Das Konkursrisiko in strukturierten Produkten

Anleger mit Zertifikaten sind Gläubiger des Emittenten und müssen seine Bonität beachten.

PHILIPPE BÉGUELIN

Wird eine Bank im Notfall vom Staat gerettet oder nicht? Die Antwort auf diese Frage ist wichtig für Investoren, die strukturierte Produkte besitzen. Im Konkursfall droht der Verlust des eingesetzten Kapitals, wie Anleger nach der Pleite von Lehman Brothers im September 2008 schmerzlich erfuhren. Im Oktober geriet dann die UBS in beängstigende Schieflage.

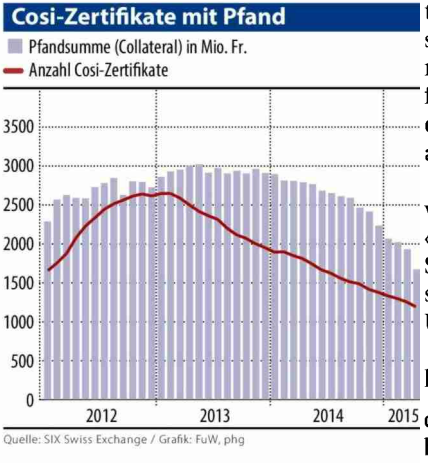
Weil sich nun die Rahmenbedingungen für den Konkurs oder die Sanierung – die sogenannte Abwicklung – der Banken ändern, wird ihre Bonität neu beurteilt. Im Krisenfall sollen zunächst die Gläubiger des in Schieflage geratenen Instituts herangezogen werden und nicht der Steuerzahler. Damit muss die bislang in den Ratings berücksichtigte Wahrscheinlichkeit für eine Stützung durch den Staat neu gewertet werden. Als Erste hat die Agentur Fitch das Rating verschiedener europäischer Finanzinstitute herabgestuft.

«Hintergrund sind die sogenannte BRRD, die Bank Recovery and Resolution Directive, und die damit verbundene gesunkene Bereitschaft von Regierungen, Geldhäuser im Krisenfall zu stützen», erklärt Christian Giesen von Fitch. Herabstufungen werden auch von Standard & Poor's erwartet, die Agentur will in Kürze neue Ratings für die systemrelevanten Banken vorlegen. Moody's hat ihre Methode für Bankratings im März verändert und revidiert nun ebenfalls sukzessive die Bonitätsnoten.

Kein Fondsvermögen

Zu den Gläubigern gehören auch Anleger mit strukturierten Produkten. Diese sind keine Fonds mit einem separaten und rechtlich geschützten Vermögen, sondern Schuldverschreibungen des Emittenten, die bei einer Pleite zusammen mit Obligationen und anderen Forderungen in die Konkursmasse kommen.

Fitch hat vor allem Banken aus Deutschland und Österreich herabgestuft. Am heftigsten traf es die Commerzbank, die auch hierzulande Zertifikate emittiert. Ihr Rating wurde von A+ um vier Stufen auf BBB gesenkt. Das ist die zweitunterste Bonitätsnote der Anlagequalität (Investment Grade, Rating AAA bis BBB–). Die Ausfallwahrscheinlichkeit betrug in der Vergangenheit über zehn Jahre kumuliert für AAA-Anleihen 0,5% und für BBB-Anleihen 4,6%. Deutsche Bank wurde um eine Stufe von A+ auf A herabgestuft. Die Bonitätsnote von Credit Suisse und UBS hat Fitch jeweils mit A bestätigt, der Ausblick ist stabil.



Quelle: SIX Swiss Exchange / Grafik: FuW, phg

Ebenfalls vergangene Woche hat Moody's die Ratings einiger Schweizer Banken verändert. Mehrere Verbesserungen gab es beim Deposit-Rating, das für Bankeinlagen relevant ist. Beim Emittentenrating ging es für die Waadtländer Kantonalbank zwei Stufen hinauf, von A1 auf Aa2. Zurückgesetzt um eine Stufe wurde Bank Julius Bär, von A1 auf A2. Der Ausblick bleibt negativ. Die Überprüfung von Credit Suisse und UBS ist noch im Gang.

Pfand dient als Sicherheit

Eine Übersicht zu den Ratings der hiesigen Emittenten liefert der Schweizerische Verband für Strukturierte Produkte SVSP (www.svsp-verband.ch) in der Rubrik «Strukturierte Produkte» unter «Emittentenbonität». Dort stehen ausser dem Rating auch der marktbasierte Risikoaufschlag (Credit Spread) und die buchhalterische Kernkapitalquote (Tier 1). Aufgeführt ist dies jeweils für die Organisationseinheit des Emittenten, die die Produkte ausgibt, also für das Emissionsvehikel.

Die Ratings der drei grossen Agenturen verknüpft das deutsche Fachmagazin «ZertifikateBerater» zum DZB Rating-Score (www.zertifikateberater.de). Dort sind unter anderem auch Credit Suisse, UBS und Bank Vontobel aufgeführt.

Anleger können sich gegen das Konkursrisiko des Emittenten absichern, indem sie strukturierte Produkte mit Pfandbesicherung kaufen. Dazu bietet SIX Swiss Exchange die sogenannten Collateral Secured Instruments (Cosi). Der Emittent hinterlegt für jedes Produkt gewisse von SIX zugelassene Sicherheiten (Collateral). Dieses Pfand besteht aus Obligationen, Cash oder Aktien. Es wird im Ernstfall verwertet, sodass der Anleger innerhalb von dreissig Tagen sein Geld zurückerhält. Der Ausfallschutz kostet gemäss SIX 0,4 bis 0,5 Prozentpunkte – um dieses Ausmass wird die Rendite des Zertifikats geschmälert.

Diese Kosten können variieren, weil je nach Anbieter die Beschaffung der Sicherheiten unterschiedlich teuer ist.

Lanciert wurde Cosi im Herbst 2009, ein Jahr nach Lehman. Bis Frühling 2013 stieg die Anzahl Cosi-Produkte auf 2654 und die Pfandsumme auf gut 3 Mrd. Fr. (vgl. Grafik). Seither ist das Segment geschrumpft; die Pfandsumme auf 1,7 Mrd. Fr. und die Anzahl Cosi-Produkte auf 1197. Zum Vergleich: Insgesamt sind an der SIX 11691 Zertifikate (ohne Hebelprodukte) kotiert.

Ursache für den Rückgang sind sicherlich die Massnahmen der Europäischen Zentralbank, die die Krisengefahr vermindert haben. Das Null- respektive Negativzinsumfeld beeinträchtigt zudem die Konditionen von Zertifikaten. Da sind weniger Anleger bereit, die Kosten für das Pfand in Kauf zu nehmen. Cosi sei fest im Markt etabliert, erklärte Christian Reuss, CEO bei SIX Structured Products Exchange, im FuW-Interview. «Cosi ist ein klassisches Krisenprodukt. Läuft der Markt hingegen gut, dann lässt das Bedürfnis nach Sicherheit eher nach.»

Neuer Schuldner für Rendite

Eine interessante Variante sind Cosi-Produkte mit Referenzschuldner. Auch dort sichert das Pfand das Ausfallrisiko des Emittenten ab. Dafür übernimmt der Anleger das Konkursrisiko eines Referenzschuldners – dieser ist kein Finanzinstitut. Beispiele dafür sind Holcim, Newmont Mining oder Alcoa. Ihre Kreditwürdigkeit ist für den Investor ausschlaggebend.

Für das Eingehen dieses Kreditrisikos erhält der Anleger bessere Produktkonditionen. Zudem lassen sich damit die Ausfallrisiken im Portefeuille – ähnlich wie bei Obligationen – auf Schuldner aus verschiedenen Branchen diversifizieren.