

## Neuere Entwicklungen am Markt für Unternehmens- anleihen

Anleihen haben als Finanzierungsinstrument deutscher Unternehmen außerhalb des Finanzsektors im Vergleich zu einigen europäischen Nachbarländern lange Zeit nur eine untergeordnete Rolle gespielt. In den letzten Jahren ist dieses Marktsegment jedoch stark expandiert und hat an Bedeutung für die Unternehmensfinanzierung gewonnen. Dazu haben eine Reihe von Faktoren beigetragen. So hat die Einführung des Euro dazu geführt, dass die nationalen Märkte für Unternehmensanleihen zusammenwachsen und an Tiefe und Liquidität gewannen. Hinzu kam, dass mit dem Technologieboom der späten neunziger Jahre der Finanzierungsbedarf insbesondere der großen börsennotierten Telekommunikationsunternehmen deutlich anstieg. Die gleichzeitige Welle von Unternehmensübernahmen hat ebenfalls in diese Richtung gewirkt, und nach dem Einbruch der Aktienkurse im Jahr 2001 profitierte der Markt für Unternehmensanleihen von Umschichtungen der Anleger in renditeträchtigeren Anlagen. Der folgende Beitrag erläutert die Veränderung auf diesem Markt und die dahinter stehenden Einflussfaktoren.

### Bestandsaufnahme und Marktentwicklung

---

Mit der Einführung des Euro und dem Zusammenwachsen der nationalen Anleihemärkte

### Umlauf von Unternehmensanleihen \*) im internationalen Vergleich

Stand: September 2003

| Position                        | Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften<br>mit Sitz in |                 |         |                                     |      |
|---------------------------------|---|-----------------|---------|-------------------------------------|------|
|                                 | Deutsch-<br>land                                      | Frank-<br>reich | Italien | Ver-<br>einigtes<br>König-<br>reich | USA  |
| Marktumlauf<br>in % des BIP     | 6   | 23              | 12      | 26                                  | 26   |
| Marktwachstum<br>seit 1993 in % | + 907   | + 280           | + 1 522 | + 524                               | + 63 |
| Marktwachstum<br>seit 1998 in % | + 613   | + 144           | + 1 119 | + 139                               | + 22 |

Quelle: Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, eigene Berechnungen. — \* Geldmarkt- und Rentenpapiere.

Deutsche Bundesbank

*Dynamische  
Markt-  
entwicklung  
seit Einführung  
des Euro...*

haben sich deutsche nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften verstärkt über die Emission von Unternehmensanleihen finanziert. Seit Beginn der Währungsunion hat sich das im Euro-Gebiet umlaufende Anleihevolumen (einschl. Geldmarktpapiere) deutscher Unternehmen versechsfacht. Diese Dynamik wurde unter den größeren Ländern Europas nur von Italien übertroffen. Allerdings erklärt sich dieses Wachstum auch dadurch, dass der deutsche und der italienische Unternehmensanleihemarkt dem Volumen nach im europäischen Vergleich lange Zeit ein Schattendasein gestiftet hatten. Auch wenn deutsche Unternehmen mittlerweile einen Anleiheumlauf in Höhe von 143 Mrd € (September 2003) auf sich vereinigen, ist dies in Relation zum Bruttoinlandsprodukt (BIP) mit 6% deutlich geringer als in den USA oder Frankreich, in denen

Anleihen bereits seit längerer Zeit einen hohen Stellenwert in der Unternehmensfinanzierung haben. Dort entsprach der Umlauf von Anleihen und Geldmarktpapieren nichtfinanzieller Unternehmen zuletzt rund einem Viertel des jeweiligen BIP. Bemerkenswert ist dabei, dass die anleiheemittierenden deutschen Unternehmen in den vergangenen Jahren ihre Schuldtitel vor allem im europäischen Ausland begeben haben.<sup>1)</sup>

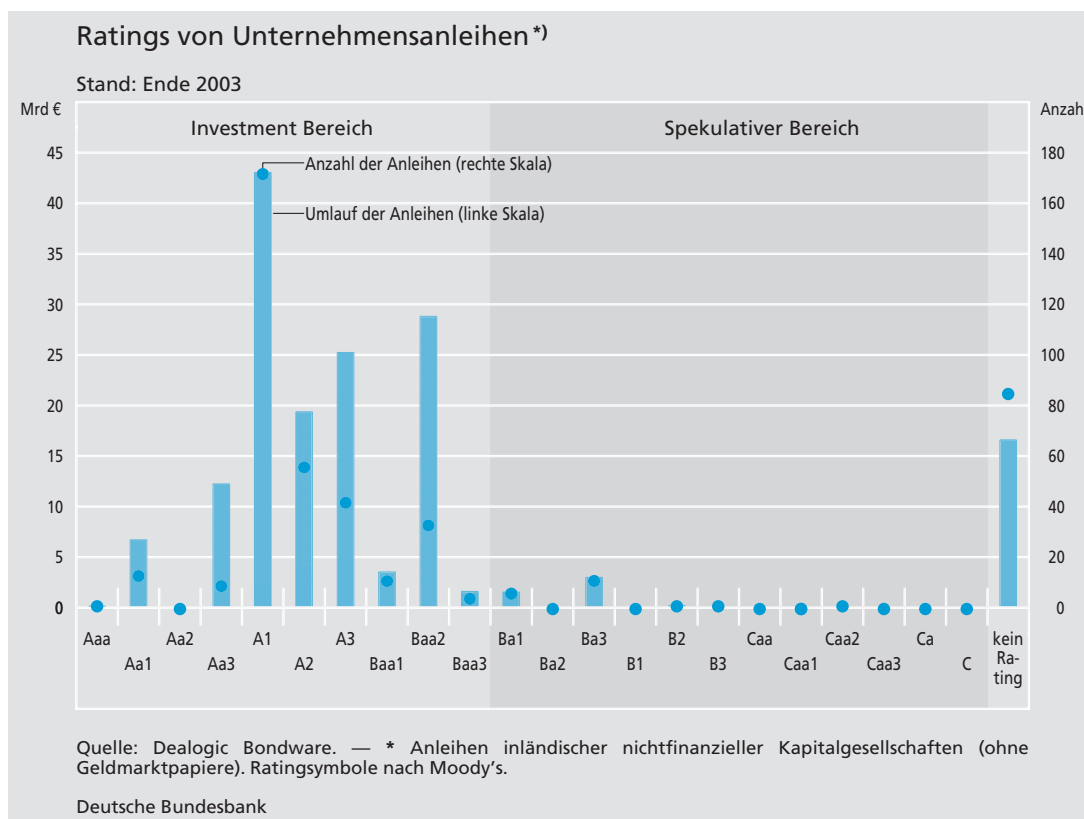
*...aber im internationalen Vergleich nach wie vor geringes Niveau*

Die Emission von Unternehmensanleihen konzentriert sich auf einige wenige Branchen. An erster Stelle steht die Automobil- und Luftfahrtbranche (28% des Gesamtvolumens), gefolgt von Telekommunikations- und IT-Unternehmen (23%) und dem Energiesektor (12%). Dabei beträgt das durchschnittlich ausstehende Volumen pro Anleihe im Telekommunikations- und IT-Sektor rund 1 Mrd €, während Emissionen von Unternehmen der Automobil- und Luftfahrtbranche im Durchschnitt weniger als halb so groß sind (rd. 400 Mio €). Bei den umlaufenden Anleihen handelt es sich weit überwiegend um Papiere, die von Ratingagenturen in den

*Konzentration auf einzelne Branchen ...*

*... und Bonitätsstufen*

<sup>1</sup> Vgl. hierzu auch: Deutsche Bundesbank, Die Beziehung zwischen Bankkredit und Anleihemarkt in Deutschland, Monatsbericht, Januar 2000, S. 33 ff. Deutsche Unternehmen begeben Anleihen meist über ausländische Finanzierungstöchter. Dies ist vor allem mit steuerlichen Vorteilen bei der Gewerbeertragsteuer zu erklären. Bei ihrer Ermittlung werden Zinsen aus Dauerschulden (mit über einem Jahr Laufzeit) zur Hälfte der Bemessungsgrundlage zugerechnet, während Zinsen auf kurzfristige Kredite steuerfrei bleiben. Diese Gewerbesteuerbelastung lässt sich über die Zwischenschaltung einer ausländischen Finanzierungstochter, welche die Mittel dann kurzfristig an die inländische Muttergesellschaft ausleiht, umgehen.



Investmentbereich eingestuft werden.<sup>2)</sup> Knapp zwei Drittel tragen ein Rating der höchsten Kategorie (Aaa bis A3). Hierbei handelt es sich vorwiegend um die Anleihen von Automobil- und Luftfahrt- sowie Energieunternehmen. Telekommunikations- und IT-Unternehmen hingegen werden überwiegend etwas schlechter bewertet – hier dominiert ein B-Rating. Auf die risikoreicheren so genannten Hochzinsanleihen entfielen 5% der ausstehenden Anleihen (3% des ausstehenden Volumens).

*Zunehmende Nachfrage nach Unternehmensanleihen*

Auf der Nachfrageseite eröffnete die Einführung des Euro insbesondere international operierenden institutionellen Anlegern wie Investmentfonds und Versicherungen neue Anlagemöglichkeiten, nachdem damit auch früher bestehende vertragliche oder gesetzli-

che Anlagebeschränkungen für ihre Engagements an ausländischen Anleihemärkten entfallen sind. Neben dieser strukturell bedingten höheren Nachfrage haben jüngst auch temporäre Faktoren zu einer gestiegenen Attraktivität von Unternehmensanleihen beigetragen. So führten unter anderem Umschichtungen von Lebensversicherungsunternehmen und Pensionsfonds aus Aktien in Anleihen zu einer großen Nachfrage nach derartigen Papieren. Zudem förderte der Rückgang

<sup>2</sup> Ratingagenturen wie Standard & Poor's (S&P) oder Moody's unterscheiden bei ihrer Bonitätseinschätzung zwischen Anleihen, die dem „Investmentbereich“ und solchen, die dem „spekulativen Bereich“ zugeordnet werden. Sie bieten damit für Investoren Informationen bezüglich der zu erwarteten Ausfallrisiken bei Unternehmensanleihen. Die Skala der Ratingstufen für langfristige Verbindlichkeiten reicht dabei von AAA (erstklassige Qualität) bis CCC- (hochgradig spekulativ) nach S&P bzw. Aaa bis Caa3 nach Moody's. Der Investmentbereich umfasst dabei die Stufen AAA bis BBB- nach S&P bzw. Aaa bis Baa3 nach Moody's.

der Renditen am Markt für Staatsanleihen Anlagen in höherverzinslichen riskanteren Unternehmensanleihen.

## Determinanten der Marktentwicklung

### Theorie der Mischfinanzierung

*Emissionskosten*

Im Gegensatz zu Bankkrediten ist die Emission von Schuldverschreibungen mit hohen Fixkosten verbunden. Hierunter fallen beispielsweise die Kosten für die Erstellung des Verkaufsprospekts sowie für die Vorstellung bei institutionellen Anlegern, die so genannte „roadshow“. Aus diesem Grund kommt die Finanzierung über den Anleihemarkt vor allem für Unternehmen mit hohem Fremdkapitalbedarf in Frage, während sich kleinere Firmen bevorzugt über Bankkredite finanzieren.<sup>3)</sup> Erklärungsansätze, die primär auf die unterschiedliche Höhe der Ausgabekosten verschiedener Finanzierungsformen abstellen, stoßen aber schnell an ihre Grenzen. So können sie nicht erklären, warum sich einige Unternehmen einer bestimmten Größenklasse über Anleihen, andere aber über Kredite finanzieren.

*Möglichkeit von Nachverhandlungen*

Außer im Hinblick auf die Ausgabekosten unterscheiden sich Anleihen und Bankkredite in vielen weiteren Dimensionen. Wichtige Unterschiede zwischen den beiden Finanzierungsformen bestehen beispielsweise im Insolvenz- oder Restrukturierungsfall. Bei einer geringeren Anzahl von Gläubigern ist es für Unternehmen leichter, die Konditionen der Kapitalüberlassung anzupassen. Insofern bietet die Finanzierung über wenige Banken

eher die Möglichkeit der Nachverhandlung als die Finanzierung über viele Anleihehalter.<sup>4)</sup> Einerseits kann die Möglichkeit späterer Neuverhandlungen für beide Seiten vorteilhaft sein, wenn dadurch eine Liquidation des Unternehmens vermieden wird. Andererseits könnte der Schuldner dies antizipieren und sein Investitionsverhalten zu Lasten des Kapitalgebers anpassen. In diesem Zusammenhang kann ein gemischter Einsatz von Bankkrediten und Schuldtiteln als Selbstbindung des Unternehmens interpretiert werden, um die Möglichkeit einer späteren Neuverhandlung bewusst einzuschränken. Dies setzt nicht voraus, dass eine Insolvenz beziehungsweise Restrukturierung unmittelbar bevorsteht; gleichwohl werden mit einer zunehmenden Eintrittswahrscheinlichkeit die Auswirkungen auf die Kapitalstruktur deutlicher.

Ein weiterer Ansatz unterstellt, dass Hausbanken infolge ihrer regelmäßigen Kontakte mit dem Schuldner sowie der laufenden Kreditüberwachung bessere Informationen über ihre Schuldner haben als Inhaber von Schuldtiteln. Letztere können sich im Fall einer Bonitätsverschlechterung des Schuldners vergleichsweise einfach von ihren Papieren trennen. Trotz etwaiger Kursverluste haben sie daher geringere Anreize zu einer sorgfältigen Kontrolle des Kreditnehmers als Banken, die ihre Kredite nur schwer veräußern können. Zudem muss in einer Hausbankbeziehung die Bonität des Schuldners nur von einer Institu-

*Informationsunterschiede zwischen Schuldner und Gläubiger*

<sup>3</sup> Vgl.: D. Blackwell und D. Kidwell, An investigation of cost differences between public sales and private placements of debt, in: Journal of Financial Economics 22, 1988, S. 253-278.

<sup>4</sup> Vgl. z. B.: E. Detragiache, Public versus private borrowing: a theory with implications for bankruptcy reform, in: Journal of Financial Intermediation 3, 1994, S. 327-354.

## Der Markt für Hochzinsanleihen

---

Der Markt für Unternehmensanleihen entwickelte sich in den einzelnen Bonitätssegmenten mit unterschiedlicher Dynamik. Die Verteilung des Anleihebestands über Ratingkategorien zeigt, dass die meisten Papiere von Ratingagenturen in den so genannten Investmentbereich (Emittenten mittlerer bis hoher Qualität) eingeordnet werden (vgl. Schaubild auf S. 17). Allerdings hat der Anteil spekulativer Anleihen – so genannter Hochzinsanleihen – zugenommen. Im Euro-Raum hat sich das Volumen solcher Anleihen mit zuletzt etwa 50 Mrd € seit Beginn der Währungsunion mehr als verfünffacht. Dominierend in diesem Bereich war ursprünglich der Telekommunikationssektor, dessen Anteil am Euro-Markt für Hochzinsanleihen Ende 1999 etwa 50 % betrug. Mit der Konsolidierung im Technologiesektor und dem zunehmenden Engagement von Unternehmen aus anderen Branchen sank er in der Folge aber auf circa 7 % Ende 2003 ab.

Mit der Globalisierung der Finanzmärkte war diese Entwicklung stark vom US-Markt geprägt, was sich auch in der Begebung von Anleihen nach US-Recht äußerte. Inzwischen werden Anleihen deutscher Emittenten aber vermehrt nach deutschem Recht begeben, was neben dem psychologischen Vorteil der Vertrautheit auch zusätzliche Kosten vermeidet, die durch die Einschaltung von Anwälten verschiedener Jurisdiktionen entstehen. Rechtliche Fragestellungen sind

vor allem bei der Ausgestaltung der Auflagen zur Bonitätserhaltung (Covenants) von Belang. Im Interesse des Anlegerschutzes ist es erforderlich, Transparenz über die mit einem Engagement verbundenen Risiken zu schaffen, und zur Information der Anleger kann zum Beispiel eine obligatorische Durchführung bestimmter Verfahren zur Unternehmensbewertung beitragen (Due Diligence). Für deutsche Emittenten sind insbesondere die in den USA stark standardisierten Handlungs- und Unterlassungspflichten eine wichtige Richtschnur. Die Anlehnung an US-Strukturen spielt auch bei den kreditgewährenden Banken in Deutschland eine Rolle. In dem Maße, wie sie die in den USA häufig akzeptierte Gleichrangigkeit von Bankkrediten und Hochzinsanleihen übernehmen, tragen sie zu deren besserer Platzierbarkeit bei.

Die Unternehmenslandschaft in Deutschland ist ein weiteres strukturelles Merkmal, welches das Marktwachstum begünstigen könnte. Diese ist geprägt von zahlreichen kleineren und mittleren Firmen, die bei einem Rating wegen ihrer geringen Größe und schwieriger Ertragsprognosen möglicherweise keine Einstufung in den Investmentbereich erhalten würden.<sup>1)</sup> Im Vergleich zu Bankkrediten, die in manchen Fällen in den unternehmerischen Handlungsspielraum eingreifen, eröffnen Hochzinsanleihen trotz der Kontrolle durch den Markt tendenziell eine höhere Flexibilität bei der Unternehmensführung.

<sup>1</sup> Siehe: E.I. Altman, The anatomy of the high yield bond market: after two decades of activity-implications for

Europe, Salomon Smith Barney, Global Corporate Bond Research Group, September 1998.

tion überwacht werden und nicht von jedem Anleger separat. Diesem, insbesondere für kleinere und mittlere Unternehmen relevanten Vorteil steht der Nachteil gegenüber, dass durch eine stärkere Bindung zwischen Bank und Unternehmen die Wettbewerbsintensität reduziert wird, was letztlich die Verhandlungsmacht der Banken stärkt.<sup>5)</sup> Folglich versuchen die Unternehmen, diesen Zielkonflikt mit Hilfe eines Finanzierungsmix zu optimieren. Dies zeigt sich auch in der Realität der Unternehmensfinanzierung, die durch den Einsatz unterschiedlicher Finanzierungsinstrumente gekennzeichnet ist.

### Strukturelle Determinanten

Die Expansion des Marktes für Unternehmensanleihen in den vergangenen Jahren war insbesondere auf das Finanzierungsverhalten grösserer Gesellschaften zurückzuführen, die den Anleihemarkt zunehmend als Alternative zum Bankkredit und der Innenfinanzierung nutzen. Hierzu haben vor allem die vollständige Liberalisierung des Kapitalverkehrs in allen Ländern der EU sowie der Wegfall des Wechselkursrisikos nach der Einführung des Euro beigetragen, indem die bislang segmentierten Märkte der verschiedenen Teilnehmerländer der EWU zusammengewachsen sind.<sup>6)</sup> Den Unternehmen eröffnet der erweiterte und damit liquidere Markt die Möglichkeit, auch großvolumige Emissionen zu günstigen Konditionen zu platzieren. Zudem gibt es Hinweise darauf, dass die direkten Emissionskosten auf Grund des intensivierten Wettbewerbs zwischen den Investmentbanken im Zuge der Währungsunion gesunken sind.<sup>7)</sup>

Auch die zunehmende Risikoorientierung im Kreditgeschäft der Banken dürfte den Markt für Unternehmensanleihen beeinflusst haben. So haben die Weiterentwicklung der bankaufsichtlichen Regulierungsvorschriften und insbesondere die geplanten Eigenkapitalrichtlinien des Baseler Ausschusses für Bankenaufsicht (Basel II) dazu geführt, dass die Banken ihre Verfahren zur Messung und Steuerung der Kreditrisiken verbesserten. Dies hatte wiederum eine risikoadäquatere Preisgestaltung bei den Krediten zur Folge. Infolgedessen erhöht sich vor allem bei größeren Unternehmen die Substituierbarkeit – und damit der Wettbewerb – zwischen Bankkrediten und Anleiheemissionen.

Schließlich hat auch die Liberalisierung wichtiger Märkte außerhalb des Finanzsektors Spuren am Unternehmensanleihemarkt hinterlassen. So entstand durch die Deregulierung bei vielen europäischen Unternehmen, allen voran der Telekommunikationsbranche, ein hoher Finanzbedarf, der teilweise über die Begebung von Anleihen gedeckt wurde.

### Temporäre Faktoren

Darüber hinaus haben in den vergangenen Jahren auch temporäre Einflüsse eine Rolle gespielt. So unterlag das Mittelaufkommen deutscher Unternehmen starken Schwankun-

*... größere Marktnähe der Bankfinanzierung...*

*... und Deregulierung an Güter- und Dienstleistungsmärkten*

*Technologieboom, Unternehmensübernahmen...*

5 Vgl.: R.G. Rajan, *Insiders and outsiders: the choice between informed and arm's-length debt*, in: *Journal of Finance* 47, 1992, S. 1367–1400.

6 Siehe: Deutsche Bundesbank, *Die internationale Integration der deutschen Wertpapiermärkte*, Monatsbericht, Dezember 2001, S.15-28.

7 Siehe: J.A.C. Santos und K. Tsatsaronis, *The cost of barriers to entry: evidence from the market for corporate euro bond underwriting*, BIS Working Paper no 134, 2003.

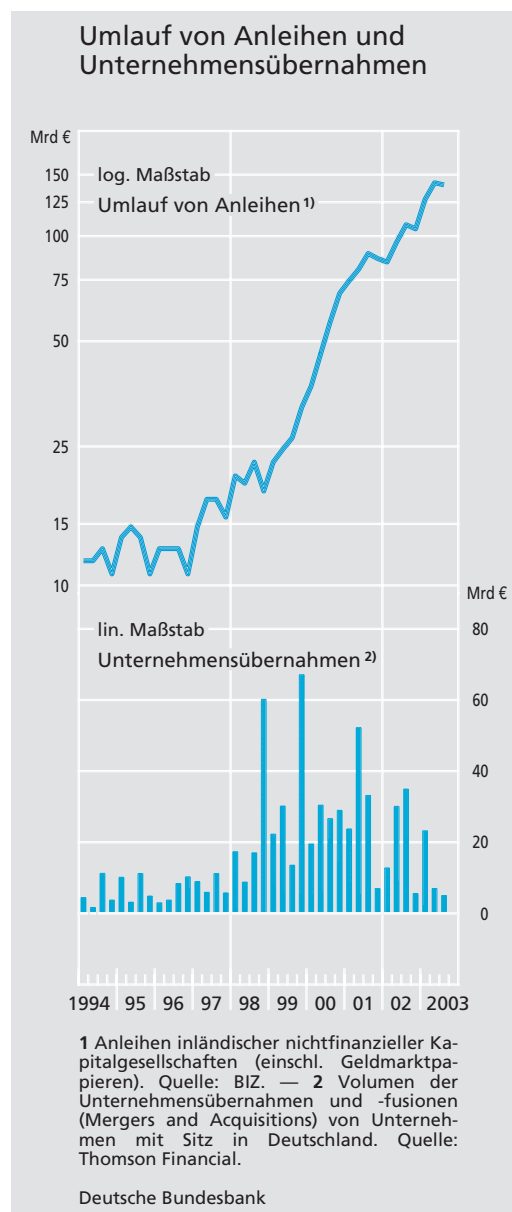
*Erhöhte Marktliquidität nach Einführung des Euro, ...*

gen. Während sich die deutschen Unternehmen vor 1998 überwiegend durch einbehaltenen Gewinne und Abschreibungen, also „von innen“, finanzierten, nahm in der Folge des Technologiebooms, zahlreicher Fusionen und Übernahmen und des Erwerbs der UMTS-Lizenzen die Nachfrage nach einer Mittelbeschaffung „von außen“ spürbar zu. Dies belebte die Emissionstätigkeit deutscher Unternehmen am EWU-Rentenmarkt. Empirische Studien zum Emissionsverhalten von Unternehmen zeigen, dass insbesondere Unternehmensübernahmen und -fusionen (M&A) in den späten neunziger Jahren einen erhöhten Mittelbedarf mit sich brachten.<sup>8)</sup> Dabei wurden Unternehmenskäufe nicht immer unmittelbar mit der Ausgabe von Anleihen finanziert, sondern häufig zunächst Überbrückungskredite von Banken gewährt.<sup>9)</sup> Ein weiterer empirisch relevanter Faktor bei der Emissionsentscheidung sind die Kosten der Anleihefinanzierung im Vergleich zu den Kosten anderer Finanzierungsformen, wie etwa von Aktienemissionen oder Bankkrediten. Eine höhere Aktienmarktbeurteilung senkt tendenziell das Emissionsvolumen von Anleihen. Im Umkehrschluss scheint die schwache Aktienmarktentwicklung der letzten Jahre der starken Emissionstätigkeit der Unternehmen Vorschub geleistet zu haben. Die Verschuldung über den Anleihemarkt bietet den Unternehmen neben anderen Finanzierungsformen daher eine zusätzliche Möglichkeit zur Kapitalbeschaffung.

... und die relativen Kosten der Anleihefinanzierung ...

... verloren nach 2000 an Bedeutung

Diese temporären Faktoren verloren mit dem Ende des Technologie- und Übernahmecoorts sowie dem Kurseinbruch an den Aktienbörsen seit 2000 an Bedeutung. Die

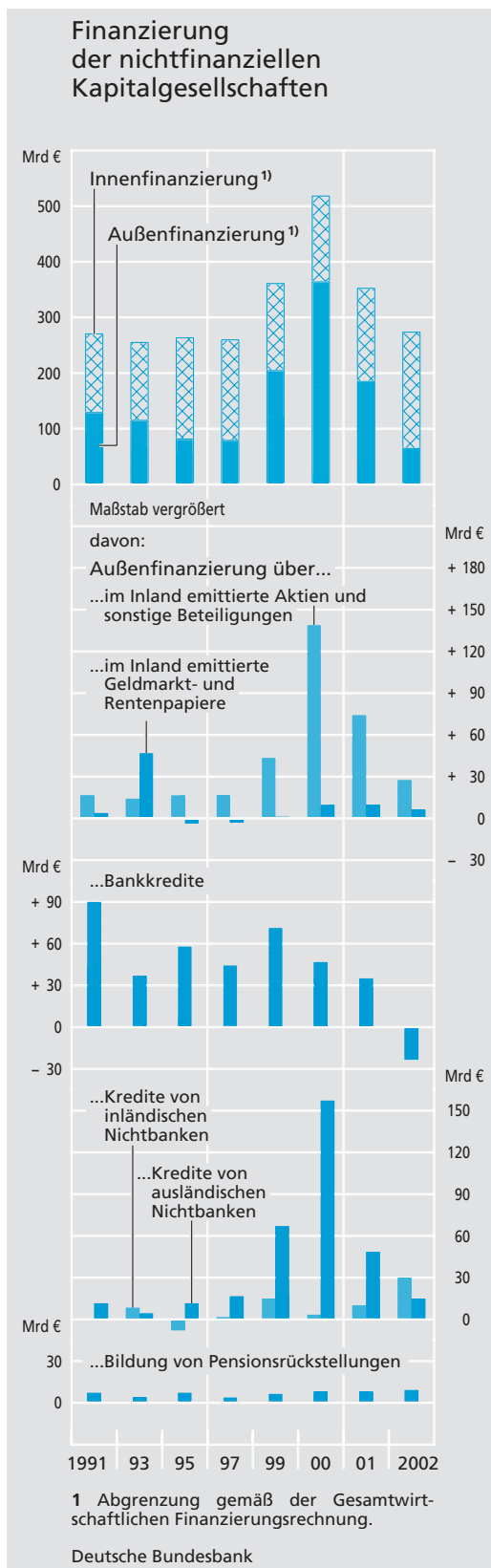


Außenfinanzierung nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften, die zwischen 1999 und 2001 ihre Innenfinanzierung<sup>10)</sup> übertraf (vgl. Schaubild auf S. 22), ging danach deutlich zurück.

<sup>8</sup> Siehe z. B.: G. de Bondt, Euro area corporate debt securities market: first empirical evidence, EZB Working Paper no 164, 2002.

<sup>9</sup> Die Analysen von de Bondt (2002) deuten dabei auf eine Verzögerung von bis zu drei Quartalen hin.

<sup>10</sup> Nach Abgrenzung der Gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsrechnung, die Pensionsrückstellungen zur Außenfinanzierung zählt.



Durch den Investitionseinbruch nach dem Platzen der Technologieblase und der im weiteren Verlauf verhalteneren Emissionstätigkeit deutscher Unternehmen sowie einer sehr schwachen Vergabe von Bankkrediten war im Jahr 2002 die Innenfinanzierung wieder die vorherrschende Finanzierungsform.

### Aspekte der Preisbildung

Mit der wachsenden Bedeutung von Anleihen bei der Unternehmensfinanzierung rückt die Preisbildung am Markt für Unternehmensanleihen zunehmend in das Blickfeld. Im Vordergrund steht dabei die Einschätzung der Ausfallrisiken durch Ratingagenturen sowie die Zyklicität der Renditen am Sekundärmarkt. Beide haben maßgeblichen Einfluss auf die Finanzierungsbedingungen der Unternehmen. Übermäßige Renditeschwankungen von Unternehmensanleihen, die deutlich über die Bewegungen im allgemeinen Zinsniveau zuzüglich einer Prämie für die höheren Bonitätsrisiken hinausgehen, können zu Überinvestitionen in Zeiten zu niedriger Renditeaufschläge und zu Unterinvestitionen in Zeiten sehr hoher Zinsaufschläge führen. Im Vergleich zu einem Finanzsystem, bei dem die relativ stetige Kreditvergabe durch Hausbanken dominiert, könnte ein rein marktbasierendes System der Unternehmensfinanzierung zu größeren Fluktuationen in der Mittelaufnahme und letztlich auch in den realen Investitionen führen.

*Zyklicität der Finanzierungsbedingungen*

Ratingagenturen haben in Deutschland und Europa seit den späten neunziger Jahren bei der Einschätzung der Kreditwürdigkeit deut-

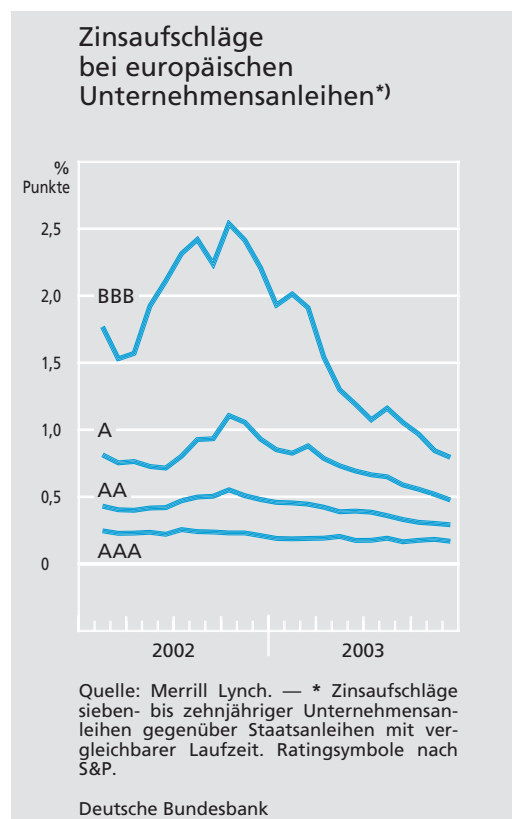
*Beurteilung der Ausfallrisiken durch Ratingagenturen*



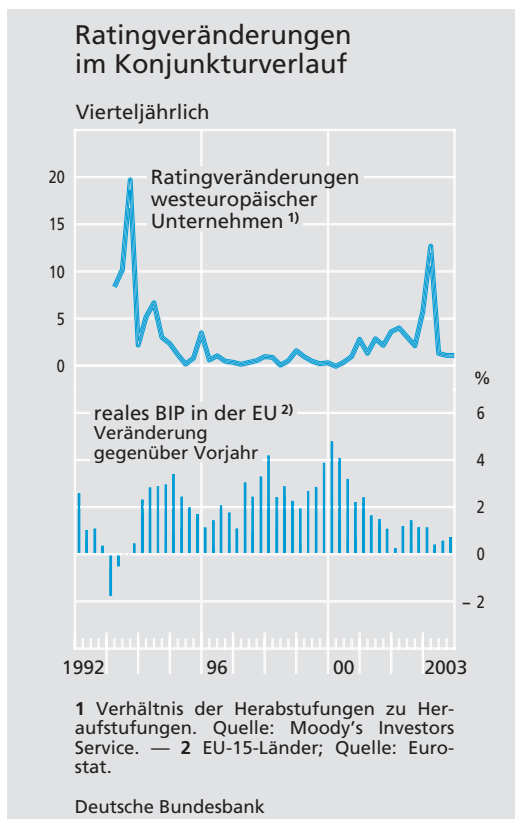
lich an Bedeutung gewonnen. Ihr Urteil beeinflusst nicht nur die Investitionsentscheidungen potenzieller Anleger, sondern auch die Emissionsentscheidung der Unternehmen. Denn die Beurteilung durch die Ratingagenturen spiegelt sich in den Zinsen wider, die ein Emittent bieten muss, und beeinflusst damit maßgeblich seine Finanzierungskosten. So betrug etwa der durchschnittliche Zinsaufschlag (gegenüber Staatsanleihen gleicher Laufzeit) von sieben- bis zehnjährigen europäischen Unternehmensanleihen der höchsten Ratingklasse (AAA) von April 2002 bis Januar 2004 rund einen viertel Prozentpunkt. Unternehmen, welche mit der untersten Stufe des Investmentbereichs (BBB) bewertet wurden, mussten hingegen durchschnittlich rund 1¾ Prozentpunkte als Zinsaufschlag aufbringen. Für Anleihen, deren Emittenten nicht mehr dem Investmentbereich zugeordnet werden, liegen die Zinsaufschläge noch höher. Ein Rating von C war im Durchschnitt der vergangenen zwei Jahre mit einem Aufschlag von über 20 Prozentpunkten verbunden. Der Zinsaufschlag kompensiert damit die Investoren für das höhere Ausfallrisiko eines Unternehmens mit schlechterer Kreditwürdigkeits-einschätzung.

*Konjunktur-  
abhängigkeit  
von  
nachrangiger  
Bedeutung für  
den Rating-  
prozess, ...*

Etwa knapp 90% der von der Ratingagentur Moody's beurteilten ausstehenden Unternehmensanleihen in Europa verfügen über eine Einstufung im Investmentbereich. Die Ratingeinschätzungen individueller Unternehmen sind dabei über die Zeit hinweg recht stabil. Die langfristige Wahrscheinlichkeit, dass ein Unternehmen der Ratingklasse Aaa von Moody's innerhalb eines Jahres in eine tiefere Ratingklasse abfällt, beträgt lediglich gut 9%.



Bei einem Unternehmen der Ratingklasse B beträgt die Wahrscheinlichkeit, dass es zu einer Ratingherabstufung innerhalb eines Jahres kommt, gut 12%. Die relative Konstanz der Ratingeinschätzung resultiert dabei aus dem Versuch der Ratingagenturen, Unternehmen möglichst unabhängig vom Konjunkturzyklus zu bewerten („rating through the cycle“). Über fast alle Ratingklassen hinweg waren Herabstufungen wahrscheinlicher als Heraufstufungen. Dies mag eine gewisse Selektion widerspiegeln, dass vor allem „gute“ Unternehmen Anleihen emittieren beziehungsweise Unternehmen zu einem Zeitpunkt eine Anleiheemission wählen, wenn sie von den Ratingagenturen eine gute Beurteilung erhalten. Trotz der mittelfristigen Ausrichtung der Ratingagenturen im Konjunkturzyklus kommt es aber zu merk-



lichen Schwankungen im Verhältnis zwischen Ratingverschlechterungen und -verbesserungen (vgl. oben stehendes Schaubild). So war das Verhältnis zwischen der Anzahl der Herabstufungen und den Heraufstufungen in konjunkturellen Schwächephasen tendenziell höher (etwa 1993 bzw. nach 2000). In konjunkturellen Hochphasen hingegen überstiegen zeitweise die Heraufstufungen die Herabstufungen. Im Verhältnis zur Gesamtanzahl der bewerteten Anleihen war die Anzahl der Ratingänderungen gleichwohl sehr gering. Die Zyklizität der Bewertungen der Ausfallrisiken betraf daher nur einen geringen Teil der Unternehmensanleihen.

Unabhängig von Veränderungen der Ratingeinschätzungen kam es im Zeitablauf zu deutlichen Schwankungen der Zinsaufschläge

für Anleihen bestimmter Ratingklassen. Betrag dieser Aufschlag für europäische Unternehmen der Ratingstufe BBB noch im Jahr 2002 zeitweise weit über zwei Prozentpunkte, sank dieser Wert zum Ende des Jahres 2003 auf unter einen Prozentpunkt. Der Renditerückgang war bei hochverzinslichen Schuldtiteln mit hoher Ausfallrate noch ausgeprägter. Der Zinsaufschlag von europäischen Anleihen der Ratingklasse C sank von über 30 Prozentpunkten im Jahre 2002 auf unter zehn Prozentpunkte im darauf folgenden Jahr. Zu einem gewissen Teil lassen sich solche Schwankungen der Zinsaufschläge empirisch mit den Einflussfaktoren eines strukturellen Bewertungsmodells für risikobehaftete Schuldverschreibungen beschreiben (vgl. Erläuterungen auf S. 25). Als Einflussfaktoren werden dabei die Entwicklung und Volatilität der Aktienkurse, das Zinsniveau risikofreier Anlagen und der Verschuldungsgrad der Unternehmen identifiziert.

## Ausblick

Neben den traditionell wichtigsten Emittenten von Schuldverschreibungen, den Finanzinstituten und der öffentlichen Hand, haben in den letzten Jahren zunehmend auch die nichtfinanziellen Unternehmen solche Papiere begeben. Während der Netto-Absatz in diesem Marktbereich mitunter beträchtlich schwankte, stieg das Marktvolumen insgesamt kräftig an. Die Unternehmen erschlossen sich damit neben den Bankkrediten eine weitere bedeutende externe Finanzierungsquelle.

*... dennoch schwanken Zinsaufschläge deutlich im Zeitablauf*

*Unternehmensanleihe als zunehmend wichtige Finanzierungsform...*

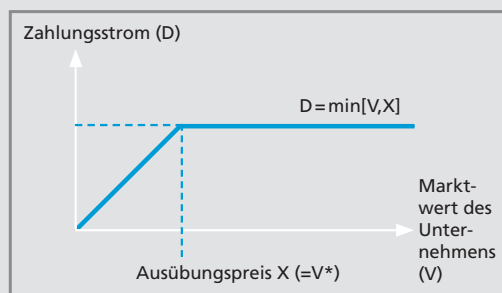
## Strukturelles Bewertungsmodell für Unternehmensanleihen

Ein in der finanztheoretischen Literatur allgemein gebräuchlicher Ansatz zur Bewertung von Unternehmensanleihen ist der von Merton (1974).<sup>1)</sup> Danach entsprechen die Zahlungsströme aus dem Halten einer mit Ausfallrisiko behafteten Unternehmensanleihe denjenigen, die sich aus dem Kauf eines risikolosen Vermögenstitels und dem Verkauf einer Put-Option auf den Marktwert des Unternehmens mit dem Nominalwert der Anleihe als Ausübungspreis ergeben.

Der dahinter liegende Gedanke lässt sich an einem einfachen Beispiel illustrieren: Ein Unternehmen emittiert eine Null-Kupon-Anleihe mit einem Nominalwert  $X$ . Wenn der Marktwert des Unternehmens  $V$  bei Fälligkeit der Anleihe über dem Nominalwert der Anleihe ( $V$  größer als  $X$ ) liegt, erhalten die Anleihegläubiger den Betrag  $X$  zurück. Fällt hingegen der Marktwert  $V$  unter den Nominalwert der Anleihe  $X$  ( $V$  kleiner als  $X$ ), so erhalten die Gläubiger (bei einer Gesellschaft mit beschränkter Haftung) lediglich den Betrag  $V$  (entspricht dem vollständigen Marktwert) zurück. Der Rückzahlungsbetrag  $D$  an die Gläubiger wird folglich bestimmt durch  $D = \min[V, X]$  (siehe nebenstehendes Schaubild<sup>2)</sup>). Der Rückzahlungsbetrag  $D$  ähnelt damit dem Zahlungsstrom einer Option auf den Marktwert des Unternehmens mit dem Nominalwert der Anleihe als Ausübungspreis. Der Käufer der Anleihe gewährt somit den Eigentümern des Unternehmens (mit beschränkter Haftung) eine Put-Option, die diese ausüben werden, sobald der Marktwert des Unternehmens unterhalb des Nominalwerts der Anleihe liegt. Der Kauf einer Unternehmensanleihe ist somit identisch mit dem Halten einer Kombination aus einer äquivalenten risikofreien Anleihe und einer Stillhalterposition einer Put-Option (Short-Put) auf den Marktwert des Unternehmens mit dem Nominalwert als Ausübungspreis.

Der Preis einer risikobehafteten Unternehmensanleihe setzt sich also aus dem Preis einer risikofreien Anleihe derselben Laufzeit abzüglich dem Preis der Put-Option

1 R.C. Merton: On the pricing of corporate debt: the risk structure of interest rates, in: Journal of Finance 29, 1974, S. 449-470. — 2 Quelle: A. Bevan und F. Garzarelli: Corporate bond spreads and the business cycle, in: Journal of Fixed Income 9(4), 2000, S. 8-18. — 3 Diese Variablen ergeben sich analog aus den allgemeinen Faktoren der Optionsbewertung: Preis und Volatilität des Basiswertes, Ausübungspreis der Option und Höhe des risikofreien Zinses. Die Restlaufzeit der Option kann in diesem Fall vernachlässigt werden, falls diese mit derjenigen der risikofreien Anleihe übereinstimmt. — 4 Für die empirische Analyse der Anleihespreads im Euro-Raum wurden folgende Variablen verwendet: Zinsaufschlag: Differenz der Renditen eines Unternehmensanleiheindex der Ratingkategorie BBB und einem Index für europäische Staatsanleihen (jeweils sieben bis zehn Jahre Restlaufzeit); Aktienkurs: Dow-Jones-Euro-STOXX-Index;



zusammen. Gemäß der Optionspreistheorie sollte sich der Wert der Put-Option ableiten aus dem Nominalwert der Anleihe beziehungsweise dem Verschuldungsgrad (=Ausübungspreis der Option), der Höhe und Volatilität des Marktwerts des Unternehmens und der Höhe des risikofreien Zinses.<sup>3)</sup> Ein höherer Verschuldungsgrad und höhere Volatilität des Marktwerts erhöhen dabei den Wert der Put-Option und damit auch die Zinsspanne der Unternehmensanleihe gegenüber einer risikofreien Anlage. Ein höherer risikofreier Zins hingegen senkt den Wert der Put-Option und sollte demnach den Wert der Unternehmensanleihe erhöhen (=sinkende Zinsspanne). Ein höherer Marktwert (Aktienkurs) senkt den Wert der Put-Option und damit auch den Zinsaufschlag der risikobehafteten Anleihe.

Die aus dem Modell abgeleiteten Einflussfaktoren finden auch in einer empirischen Analyse Bestätigung. So erklärt eine einfache Regression für Anleihen mit einem BBB-Rating im Euro-Raum seit 1999 mit den Faktoren aus dem Merton-Ansatz als unabhängige Variablen rund 45% der monatlichen Veränderungen der Zinsaufschläge.<sup>4)</sup> Den Ergebnissen zufolge haben der Rückgang der Volatilität am Aktienmarkt und steigende Aktienkurse zum deutlichen Rückgang der Zinsaufschläge seit dem Jahr 2002 beigetragen.<sup>5)</sup> Das im Vergleich zur Zeit davor geringere Wachstum der Verschuldungsquote europäischer Unternehmen dämpfte dabei die Zinsaufschläge.

Volatilität: Implizite Volatilität des Dow-Jones-Euro-STOXX-Index; Risikofreier Zins: Rendite zehnjähriger Staatsanleihen aus dem Euro-Raum; Verschuldungsgrad: Verhältnis von Unternehmensverschuldung (Anleihen und Bankkredite) zu Bruttoinlandsprodukt (linear interpoliert von Quartals- auf Monatsfrequenz) im Euro-Raum. Die Schätzung erfolgt in ersten Differenzen auf Grund der Nicht-Stationarität der Variablen. Quelle: Merrill Lynch, BIZ, Thomson Financial Datastream. — 5 Der Einfluss des risikofreien Zinses ist dabei aber schwer festzustellen. Dies hängt möglicherweise mit der relativ kurzen Beobachtungsperiode für europäische Daten zusammen. Bevan und Garzarelli (2000) zeigen für den US-Anleihemarkt im Zeitraum 1960 bis 1999, dass zwischen Staatsanleihenrenditen und Zinsaufschlägen für Unternehmensanleihen eine (positive) Langfristbeziehung besteht (Kointegration).

*... dürfte noch  
an Bedeutung  
gewinnen*

Die zunehmende Finanzmarktorientierung der Banken und die Renditeorientierung der Anleger dürfte dem Markt auch in Zukunft Dynamik verleihen. Nicht nur der Rückblick auf die Marktentwicklung in den USA, sondern auch die Erfahrungen in Großbritannien und Frankreich sprechen für ein beträchtliches Potenzial dieses Finanzierungsinstruments. Das Entstehen eines Marktes für hochverzinsliche Anleihen ermöglicht grundsätzlich auch Unternehmen ohne ein Rating im Investmentbereich eine Inanspruchnahme des Kapitalmarkts. Zugleich ist wegen der im internationalen Vergleich wesentlich größeren Bedeutung kleinerer und mittlerer Unternehmen in der deutschen Wirtschaft, die allein auf Grund ihrer Größe nicht als selbständige Anleiheemittenten in Betracht kommen, davon auszugehen, dass die Kreditfinanzierung auch weiterhin einen hohen Stellenwert behält. Das muss für die Unternehmensfinanzierung in Deutschland nicht von Nachteil sein. So lassen sich nämlich die Vorteile von Finanzierungen am Kapitalmarkt für kleinere Unternehmen auch auf andere Weise sichern,

wie beispielsweise durch die indirekte Verbriefung von traditionellen Bankkrediten, für die im Rahmen der „True-Sales“-Initiative der deutschen Banken eine neue Plattform geschaffen worden ist.

Von der Anlegerseite aus betrachtet, sind die Voraussetzungen für ein weiteres Marktwachstum günstig. Das mit dem notwendigen Aufbau einer ergänzenden kapitalgedeckten Altersvorsorge wachsende Aufkommen an Spargeldern stellt ein tendenziell zunehmendes Potenzial für die weitere Expansion des Marktes für Unternehmensanleihen dar. Auch die Etablierung wichtiger, die Marktentwicklung abbildender Indizes dürfte die Liquidität und das Wachstum des Marktes unterstützen. Hindernisse liegen vor allem noch in den Unterschieden im nationalen Insolvenzrecht und beim Gläubigerschutz im Kapitalmarktrecht, die aus der Sicht internationaler Investoren beträchtliche Hürden für einen Markteintritt darstellen. Hier für eine stärkere Harmonisierung zu sorgen bleibt eine wichtige Aufgabe.

*Marktbelebung  
durch  
institutionelle  
Investoren zu  
erwarten*