von Langeweile kann bei Anleihen keine Rede sein. Waren sie vielleicht vor Jahrzehnten noch einfach strukturierte Instrumente der Verschuldung, weisen sie heute zahllose Merkmale auf, die von ewig laufenden Hybridbonds mit eigenkapitalähnlichen Eigenschaften ohne Rückzahlungsanspruch über variabel verzinsten Anleihen mit Stufenzinselementen bis hin zu komplexen indexorientierten Produkten mit Inflationsschutz reichen.

Auch was die Rendite anbelangt, hat sich viel getan. Von Staatsanleihen mit negativer Effektivverzinsung bis zu Unternehmensanleihen mit einer Nominalverzinsung im zweistelligen Prozentbereich ist für jede Risikoeinstellung etwas zu haben.² Bei einer durchschnittlichen Laufzeit von fünf Jahren erzielt der Anleger mit einem 7-Prozenter, unter Berücksichtigung von Zinseszinsseffekten, auf sein eingesetztes Kapital eine Gesamrendite von gut 40 Prozent. Lässt man die Schwankungsbreite der beiden Wertpapiere unberücksichtigt, aus der sich für die Aktie naturgemäß ein höheres Risiko ableiten lässt als für die Anleihe, müsste sich auch die Aktie des Unternehmens um mindestens diesen Betrag erhöhen, um eine vergleichbare Performance zu erzielen. Betrachtet man jedoch die jahresdurchschnittlichen Kurse des Leitindex DAX, dann ist ein solcher Anstieg während der vergangenen 50 Jahre nur 17-mal gelungen; 33-mal hätte der Investor im Fünfjahreszeitraum mit einer solchen Hochzinsanleihe besser gelegen. So gesehen sollte es auch mit dem Erwerb von Anleihen gelingen, sich ab und zu ein gutes Essen zu gönnen.

Auf jeden Fall aber fügen Anleihen dem Depot Stabilität hinzu. Häufig unterschlagen wird ferner, dass Fremdkapitalgeber im Insolvenzfall besser dran sind als Eigenkapitalgeber: So desaströs dieser Zustand für die Performance auch sein mag, der Aktieninvestor verliert als Eigenkapitalgeber durch seine unbedingte Nachrangigkeit bei der Zahlungsunfähigkeit eines Emittenten im Normalfall

den gesamten Kapitaleinsatz. Anleiheinvestoren könnten demgegenüber vorrangige Ansprüche auf die Vermögenswerte geltend machen. Diese Konkursausfallsquote (die sogenannte Recovery Rate) kann - in Abhängigkeit von der Werthaltigkeit der Vermögensgegenstände eines Unternehmens - in Einzelfällen bis zu 40 Prozent des Nominalwertes ausmachen.

Trotz dieser Vorteile sind in den letzten Jahrzehnten vor dem Hintergrund vermeintlich langweiliger Anleihen und spannender Aktien Dutzende von Aktienratgebern geschrieben worden. Anlageratgeber zu Unternehmensanleihen gibt es bislang nur wenige. Und das, obwohl es zweifelsohne Beratungsbedarf en masse gibt: Als Anleger interessieren Sie sich vielleicht für die Thematik und kennen das Vokabular der Finanzmedien. Sie haben womöglich realistische Erwartungen und fragen sich, in welche Wertpapiere Sie investieren sollen. Sie sind auch bereit, sich mit der Assetklasse Anleihe zu beschäftigen, um die mit der intelligenten Auswahl von Anleihen verbundenen Renditechancen zu nutzen. Doch es fehlt Ihnen schlichtweg die Zeit, sich stunden- oder tagelang mit einem einzigen Papier zu beschäftigen, nur um herauszufinden, ob es sich auch tatsächlich um ein *Wert*-Papier handelt.

Auf der anderen Seite haben Sie womöglich schon von Mittelstandsoder Nachranganleihen gehört, die in einem Marktumfeld, das von in der Menschheitsgeschichte nie dagewesenen Niedrig- beziehungsweise Negativzinsen geprägt ist, optisch attraktive Konditionen anbieten, allerdings von Unternehmen begeben werden, die bislang nicht auf den Kapitalmärkten in Erscheinung getreten sind. Wenn sich ein Unternehmen aber zum ersten Mal dem Kapitalmarkt zuwendet, muss es, um einen Anleger zu einer Zeichnung zu animieren, im Unterschied zu den großen Daueremittenten, den Frequent Issuers, deutlich höhere

Zinsen anbieten. Bei einer Bonität von BBB bis B- liegen die Zinsaufschläge gegenüber Bundesanleihen, Festzinssparen, Tagesgeld und hochwertigen Unternehmensanleihen global tätiger Großkonzerne bei bis zu 8 Prozentpunkten. Nicht wenige der Emittenten sind etablierte, wenngleich gemeinhin unbekannte Familienunternehmen mit einer sich über mehrere Generationen erstreckenden Familientradition, die jahrzehntelang mehr oder weniger im Verborgenen tätig waren, andere sind Unternehmen mit Markennamen und hohem Wiedererkennungswert, wieder andere sind junge Unternehmen mit innovativen Geschäftsmodellen in Nischenmärkten. Da die angebotenen Zinsen deutlich über das Niveau etablierter Benchmark-Anleihen und vermeintlich risikoloser Staatsanleihen hinausgehen, können sie für den Anleger eine interessante Alternative sein. Doch ersprießliche Renditen gibt es nicht ohne ein höheres Risiko. Wer meint, wahllos zugreifen zu können, begibt sich auf dünnes Eis. Trotz der kurzen Zeitspanne ihres Bestehens kam es bereits zu zahlreichen Zahlungsausfällen an den Mittelstandsbörsen – mit erheblichen Kurseinbrüchen bei den Anleihekursen. Dies macht deutlich, dass weniger eine breite Streuung als vielmehr die richtige Auswahl der Anleihen der Schlüssel zum Anlageerfolg ist.

In diesem Buch werden Ihnen nicht nur die Grundlagen vermittelt, Risiken zu erkennen, sie einzuschätzen und sich ein Portefeuille aus hochwertigen Schuldverschreibungen zusammenzustellen, Sie erhalten auch einige grundlegende Einsichten in die Geldanlage. Auf komplizierte Bewertungsverfahren, komplexe mathematische Formeln und Trading-Modelle wird bewusst verzichtet, ebenso wie auf das Management von Handelsrisiken und die damit verbundenen Sensitivitätskennzahlen wie Delta, Rho, Vega oder Theta. Auch die technische Analyse von Kurs-Charts soll hier nicht interessieren. Wohl aber Methoden, die es einem interessierten Leser ermöglichen, mithilfe einer

einfachen, nachvollziehbaren Anlagephilosophie eine angemessene Rendite zu erzielen. Bewusst wird nicht die höchste Rendite aller Zeiten versprochen, das überlassen wir gerne den zahlreichen Börsenbriefen. Angeboten wird vielmehr eine Methode, die mit überschaubarem Mitteleinsatz höhere Renditen als Sparbücher, Festgelder, Bundesanleihen und fraglos auch die meisten geschlossenen Fondskonzepte bietet.

Der vorliegende Band basiert auf meinem ebenfalls im FinanzBuch Verlag erschienenen Buch *Unternehmensanleihen - simplified*. Allerdings wurden wesentliche Teile überarbeitet, ergänzt oder neu strukturiert.

2.

Welche Arten von Anleihen gibt es?

»Es ist gewinnbringender, einen Tag im Monat über Geld nachzudenken, als 30 Tage hart dafür zu arbeiten.«

John Davison Rockefeller (1839–1937), US-amerikanischer Unternehmer und Philanthrop

Anleihen, im Deutschen auch unter ihren Synonymen »Renten(papiere)« und »Schuldverschreibungen« bekannt, in der Schweiz unter »Obligationen«, im angelsächsischen Sprachraum unter »(Corporate) Bonds«, sind als Wertpapiere verbrieftete Forderungsrechte, die am Kapitalmarkt platziert und gehandelt werden. Der Käufer, Anleger oder Investor eines Bonds (englisch für »binden, festigen«) wird zum Gläubiger, der Verkäufer oder Emittent zum Schuldner. In dieser Gläubiger-Schuldner-Beziehung verspricht der Emittent für die Kapitalüberlassung den Gläubigern die Zahlung eines zeitabhängigen Entgelts – des Coupons – sowie die Rückzahlung des ihm überlassenen Nominalbetrags zu im Voraus festgelegten Bedingungen. Kontroll- oder Mitbestimmungsrechte erwachsen dem Gläubiger aus dem Anleiheerwerb nicht.

Gläubiger-Schuldner-Beziehungen gibt es auch bei Darlehen oder Bankkrediten. Dass die Kreditbeziehung als Wertpapier verbrieft wird, hat aber einen entscheidenden

Vorteil: Der Gläubiger kann seine Forderung einem Dritten verkaufen oder abtreten, ohne dass hierfür die Zustimmung des Schuldners erforderlich ist. Für diesen Vorgang wurden Handelsorganisationen oder Börsen eingerichtet, Marktplätze, auf denen sich alle an einem Kauf oder Verkauf interessierten Parteien versammeln.

Im Gegensatz zur Eigenkapitalfinanzierung, die eine gewinnabhängige, mithin variable Verzinsung verspricht, erwachsen aus der Anleihefinanzierung unbedingte Zinszahlungs- und Tilgungsverpflichtungen zu vorab fest definierten Zeitpunkten. Ein Emittent verpflichtet sich, seinen Anleihegläubigern zukünftig bestimmte Geldbeträge zu bezahlen, und bekräftigt seine Verpflichtung durch die Einhaltung bestimmter Verhaltensvorschriften. Diese Verpflichtungen sind in den spezifischen Anleihebedingungen (englisch »Bond Indentures«) niedergelegt und gelten während der gesamten Laufzeit der Anleihe für alle Gläubiger gleichermaßen.

Grundsätzlich kann zwischen Inhaber- und Namensschuldverschreibungen unterschieden werden. Da das Eigentum an Inhaberschuldverschreibungen formlos durch Einigung und Übergabe nach den Regeln des sachenrechtlichen Erwerbs übertragen wird, stellen Inhaberschuldverschreibungen den Normalfall dar. Die jederzeitige Fungibilität wird noch dadurch erhöht, dass selbst gestohlene, verloren gegangene oder abhandengekommene Inhaberschuldverschreibungen gutgläubig erworben werden können. In jedem Fall bleibt der Besitzer der Urkunde anonym. Dagegen lauten Namensschuldverschreibungen (englisch »Registered Bonds«) auf eine bestimmte Person und können deshalb - anders als ihr mitgliedschaftsrechtliches Pendant der Namensaktien - nicht an der Börse gehandelt werden. Sie werden insbesondere von institutionellen Anlegern geschätzt, da sie auf die Finanzierungsbedürfnisse eines

Kapitalsuchers und die Anlegebedürfnisse eines Kapitalgebers maßgeschneidert werden: Durch die fehlende Börsennotierung wird unterstellt, dass der Anleger das Wertpapier langfristig halten will. Bilanziell hat dies beim Erwerber zur Folge, dass das Wertpapier als Anlagevermögen aktiviert wird und nicht als Umlaufvermögen. Während bei Letzterem das Mark-to-Market-Prinzip gilt, wonach stets der aktuelle Börsenkurs den Wertansatz in der Bilanz bestimmt, ist ein Wertpapier im Anlagevermögen über die gesamte Laufzeit mit seinen Anschaffungskosten anzusetzen. Abschreibungsrisiken nach dem Niederstwertprinzip fallen damit nicht an. Beispiele für Namensschuldverschreibungen sind Namenspfandbriefe, Kommunalobligationen und Landesbodenbriefe.

Ob Inhaber- oder Namensschuldverschreibung – sofern in den Anleihebedingungen nichts anderes vorgesehen ist, sind die einzelnen Anleihen grundsätzlich voneinander unabhängig, das heißt, jeder Anleger hat Anspruch auf die vollständige Erfüllung seiner Rechte und kann diese für sich allein und ohne Mitwirkung der übrigen Gläubiger geltend machen.

Physisch besteht eine Anleihe aus zwei Komponenten: dem Mantel, der die eigentliche Schuldurkunde darstellt und das Forderungs- beziehungsweise Beteiligungsrecht verbrieft, und dem Bogen, der im Mantel eingelegt wird und aus (in der Regel 5 bis 20) Zinscoupons und einem Erneuerungsschein – auch Talon genannt – besteht. Im Mantel wird die Schuldsumme festgelegt, auch »Nominalbetrag der Anleihe« genannt. Diese wird bei Fälligkeit der Anleihe an die Gläubiger zurückgezahlt. Damit der Inhaber seinen Coupon erhält, muss er einen expliziten Eigentumsbeleg vorlegen. Dies geschieht dadurch, dass er vom Bogen einen Coupon abtrennt und an die Zahlstelle schickt. Die Coupons – der Begriff »Coupon« stammt aus dem Französischen von »couper« für »abschneiden« oder

»ausschneiden« - sind die Zinsscheine, die auf einen bestimmten Verfallstag lauten, an dem sie früher buchstäblich abgeschnitten und eingelöst wurden. Jeder, der seinen Couponabschnitt vorlegt, hat damit Anspruch auf die Zinszahlung.

Natürlich ist eine persönliche Verwahrung der Dokumente in einer digitalen Welt nicht länger zeitgemäß, und auch das Abschneiden des Zinsscheins durch den Gläubiger ist nicht mehr erforderlich. Vielmehr wird die Ausschüttung der Zins- und Tilgungszahlungen auf das Depot des Anleihegläubigers automatisch von der sogenannten Zahlstelle vorgenommen. Möglich wird dies, indem fast alle Anleihen heute nicht mehr als persönliche Dokumente ausgegeben werden, sondern einer zentralen Girosammelverwahrung unterliegen. Bei der Girosammelverwahrung werden Anleihen lediglich als Depotguthaben auf Girosammeldepotkonten geführt und beim Verkauf umgebucht. Anleihen werden beim Kauf, beim Verkauf oder bei einer Übertragung (zum Beispiel einer Schenkung) nicht länger physisch übergeben, sondern durch Umbuchung von Miteigentumsanteilen übertragen. Das jeweilige Depotguthaben repräsentiert dann den Anteil, den der Anleger an dem Wertpapier hält.

Handelt es sich um laufend verzinsliche Anleihen, ist zu unterscheiden zwischen jährlich, halbjährlich oder vierteljährlich stattfindenden Zinszahlungsterminen. Sogar eine Veränderung der laufenden Verzinsung, beispielsweise über einen Zins-Step-Up- oder Step-Down-Covenant im Falle einer Rating-Veränderung, kann Bestandteil einer Schuldverschreibung sein.

Klassische Schuldverschreibungen sind als sogenannte Stand-Alone-Bonds konzipiert. Diese werden in mehreren, untereinander gleichberechtigten und fortlaufend nummerierten Teilschuldverschreibungen verbrieft. Dies hat den Vorteil, dass eine Schuldverschreibung nicht in einem Stück erworben werden muss - und damit überhaupt erst

handelbar wird. Die Nennwerte einer Teilschuldverschreibung liegen typischerweise bei 1 000, 50 000, 100 000 oder 250 000 Euro, je nachdem, welche und wie viele Investoren bei einer Emission angesprochen werden sollen. Ist vorgesehen, Fremdkapital über einen längeren Zeitraum aufzunehmen, kommen Emissionsprogramme zur Anwendung, die einen Rahmen bilden, innerhalb dessen die Schuldnerin mehrere Emissionen begeben kann; Beispiele hierfür sind Medium-Term-Note-(MTN-) oder Commercial-Paper-Programme.

Sofern ein Handel an einer Wertpapierbörse beantragt wurde, beginnt dieser unmittelbar nachdem die Anleihe platziert wurde. Jeder Kurs ist dann das Ergebnis von Angebot und Nachfrage nach diesem bestimmten Wertpapier. Fällt eine Anleihe unter ihren Ausgabekurs, besteht die Rendite des Anlegers aus der Vereinnahmung der Couponzahlungen und dem zukünftigen Kursanstieg der Anleihe, wenn diese am Ende der Laufzeit zu pari zurückgezahlt wird (Effekt der Nennwertkonvergenz). Im Fall der Unter-pari-Notierung übersteigt die Effektivverzinsung der Anleihe also den Nominalzins, der sich aus dem Coupon ableitet. Wird eine Anleihe dagegen über ihrem Nennwert (über pari) gehandelt, verringert sich die Rendite der Nominalverzinsung aus dem erwarteten Kursrückgang bis zum Laufzeitende. In diesem Fall ist die Effektivverzinsung niedriger als die Nominalverzinsung. Wird eine Anleihe zum Nennwert gehandelt, notiert sie also zu pari, sind Couponzins und Effektivzins identisch.

Die meisten Emittenten, die eine Anleihe begeben, wählen eine Nominalverzinsung, die die Anleihe zunächst zu pari handeln lässt. Dies verlangt ein intensives »Pre-Sounding« (früher auch »Pilot Fishing« genannt), bei dem die geplante Emission ausgewählten institutionellen Investoren vorgestellt wird, um zu ermitteln, ob und unter welchen Bedingungen sie diese Anleihe zeichnen würden.

Aus der anschließenden Auswertung der Ergebnisse ermitteln die mit der Anleiheplatzierung mandatierten Banken den Zinssatz, zu dem eine Vollplatzierung der Anleihe wahrscheinlich ist.

Ein weiteres wesentliches Gestaltungselement von Schuldverschreibungen ist deren Laufzeit. Das Laufzeitenspektrum von Schuldverschreibungen reicht von

- kurzlaufenden Schuldverschreibungen von weniger als einem Jahr über
- mittelfristige Anleihen mit einer Laufzeit von vier bis acht Jahren und
- langfristige Anleihen mit Laufzeiten von mehr als acht Jahren bis hin zu
- Anleihen mit unendlicher Laufzeit (Perpetual Bonds).

Schuldverschreibungen mit sehr kurzen Laufzeiten von einem oder mehreren Tagen bis zu einem Jahr werden als »Commercial Papers (CPs)«, »T(reasury) Bills«, »Certificates of Deposit (CDs)« oder »Banker's Acceptance (Bankakzepte)« bezeichnet. Bei Wertpapieren am »kurzen Ende« handelt es sich um klassische Geldmarktpapiere, die typischerweise von bonitätsstarken Emittenten wie dem Staat, Banken oder Großunternehmen zur Deckung ihrer kurzfristigen Finanzierungserfordernisse begeben werden. Manche dieser Papiere sind nicht einmal Wertpapiere im engeren Sinne, also verbrieft, sondern ähneln eher bilateralen Kreditverträgen. Aufgrund ihres bargeldähnlichen Charakters sind ihre Zinsen nur unwesentlich höher als bei normalen Bankkontoguthaben und stellen damit für gewöhnlich die Untergrenze des Renditespektrums dar. Im Unterschied zu kurzlaufenden Geldmarktpapieren werden Zinsinstrumente mit einer Laufzeit von mehr als einem Jahr am sogenannten Kapitalmarkt gehandelt. Typische Kapitalmarktpapiere sind Anleihen, die allein aufgrund ihres hohen

Dokumentationsaufwands längere Laufzeiten aufweisen (müssen), da ansonsten die nicht unerheblichen Fixkosten einer Emission die Begebung für den Emittenten unattraktiv machen. Bei den Papieren ›am langen Ende‹ spricht man auch von sogenannten Langläufern oder Ultralangläufern.

Die angegebene Laufzeit muss nicht in Stein gemeißelt sein. Denn die Anleihebedingungen können bestimmte Sonderkündigungsrechte vorsehen, mit denen das Leistungsversprechen vorzeitig fällig gestellt werden kann. Ist die Ausübung dieser die Laufzeit limitierenden Sonderausstattung dem Emittenten vorbehalten, wird sie »Call« genannt, entscheidet der Gläubiger über die ordentliche Kündigung, heißt sie »Put«. Aus Gleichheitsgründen gewährt ein Call dem Emittenten also das Recht - nicht jedoch die Pflicht -, alle im Umlauf befindlichen Anleihen an einem bestimmten Datum, dem Ausübungstag, zu einem vorher festgelegten Ausübungspreis einzuziehen. Häufig ist die Ausübung der Sonderkündigung erst nach Ablauf einer bestimmten Mindestlaufzeit möglich, zum Beispiel nach zwei oder drei Jahren. Der Ausübungspreis muss mindestens auf dem Niveau des Nennwerts der Anleihe liegen. Um die Anleger für die kürzere Zinsperiode zu entschädigen, sind Call-Optionen in der Regel mit einer Prämie zum Rückzahlungskurs verbunden. Üblich ist, dass diese Prämien sukzessive zurückgehen, je später die Call-Option ausgeübt wird.

Das Recht des Emittenten, die Anleihe vorzeitig zu kündigen, hat notwendigerweise Auswirkungen auf den Anleihekurs. Ein Beispiel soll dies veranschaulichen. Hat ein Emittent zwei in ihren Anleihebedingungen identische Anleihen begeben, die sich nur darin unterscheiden, dass eine der beiden Anleihen mit einem Kündigungsrecht des Emittenten ausgestattet ist, so wird die unkündbare Anleihe mit einer Prämie gegenüber der kündbaren Anleihe

gehandelt werden, sollte das allgemeine Zinsniveau seit der Begebung der Anleihe gesunken sein. Im Falle der Kündigung der Anleihe steht der Gläubiger vor dem Problem, sein Vermögen just zu einem Zeitpunkt wiederanzulegen zu müssen, zu dem wegen der gesunkenen Marktzinsen eine adäquate Wiederanlage nicht möglich ist. Folglich wird in Zeiten fallender Zinsen die kündbare Anleihe zu einem niedrigeren Kurs und damit zu einer höheren Effektivverzinsung gehandelt als eine ansonsten gleichwertige Anleihe desselben Emittenten ohne Kündigungsrecht. Ein weiterer, eher psychologischer Faktor kommt bei einem Call dazu: Während der Kurs einer Anleihe ohne Call unmittelbar von einem sinkenden Zinsumfeld profitiert, wird die Kursentwicklung einer Anleihe mit Call nachhinken, da die Anleger stets damit rechnen müssen, diese Anleihe vor Ende der Laufzeit zurückgeben zu müssen.

Wie jedem anderen Handelsteilnehmer steht es auch dem Emittenten frei, seine Anleihe an der Börse zu erwerben und die Zinsen quasi an sich selbst auszuzahlen. Diese Option ist für den Emittenten dann besonders attraktiv, wenn die Anleihe unter pari - also unter ihrem Nennwert - notiert. Abgesehen davon sind bezüglich der Rückzahlung der Anleihe in Deutschland zwei Arten üblich: Entweder wird die Anleihe in einem Betrag zurückgezahlt oder in gleichen Raten über die Laufzeit verteilt, also in Form von Annuitäten mit variierendem Zins- und Tilgungsanteil. Der im angelsächsischen Raum verbreitete Tilgungs- oder Amortisationsfonds, ein spezielles und von einem Treuhänder unterhaltenes Konto, aus dem die Anleihe zurückgekauft wird, ist hierzulande unüblich.

Die Schuldner von Anleihen unterteilen sich in öffentlich-rechtliche Gebietskörperschaften (Bund, Bundesländer und Gemeinden, sogenannte Sovereign Bonds) und Unternehmen. Global tätige Großkonzerne, die häufig den

Kapitalmarkt »anzapfen«, werden »Frequent Issuers« genannt und begeben in der Regel Benchmark-Emissionen, also Anleihen mit einem Ausgabevolumen von mindestens 250 Millionen Euro, meist im High-Grade-Bereich, also mit einer Rating-Note im Investment-Grade-Bereich (besser als BBB-). Kleinere Unternehmen begeben

- sogenannte High-Yield-Anleihen, also Anleihen mit einer Rating-Note im Speculative-Grade-Bereich (schlechter als BB+), sofern sie bereits seit vielen Jahren am Kapitalmarkt aktiv sind und diverse Anleihen unterschiedlicher Laufzeit platziert haben,
- sogenannte Mittelstandsanleihen, die über spezielle Emissionsplattformen der Regionalbörsen begeben werden, und
- Anleihen am sogenannten Grauen Kapitalmarkt, die lediglich geringen Transparenzvorschriften unterworfen sind.

Abgesehen von öffentlich-rechtlichen Gebietskörperschaften und supranationalen Organisationen stellen Kreditinstitute die mit Abstand größte Emittentengruppe dar. Zwar refinanzieren Banken ihr Aktivgeschäft überwiegend durch die Spareinlagen der privaten Haushalte, doch reichen diese in der Regel nicht aus. Werden Unternehmensanleihen von Banken ausgegeben, spricht man von »Bankschuldverschreibungen«. Anleihen von Emittenten der Wirtschaft und des Handels heißen auch »Industrieobligationen« oder »Industrieanleihen«, nicht selten wird der Begriff allerdings auch etwas unscharf für alle Schuldverschreibungen privater Unternehmen verwendet.

Ebenfalls von Bedeutung ist das Rangverhältnis einer Anleihe gegenüber den übrigen Verbindlichkeiten des Emittenten, die sogenannte Subordination oder Seniorität einer Anleihe. Unterschieden werden kann zwischen

- vorrangigen Anleihen, Preferred oder Senior Secured Debt, zum Beispiel Pfandbriefen,
- gleichrangigen Anleihen, entsprechend der Pari-passu-Klausel (Senior Unsecured Debt), und
- nachrangigen Anleihen (Subordinated oder Junior Debt), zum Beispiel Hybridanleihen mit stark eingeschränkten Gläubigerrechten, bei denen teilweise sogar die Verpflichtung zu Zinszahlungen optional ist.

Dabei steht es Emittenten frei, einzelne Wertpapiere unterschiedlich zu besichern, so dass diese im Insolvenzfall ungleich behandelt werden.

Höhe und zeitliche Verteilung der Zinszahlungen müssen nicht notwendigerweise schon bei der Emission der Anleihe fest vorgegeben sein. So ist es möglich, dass in den Anleihebedingungen nur die Berechnungsmethodik für die Zahlungen vorgegeben ist, nicht jedoch die konkrete Höhe der Zinsen und der Zeitpunkt ihrer Zahlung. Beide können davon abhängig sein, wie sich bestimmte, vorab definierte Marktdaten im Zeitablauf entwickeln. Letztlich kann bezüglich der Verzinsung und der Rückzahlung zwischen

- festverzinslichen Anleihen,
- variabel verzinslichen Anleihen, sogenannten Floating Rate Notes (FRN) oder kurz Floatern,
- Anleihen ohne Nominalverzinsung, sogenannten Nullcouponanleihen oder Zerobonds,
- Tilgungs-, Verlosungs- und Annuitätenanleihen,
- aktienverwandten Anleihen (mit Sonderrechten) wie Wandel-, Options- oder Umtauschanleihen,
- Going-Public-Anleihen,
- Hybridanleihen (mit Nachrang),
- Schuldscheindarlehen,
- Gewinnschuldverschreibungen, einem Unterfall des Genussrechts, und
- Aktienanleihen beziehungsweise Discountzertifikaten

unterschieden werden, die in den folgenden Kapiteln detailliert vorgestellt werden.

Festverzinsliche Anleihen

Die meisten Anleihen werden als festverzinsliche Anleihen begeben. Festverzinsliche Anleihen sind während der gesamten Laufzeit mit einem fixen Nominalzins versehen. Die meisten Coupons verbrieften konstante, jährlich nachschüssig zu zahlende Zinsverpflichtungen, die in Prozent des Nominalwertes der Anleihe festgelegt werden. Üblicherweise werden sie am Ende der Laufzeit gesamtfällig zurückbezahlt. Anleihen, die diese Eigenschaften aufweisen, werden an den Kapitalmärkten auch als »Straight Bullet« oder »Plain Vanilla Bonds« bezeichnet.

Die Zahlungsströme einer festverzinslichen Anleihe mit fünfjähriger Laufzeit und Rückzahlung des Nominalbetrags am Ende der Laufzeit können in einem Cashflow-Diagramm wie folgt dargestellt werden:



Abbildung 1: Cashflow-Diagramm eines Straight Bullet Bond mit fünfjähriger Laufzeit

Beispiel: Ein Unternehmen emittiert am 15. Februar 2020 eine Anleihe über 150,0 Millionen Euro mit einem Coupon von 4,5 Prozent pro Jahr und einer Laufzeit von fünf Jahren. An jedem der fünf Zinszahlungstermine 15. Februar 2021, 15. Februar 2022, 15. Februar 2023, 15. Februar 2024 und 15. Februar 2025 sind von dem Unternehmen an die Gläubiger Zinsen in Höhe von jeweils 12,75 Millionen Euro zu zahlen. Am 15. Februar 2025 wird die Anleihe getilgt und die Anleger erhalten zudem ihren Nominalbetrag von 150,0 Millionen Euro zurück.

Sofern keine effektiven Stücke ausgegeben werden – was bei Anleihen den Regelfall darstellt –, werden Anleihen in untereinander gleichberechtigte, auf den Inhaber lautende und fortlaufend nummerierte Teilschuldverschreibungen eingeteilt, zuzüglich der Zinsansprüche in einer Globalurkunde beziehungsweise Globalschuldverschreibung ohne Globalzinsschein verbrieft und bei der Clearstream International S. A. eingereicht und hinterlegt. Clearstream ist eine im Jahr 2000 aus der Fusion der Deutsche Börse Clearing AG (vormals Deutscher Kassenverein AG) mit Cedel International hervorgegangene Abwicklungs- und Verwahrgesellschaft. Kerngeschäft von Clearstream ist also die Abwicklung und Verwahrung von Wertpapieren.

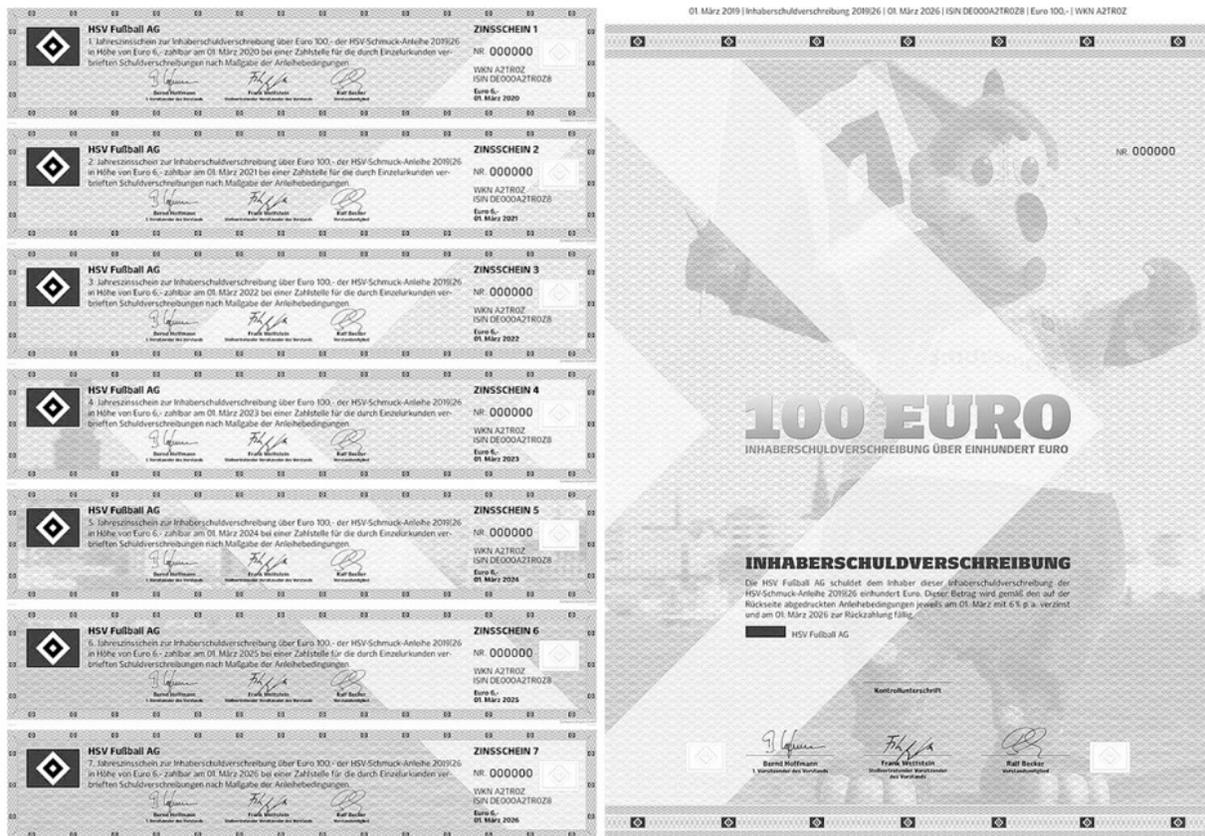


Abbildung 2: Beispiel für effektive Stücke einer Anleihe
 Quelle: Screenshot von www.hsv.de, Abruf am 29.01.2020

Beispiel: Eine im Freiverkehr notierte Mittelstandsanleihe mit einem Volumen von 150,0 Millionen Euro ist üblicherweise zerlegt in 150 000 Stück Teilschuldverschreibungen mit einem Nennwert von jeweils 1 000,00 Euro.

Daneben zählen auch Anleihen zu den Festzinsanleihen, bei denen sich der Coupon zu festgelegten Zeitpunkten und in einem festgelegten Ausmaß ändert. Sie werden auch »Stufenzinsanleihen« oder »Step-Up« beziehungsweise »Step-Down-Bonds« genannt. Bei Step-Up-Bonds steigt der Zins mit der Laufzeit der Anleihe an, wobei die Zinstreppe im Vorfeld der Emission festgelegt wird. Die Struktur von Step-Up-Anleihen kann entweder eine oder mehrere Zinserhöhungen aufweisen. Einstufige Anleihen, die auch als »Einstufenanleihen« bezeichnet werden, haben eine einzige