

# *Zinsen verstehen* und nutzen

Chancen und Risiken bei  
Anleihen: Ein Leitfaden  
für Investoren

von Dr. Andreas Beck &  
Nicolas Kocher

Zinsen erhalten

**€1,073**

Zinsen erhalten

**€638**

---

# *Zinsen verstehen* und nutzen

*Chancen und Risiken bei Anleihen:  
Ein Leitfaden für Investoren*

**Dr. Andreas Beck & Nicolas Kocher**

# Hintergrund

Gute zehn Jahre gab es keine Zinsen. Sinnvolle Geldanlagen konzentrierten sich auf die Assetklassen Immobilien und Aktien. Das hat sich schlagartig geändert. In historisch einmaligem Tempo haben die Zentralbanken von einem Nullzins- auf ein Hochzins-Niveau umgeschaltet. Privatanleger, Geschäftskunden und institutionelle Investoren können wieder zu attraktiven Konditionen Geld parken und Reserven halten.

Zinsanlagen sind einfach. Man verleiht sein Geld für eine festgelegte Zeit (z.B. 2 Jahre) an einen Schuldner (z.B. eine Bank) und bekommt dafür einen vereinbarten Zins (z.B. 4%). Verbriefte wird dieser Zahlungsstrom in Form von einer Anleihe. Die Geldgeber, also die Käufer einer Anleihe, wissen schon vorher, was sie bekommen und eben deshalb ist der Zinsmarkt für professionelle Investoren ein Brot und Butter Geschäft. Hier kann man laufend planbare Erträge bei geringen Kursschwankungen einsammeln. Die Kernfrage der Investoren lautet dabei: „Sind die Zinsen hoch genug und kann der Schuldner seine Zahlungsverpflichtungen sicher erfüllen?“. Da selbst bei bester Prüfung immer eine Restunsicherheit bleibt, spielt damit Risikostreuung auch bei Zinsanlagen eine wichtige Rolle.

Professionelle Investoren lösen diese Anforderung über Fonds, die breit gestreut in viele verschiedene Unternehmens- und Staatsanleihen investieren. Auf diese Art können die Zinsen umfassend bei niedrigen Schwankungsrisiken eingesammelt werden. Die Gesamtkosten (inkl. Transaktionskosten) hochwertiger institutioneller Zinsfonds mit Schwerpunkt Unternehmensanleihen liegen ca. bei 0,4% bis 0,8% im Jahr. Leider stehen Privatanlegern solche Lösungen nur zu deutlich höheren Kosten zur Verfügung, in der Regel liegen diese bei 1% bis 2% im Jahr.

Als kostengünstige Alternative können Privatanleger bei ihrer Bank eine Festgeldanlage tätigen oder in sehr günstige Geldmarktfonds investieren – die allerdings nur einen Bruchteil der Zinsmöglichkeiten nutzen. Oder sie gehen in Anleihen-ETFs, die zwar günstig, allerdings anders als Aktien-ETFs wenig effizient<sup>1</sup> sind und daher von institutionellen Investoren kaum eingesetzt werden.

Vereinfacht gesprochen ist ein Anleihen-ETF einem teuren Anleihen-Fonds für Privatanleger überlegen, aber mit einem günstigen Anleihen-Fonds für institutionelle Anleger kann er aufgrund von Ineffizienzen kaum konkurrieren.

Wir brechen die Grenzen auf und bieten mit dem **Fixed Income One (WKN: A3EEYP)** einen professionellen Zinsfonds zu institutionellen Konditionen für alle an.

Ein solcher Zinsfonds ist einfach und transparent, man könnte auch sagen langweilig. Was aber den eigentlichen Qualitätsunterschied bei verschiedenen Zinsanlagen ausmacht, ist komplex. In diesem Dokument gehen wir auf diese

---

<sup>1</sup> Die Transaktionskosten spielen bei Unternehmensanleihen eine zentrale Rolle. Dennoch werden sie in den üblichen Kostenkennzahlen bei ETFs in der Regel nicht angezeigt.

---

Aspekte ein. Insbesondere geht es um die Frage, warum es noch niemand geschafft hat, einen Anleihen-Index zu konstruieren, der qualitativ mit einem Aktien-Index mithalten könnte.

# Einleitung

Wer will nicht gerne 4% sicher verdienen? Oder 6%? Aufgrund der sprunghaft gestiegenen Zinsen erscheint vieles wieder möglich und für Investoren lohnt sich eine Auseinandersetzung mit dem Zinsmarkt. Aber der Schein trügt – nirgendwo wird so viel Geld liegen gelassen, wie bei Zinspapieren. Man muss genau hinsehen und verstehen, welche Erträge generiert werden und welche Risiken damit verbunden sind.

Dennoch eröffnen die neuen Zinsniveaus wieder Möglichkeiten, Gelder zu attraktiven Konditionen zu parken. Das ist nicht unerheblich - immerhin liegen bei vielen Privatpersonen und Unternehmen relativ konstant erhebliche Geldsummen auf schlecht verzinsten Konten. Banken werben zwar immer wieder mit besonderen Zinsen auf ihren Konten, aber diese Lockangebote sind zeitlich befristet, nur für Neugelder, nicht für Firmenkonten oder kommen von Banken mit zweifelhafter Bonität. Gemeinsam ist diesen Angeboten, dass sich die Banken ihre Erträge zurückholen, z.B. indem die Zinsen nur für ein halbes Jahr gewährt werden und danach umso niedriger ausfallen.

Das kann auch nicht anders sein. Die Banken leben in ihrem Kerngeschäft davon, die Kundeneinlagen im Sinne einer Eigenanlage in ein sicheres, aber ertragsstarkes Zinsportfolio zu investieren.

In dieser kurzen Übersicht erläutern wir den Zins- und Anleihenmarkt, möglichst einfach und praxisnah. Sowohl die Grenzen und Möglichkeiten der Anleihenmärkte für Privatanleger werden beschrieben als auch die Welt der Anleihen-ETFs. Die Funktionsweise der Märkte wird dabei anhand konkreter Wertpapiere erläutert. Dies dient ausschließlich dem besseren Verständnis und stellt keine Empfehlung für den Kauf dieser Wertpapiere dar.

Zum Abschluss erläutern wir am Beispiel unseres Zinsportfolios **Fixed Income One**, wie es möglich ist, systematisch die diversen Renditequellen des Anleihenmarktes einzusammeln und welche Schwankungsrisiken damit verbunden sind.

Über eine hochwertige Nutzung der Möglichkeiten von festverzinslichen Anlagen können Privatanleger und Unternehmen die Erträge für sich vereinnahmen, die normalerweise die Banken mit den Kundeneinlagen für sich generieren. Und eines ist sicher: Die Bank gewinnt immer (solange die Kunden die Gelder auf dem Konto lassen und die Bank in den Eigenanlagen keine Risiken eingeht).

Dabei gehen wir auch auf die Frage ein, warum wir mit dem Start dieses Zinsfonds bis Mitte Juni 2023 gewartet haben. Um am Zinsmarkt planbare Renditen zu erwirtschaften, braucht es noch eine Bedingung: Einen risikolosen Zins in angemessener Höhe – und einen solchen gibt es jetzt endlich wieder. Darauf musste man über zehn Jahre warten. Jetzt sollte man ihn auch nutzen.

# 1. Geldanlage aus Sicht der Kapitalmarktforschung

Geld vermehrt sich nicht von selbst. Vielmehr bekommen Sparer einen risikolosen Zins plus Risikoprämien als Entschädigung, wenn sie Geld in Form von Fremd- oder Eigenkapital investieren. Die möglichen Risikoprämien haben dabei sehr unterschiedliche Eigenschaften. Einige Risiken sind kurzfristig vernachlässigbar, steigen jedoch über die Zeit an. Andere Risiken sind kurzfristig hoch, sinken aber über die Zeit gegen Null.

## Was bedeutet „Sicherheit“ – Begriffsklärung und Lösungen

Wer nicht spekuliert, hat das Ziel einer planbaren Rendite. Dieses Ziel erfordert aus unserer Sicht ein **zeitsensitives Risikomanagement**: Je nach Fristigkeit werden andere Prämien eingesammelt und andere Sicherheitskonzepte verfolgt.

### Kurze Frist:

Sicherheit bedeutet **Stabilität**. Die jährlichen Wertschwankungen sollen geringer als die jährlichen Erträge ausfallen. Das Portfolio wird vom Risikomanagement über Stresstests gesteuert. Der Kern der Anlagen liegt in kurzlaufenden Euro Unternehmens- & Staatsanleihen (bis 5 Jahre) mit gutem Rating (Investmentgrade). Anleihen in Fremdwährungen (USD), niedrigem Rating oder längeren Laufzeiten, sowie Investitionen in Infrastrukturunternehmen mit konstanten Erträgen werden zur Optimierung beigemischt. Diese Anlagestrategie ermöglicht attraktive ordentliche Ausschüttungen in Form von Zinseinnahmen. Unternehmen und Privatanleger nutzen diese Strategie, um Gelder zu parken, Stiftungen nutzen sie zur Sicherstellung laufender Ausschüttungen.

### Lange Frist:

Sicherheit bedeutet **Resilienz**. Jährliche Wertschwankungen sind nicht relevant, vielmehr geht es um eine Optimierung des Erwartungswertes. Da man Krisen nicht vorhersagen kann, nutzt man sie in der Portfoliosteuerung. Der Kern der Anlage liegt in der „Welt AG“, bestehend aus Aktien von über 8000 Unternehmen. In normalen Marktphasen wird eine Investitionsreserve in ausfallsicheren langlaufenden Anleihen gehalten. In Krisen wird diese Reserve genutzt, um die Investitionsquote in der Welt

AG antizyklisch auf bis zu 100% hochzufahren. Diese Anlagestrategie ermöglicht hohe Renditeerwartungen, unabhängig von der Krisenanfälligkeit der Zukunft. Sie ist jedoch nur für Investoren geeignet, die „Krisen aussitzen“ können. Damit ist diese Strategie für Investoren attraktiv, die relevante Teile ihres Vermögens kurzfristig nicht benötigen, sowie für Family Offices, die in Generationen denken können.

### **Mittlere Frist:**

Sicherheit ist hier nicht eindeutig bestimmbar, da einerseits eine gewisse Stabilität gefordert wird, andererseits aber auch langfristig planbare Renditen. Insofern wird dieses Anlageziel mit ausgewogenen Mischportfolios bedient. Ein Teil wird im Sinne der kurzen, ein Teil im Sinne der langen Frist gemanagt.

Tatsächlich geben in Deutschland die meisten Privatanleger an, ein mittelfristiges Anlageziel von 3 - 5 Jahren zu verfolgen. Wir haben dieses Phänomen im Auftrag einer Fondsgesellschaft vor einigen Jahren empirisch untersucht. Dabei hat sich gezeigt, dass nach den 3 - 5 Jahren die Gelder fast immer einfach wieder 3 - 5 Jahre angelegt werden. Fast niemand verfolgt tatsächlich ein mittelfristiges Ziel.

In der Realität benötigen Privatpersonen eine Reserve (kurze Frist, Geld parken) und Investitionskapital (lange Frist, Vermögen aufbauen). Die beliebte Angabe „mittelfristig“ ist ein Missverständnis. Anleger meinen damit in Wirklichkeit „ich möchte mich nicht längerfristig festlegen“. Konkret folgt daraus, zuallererst nur in Anlagen zu investieren, die laufend wieder abgerufen werden können. Also: Keine Versicherungsverträge, keine geschlossenen Fonds, keine Anlagen mit Ausgabeaufschlägen, keine Mietimmobilien etc.

## 2. Die kurze Frist: Ziele und Grundlagen

Zur „langen Frist“ und dem Konzept der „Ultrastabilität“ verweisen wir auf unser Buch „Erfolgreich wissenschaftlich investieren“, das gebunden im Handel erhältlich ist oder unter folgendem Link als E-Book zum kostenlosen Download zur Verfügung steht:

<https://globalportfolio-one.com/e-book/>

In diesem Dokument gehen wir ausschließlich auf die „kurze Frist“ ein.

Sicherheitsorientierte Investoren (wie Stiftungen, Unternehmen oder Privatpersonen, die Geld ohne konkrete Frist parken möchten) erwarten von ihrem Portfolio drei Eigenschaften:

- 1) Kurzfristige Verfügbarkeit (die Anlagen müssen kurzfristig abrufbar sein)
- 2) Attraktive Verzinsung (jährliche Ausschüttung von ordentlichen und möglichst konstanten Erträgen)
- 3) Geringe Wertschwankungen des Portfolios und kein Ausfallrisiko

Aus diesen Zielstellungen folgen für Form und Inhalt:

### **Sondervermögen statt Konto/Festgeld<sup>2</sup>:**

Ein klassischer Investmentfonds erfüllt das Ziel der kurzfristigen Verfügbarkeit und als streng reguliertes Sondervermögen kann der Anleger den Fonds bei seiner Depotbank halten, ohne dass er dem Insolvenzrisiko der Bank oder anderer involvierter Parteien ausgesetzt ist (das ist vor allem für Unternehmensreserven relevant, die häufig die Grenze der Einlagensicherung überschreiten).

### **Anlageschwerpunkt in kurzfristigen Euro-Anleihen:**

Der Schwerpunkt des Portfolios ist in Euro-Anleihen mit guter Bonität (Investmentgrade) und kurzen Laufzeiten (0 bis 5 Jahre) zu investieren. Als Beimischung können Anleihen in Fremdwährungen, mit schlechter Bonität oder mit langen Laufzeiten, sowie liquide Infrastrukturinvestitionen mit planbaren Erträgen zur Optimierung der Rendite verwendet werden. Beides wird allerdings durch das Risikomanagement stark beschränkt.

---

<sup>2</sup> Auch Wertpapierdepots mit Anleihen sind Sondervermögen, allerdings ist die Welt der Direktanlage in Anleihen für Privatanleger sehr eingeschränkt. Daher kommen für sicherheitsorientiertes Parken von Geld in der Regel nur Investmentfonds/ETFs als Sondervermögen zum Einsatz.

Dieses Dokument stellt weder eine Empfehlung noch eine Beratung für spezifische Finanzinstrumente dar, sondern untersucht in methodischer Weise die Renditequellen am Anleihenmarkt.



## Die kurze Frist: Zwei Wege zur Sicherheit

In der Portfoliotheorie lassen sich zwei Formen des Risikomanagements für die kurze Frist unterscheiden. Aufgrund jahrzehntelanger Erfahrungen und umfassender Daten sind die Vor- und Nachteile der verschiedenen Formen bekannt.

- 1) Grundsätzlicher Verzicht auf Wertpapiere mit Wertschwankungen (Geldmarkt)

Die einfachste Anlageform für die kurze Frist besteht darin, den risikolosen Zins am Geldmarkt einzusammeln. Da hierbei die Renditen unnötig begrenzt werden, wird diese Form von professionellen Anlegern kaum angewendet. Bei Privatanlegern erfreuen sich Geldmarktfonds einer gewissen Beliebtheit, da auch diese Sondervermögen darstellen und das Insolvenzrisiko der kontoführenden Bank vermieden wird.

- 2) Risikobudgetierung (am Beispiel der Zielstellung: maximaler Ertrag bei mindestens jährlichem Kapitalerhalt)

Im institutionellen Umfeld werden gewisse Schwankungsrisiken im Portfolio toleriert. Das ist attraktiv, da sich Risikoprämien nicht linear zum Risiko verhalten. Vereinfacht gesprochen bekommt ein Investor überproportional viel Prämie, wenn er von „keine Schwankungen“ auf „geringe Schwankungen“ wechselt. Danach steigen die zusätzlichen Prämien für zusätzliche Schwankungsrisiken immer langsamer.

Grundlage der Budgetierung ist der planbare Ertrag über Zinsen (und z.B. Mieteinnahmen). Beträgt dieser Ertrag zum Beispiel 3%, dann steht ein Risikobudget für negative Wertschwankungen in Höhe von 3% zur Verfügung. Das Portfolio-Management kann für das Erreichen der 3% auch Risikoprämien einsammeln, solange die damit verbundenen Verlustrisiken im Portfolio kleiner als 3% bleiben. Dies ist ein Optimierungsproblem, je nach Zinsmarkt können z.B. 5% Zinsertrag angestrebt werden (bei einem Risiko von 5% negativer Wertschwankung) oder auch nur z.B. 1%. Dabei gilt: Je höher der risikolose Zins, desto attraktivere Renditen sind möglich. Daher waren attraktive Portfolios für die kurze Frist in den letzten Jahren nicht möglich – bei einem negativen risikolosen Zins gibt es kein Risikobudget. Jetzt hat sich der Wind gedreht und intelligente Konzepte ermöglichen es Investoren wieder zu attraktiven Konditionen Geld kurzfristig anzulegen.

Wichtig bei der Portfoliosteuerung ist die Vermeidung zyklischen Verhaltens (wie es z.B. bei CPPI-Konzepten immer wieder negativ zuschlägt<sup>3</sup>). Dies lässt sich durch eine systematische Optimierung der möglichen Renditequellen bei Anleihen und Steuerung über Stresstests (statt über Backtests) erreichen.

---

<sup>3</sup> Bei einer CPPI-Steuerung des Portfolios wird die Aktienquote auf Basis der historischen Verlustkennzahlen (genauer: des Value-at-Risk) bestimmt. Das führt zu zyklischem Verhalten – nach guten Phasen kann die Aktienquote erhöht werden und nach Einbrüchen muss verkauft werden. Dieses zyklische Verhalten kostet auf Dauer viel Rendite und ist entsprechend in der Kritik. Der Vorteil von CPPI-Steuerungen ist die rechtssichere Verankerung auf Basis objektiver Daten. Oder anders formuliert: Niemand braucht mitzudenken und niemand muss in Stressphasen Verantwortung übernehmen.

## Renditequellen bei Anleihen:

Aus der Perspektive der Kapitalmarktforschung unterscheiden sich Anleihen als Zinsanlage (Fremdkapital) grundsätzlich von Aktien als Unternehmensbeteiligung (Eigenkapital). Betrachtet man eine klassische einzelne Euro-Anleihe, so hat diese einen festen Zins und eine feste Laufzeit. Schon beim Kauf der Anleihe kennt man seine maximale Rendite bis zur Fälligkeit. Negative Überraschungen gibt es nur im Falle eines Ausfalls des Gläubigers. Bei kürzeren Laufzeiten ist dieses Risiko gut beherrschbar. Vereinfacht gesprochen: Schon heute weiß man, dass Italien oder Siemens in den kommenden 2 Jahren mit sehr hoher Wahrscheinlichkeit nicht insolvent gehen. Ob dies aber auch für die kommenden 20 Jahre gilt, ist hingegen unklar.

## Woher kommen Renditen bei Anleihen?

Man unterscheidet fünf Renditequellen:

- (1) Der **risikolose Zins** bei einer bestimmten Laufzeit (z.B. 5 Jahre).
- (2) Der Ertrag über die **Steilheit der Zinskurve** (in einem Jahr ist die 5-jährige Anleihe nur noch eine 4-jährige), was einen Kursgewinn ermöglicht.
- (3) Eine **Bonitätsprämie** – Für Anleihen mit BBB-Rating erhält man eine Risikoprämie relativ zu einer Anleihe mit AAA-Rating. Diese Prämie muss im Risikomanagement bewertet und gesteuert werden.
- (4) Eine **Liquiditätsprämie** – Je geringer das Emissionsvolumen einer Anleihe, desto höher ist diese Prämie. Sie dient als Entschädigung dafür, dass große Volumen nur mit Abschlag gehandelt werden können. Diese Prämie kann man vollständig vereinnahmen, wenn eine Anleihe bei Emission gezeichnet und bis Fälligkeit gehalten wird. Damit ist auch sie Teil des Risikomanagements, welches sicher stellen muss, dass innerhalb des Investmentfonds ausreichend liquide Anleihen gehalten werden, damit die einzelnen Investoren beliebige Ein- und Auszahlungen vornehmen können.
- (5) Eine **Non-ESG Prämie** – Da viele dominante Investoren nur noch ESG-Anleihen kaufen, müssen einige Unternehmen für ihre Anleihen höhere Zinsen bieten. Dass ESG-Ratings wenig mit der Realität von Gut und Böse zu tun haben, erläutern wir ausführlich in unserem E-Book „Grüne Geldanlagen nur für *Farbenblinde*?“.

Kostenlos zu downloaden unter: <https://www.esqi-index.com>

### 3. Erläuterungen zu den verschiedenen Renditequellen

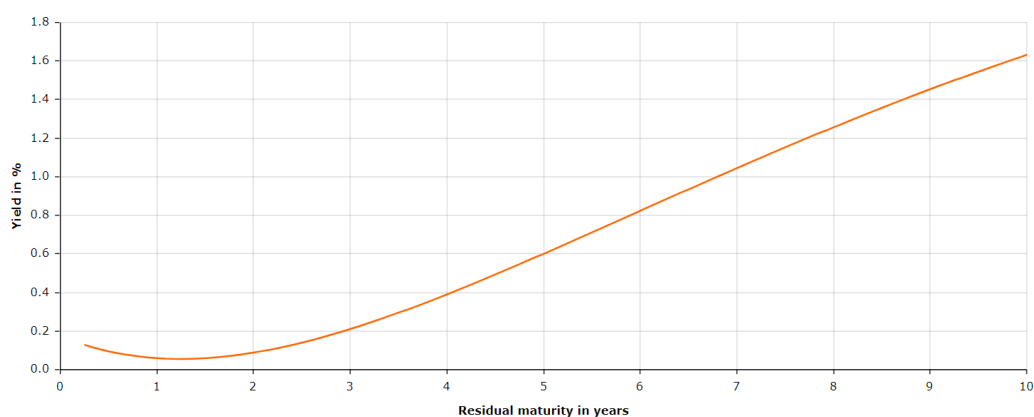
#### Erläuterung zum risikolosen Zins (1)

Klassische festverzinsliche Anleihen unterscheiden sich grundsätzlich von Aktien, da beim Kauf einer Anleihe die zukünftigen Zahlungsströme im Wertpapierprospekt rechtlich verbindlich geregelt sind. Anleihen werden am Ende der Laufzeit zu 100 Prozent (des Nennwerts) zurückbezahlt und während der Laufzeit zahlen sie einen fixen Zinskupon (relativ zum Nennwert). Dennoch schwankt der Kurs einer Anleihe während ihrer Laufzeit erheblich. Betrachten wir zur Erläuterung das Beispiel einer 10-jährigen - Staatsanleihe:

Deutschland, Bundesrepublik 1,5% 14/24 (ISIN: DE0001102358)

Diese Anleihe wurden am 21.05.2014 emittiert und läuft bis zum 15.05.2024 (in der Bezeichnung an dem Kürzel „14/24“ zu erkennen). Jährlich schüttet sie 1,5% Zins aus. Da dies als sicher gilt, besteht für regulierte Investoren mit langfristigen Zahlungsverpflichtungen (wie z.B. Versicherungsgesellschaften) die Möglichkeit, diese Anleihe während der gesamten Laufzeit zum Nennwert 100 zu bilanzieren. Als die Anleihe emittiert wurde hatte die Zinsstrukturkurve folgende Struktur. Der Zinskupon der 10-jährigen Anleihe liegt konform zur Kurve bei ca. 1,5% p.a.<sup>4</sup>.

#### Euro AAA Zinsstrukturkurve im Mai 2014



Quelle: EZB, 21.05.14

<sup>4</sup> Der Zinskupon wird vor Emission in einem Prospekt festgelegt. Die Zinsstrukturkurve kann sich bis zur tatsächlichen Emission noch leicht verändern.

Dieses Dokument stellt weder eine Empfehlung noch eine Beratung für spezifische Finanzinstrumente dar, sondern untersucht in methodischer Weise die Renditequellen am Anleihenmarkt.

Betrachten wir jetzt folgende Kurve:

### Kursverlauf der Anleihe seit Emission



Quelle: [www.boerse-frankfurt.de](http://www.boerse-frankfurt.de)

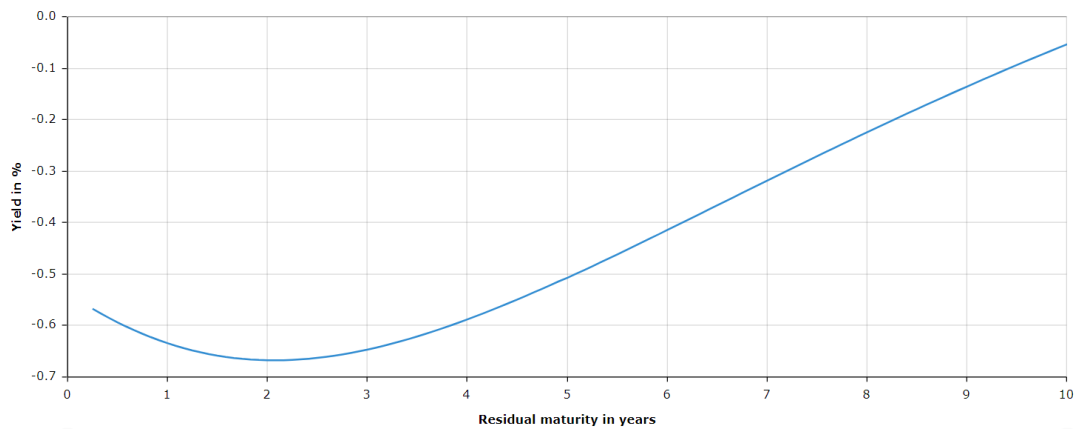
Der Kurs der Anleihe schwankt nicht unerheblich. Obwohl Investoren wissen, dass sie 2024 zu 100 zurückgezahlt wird, sind sie z.B. im Mai 2019 bereit ca. 112,5 für die Anleihe zu bezahlen. Investoren akzeptieren damit einen garantierten Kursverlust i.H.v. ca. 12,5, obwohl diesem Kursverlust nur aufsummierte Zinseinnahmen von 7,5 gegenüberstehen (5 Zinskupons á 1,5% p.a. auf den Nennwert von 100).

Die Gründe werden deutlich, wenn wir uns die Zinsstrukturkurve im Mai 2019 ansehen. Unsere Anleihe hat jetzt noch eine Restlaufzeit bis 2024 von 5 Jahren. Die Zinsen sind stark gefallen und eine jetzt begebene 5-jährige deutsche Staatsanleihe bietet einen Negativzins von -0,5% p.a.<sup>5</sup>. Geld sicher in deutschen Anleihen zu parken bringt zu dieser Zeit also keinen Zinsertrag, sondern kostet Geld.

<sup>5</sup> Eine 10-jährige Anleihe, die 2014 ausgegeben wurde, hat 2019 nur noch 5 Jahre Restlaufzeit. Sie ist für Investoren am Markt 2019 gleichwertig mit neu aufgelegten 5-jährigen Anleihen. Die geänderten Zinsniveaus spiegeln sich im Kurs der Anleihe wider. Die kuriose Situation von „Negativzinsen“ wurde bei neu emittierten Anleihen dadurch realisiert, dass die Anleihen zu einem Kurs über Nennwert emittiert wurden, bei einem Zinskupon von Null.

Dieses Dokument stellt weder eine Empfehlung noch eine Beratung für spezifische Finanzinstrumente dar, sondern untersucht in methodischer Weise die Renditequellen am Anleihenmarkt.

## Euro AAA Zinsstrukturkurve im Mai 2019



Quelle: EZB, 15.5.2019

Dieses Beispiel verdeutlicht zwei Aspekte: Erstens unterliegen auch ausfallsichere Anleihen einem Risiko schwankender Kurse. Je länger die Restlaufzeit einer Anleihe, desto höher das Schwankungsrisiko aufgrund von Zinsänderungen. Diese Steigung der Kurve zeigt die entsprechende Risikoprämie an<sup>6</sup>.

Vermeidet man dieses Schwankungsrisiko (z.B., weil man Geld mit laufender Verfügbarkeit parken möchte), dann investiert man vor allem in Anleihen mit einer kurzer Restlaufzeit. In unserem konkreten Beispiel sind die Zinsen zuerst stark gefallen, sodass das Schwankungsrisiko nicht zu einem Kursverlust, sondern zu einem Kursgewinn geführt hat.

<sup>6</sup> Damit lässt sich erklären, warum die Zinsstrukturkurve steigt. Allerdings sind sehr lang laufende Anleihen für Investoren mit entsprechend langfristigen Zahlungsverpflichtungen besonders attraktiv. Die Investoren können sich damit über einen langen Zeitraum feste Zinskupons sichern. Sie vermeiden damit das Wiederanlagerisiko. Daher gibt es auch einen Markt für 30-jährige, 50-jährige und sogar 100-jährige Staatsanleihen, obwohl die Steigung der Zinsstrukturkurve in normalen Märkten ab 7 bis 15 Jahren stark abflacht.

Grund genug diesen Abschnitt mit einem Beispiel für einen extrem hohen Kursverlust von über 50% zu beenden:

### **Österreich, Republik 0,7% 21/71 ISIN: AT0000A2QQB6)**



Quelle: [www.boerse-frankfurt.de](http://www.boerse-frankfurt.de)

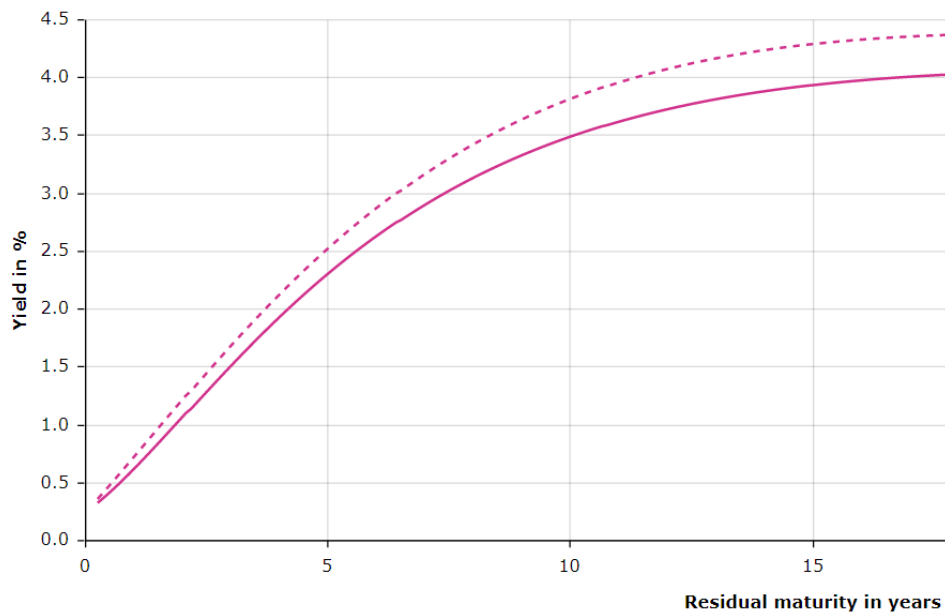
Diese mit 50 Jahren extrem langlaufende Staatsanleihe wurde zu einer Zeit mit niedrigsten Zinsen herausgegeben und die Zinsanstiege 2022 und 2023 führten zu einer entsprechenden Neubewertung nach unten.

## **Erläuterungen zur Zinsstrukturkurve (2)**

Die folgende Graphik zeigt zur Illustration eine Zinsstrukturkurve (durchgezogene Kurve) von AAA-Euro-Staatsanleihen.

Eine 5-jährige AAA-Anleihe bietet 2,3% Zins. Betrachtet man den Gesamtmarkt aller Euro Staatsanleihen (gestrichelte Linie), so kommt eine Bonitätsprämie von 0,2% p.a. hinzu. Insgesamt ist man damit bei 2,5% Zins.

## Zinsstrukturkurve AAA Euro Staatsanleihen



Quelle EZB, historisch

Hält man eine 5-jährige Anleihe mit 2,5% Zinskupon ein Jahr, dann ist man im Bereich der 4-jährigen Anleihen, die gemäß Zinsstrukturkurve einen 2% Zinskupon bieten. Das bedeutet einen Kursgewinn – die ursprünglich 5-jährige Anleihe wird jetzt nicht mehr mit 100 bewertet, sondern mit ca. 102 (damit ist die Rendite des 2,5% Kupons über die 4 Jahre Restlaufzeit relativ zur Bewertung identisch zur Rendite des 2% Kupons einer 4-jährigen Anleihe, denn  $2,5\% \times 100 \times 4 - 2 = 4\% \times 100 \times 2 = 8$ )

Insgesamt ist es in diesem Beispiel möglich, in diesem Jahr einen Zins von 2,5% plus einen Kursgewinn von 2%, also eine Gesamtrendite von 4,5% zu erzielen (bei gleichbleibender Zinsstrukturkurve).

In normalen Märkten steigt die Zinskurve, wie in der obigen Graphik, zuerst steil an und wird ab mittleren Laufzeiten immer flacher. Investoren mit dem Ziel Kursgewinne über ein „Herunterrollen der Zinsstrukturkurve“ zu generieren, investieren daher in der Regel in 3- bis 5-jährige Anleihen. Bei längeren Laufzeiten ist nicht nur die Zinsstrukturkurve flacher, auch das im vorherigen Abschnitt beschriebene Zinsänderungsrisiko beginnt alles andere zu überlagern.

\_\_\_\_\_

Betrachten wir als Beispiel die ausfallsichere deutsche Anleihe

**Deutschland, Bundesrepublik 2,2% 23/28 (ISIN: DE000BU25000)**



Quelle: [www.boerse-frankfurt.de](http://www.boerse-frankfurt.de)

Sie bietet am 14.04.23 bei einem Kurs von 98,8 eine Umlaufrendite von ca. 2,45% p.a. (der Zinskupon 2,2% p.a. bezieht sich auf 100 – da die Anleihe zu 98,8 gehandelt wird, ist die tatsächliche Umlaufrendite bis zur Fälligkeit höher, denn  $2,2 + (100 - 98,8) : 5 = 2,44$ ).

Eine portugiesische Anleihe mit ähnlicher Laufzeit wird aktuell zu 96,4 gehandelt und bietet damit über die Restlaufzeit von 5 Jahren eine Umlaufrendite von ca. 2,85% p.a. (denn  $2,125 + (100 - 96,4) : 5 = 2,845$ ).

Portugal, Republik 2,125% 18/28 (ISIN: PTOTEVOE0018)



Quelle: [www.boerse-frankfurt.de](http://www.boerse-frankfurt.de)

Dieses Dokument stellt weder eine Empfehlung noch eine Beratung für spezifische Finanzinstrumente dar, sondern untersucht in methodischer Weise die Renditequellen am Anleihenmarkt.



Die Bonitätsprämie beträgt in diesem Beispiel ca. 0,4% p.a. Zurzeit ist Portugal nicht insolvenzgefährdet (aufgrund von Interventionsmöglichkeiten der EZB), dennoch würden Investoren bei gleicher Umlaufrendite die deutsche Anleihe bevorzugen. Der Kurs (und die sich daraus ergebende höhere Umlaufrendite) spiegelt den Bonitätsunterschied wider.

Hohe Relevanz hat die Bonitätsprämie bei Ländern mit einer hohen Verschuldung in Fremdwährungen und bei Unternehmensanleihen. Hier steht keine handlungsfähige Zentralbank im Hintergrund und Zahlungsausfälle treten immer wieder auf.

Die Bonitätsprämie, zum Beispiel von Anleihen mit BBB-Rating, ist dabei über die Zeit nicht konstant.

Folgender Index der US-Zentralbank (FED) zeigt den Verlauf dieser Prämie über die Zeit eines Jahres bei US\$-Anleihen. Am 13.04.23 beträgt die Prämie 1,74% (das bedeutet vereinfacht dargestellt, dass im Falle einer Umlaufrendite risikoloser AAA US\$ Anleihen von 4% p.a., die Marktrendite einer BBB-Anleihe bei 5,74% p.a. liegt).



Quelle: Ice Data Indices, LLC, ICE BofA BBB US Corporate Index Option-Adjusted Spread [BAMLC0A4CBBB], retrieved from FRED, Federal Reserve Bank of St. Louis; <https://fred.stlouisfed.org/series/BAMLC0A4CBBB>, April 13, 2023.

Mit einem Rating von BBB ist noch keine signifikante Ausfallgefahr verbunden. Dies ändert sich bei schlechteren Ratings, sogenannten High-Yield-Bonds. Das sind Anleihen von Unternehmen, bei denen z.B. im Falle einer Konjunkturabschwächung eine konkrete Insolvenzgefahr besteht.

Damit Anleger trotzdem bereit sind, in solche risikobehafteten Anleihen zu investieren, müssen sehr hohe Bonitätsprämien gezahlt werden. Der entsprechende Index der FED weist am 14.04.23 für High-Yield-Bonds eine Prämie von 4,5% p.a. aus.



Quelle: Ice Data Indices, LLC, ICE BofA US High Yield Index Option-Adjusted Spread [BAMLH0A0HYM2], retrieved from FRED, Federal Reserve Bank of St. Louis; <https://fred.stlouisfed.org/series/BAMLH0A0HYM2>, April 14, 2023

## Erläuterung zur Liquiditätsprämie (4)

Am Anleihemarkt dominieren regulierte Investoren mit hohen Anforderungen bzgl. der Liquidität einer Anleihe. Je größer das Emissionsvolumen und je aktiver der laufende Handel, desto besser. Konkret bedeutet dies, dass bei zwei Anleihen A und B mit identischer Laufzeit, Bonität und Zinskupon, Investoren die Anleihe mit der höheren Liquidität bevorzugen. Falls A liquider als B ist, so muss B dies über eine zusätzliche Liquiditätsprämie kompensieren. In der Praxis führt dies dazu, dass die Anleihe B mit einem gewissen Kursabschlag emittiert und gehandelt wird (A wird dann zum Beispiel zu 100 ausgegeben, B aber nur zu 99,5 – bei sonst identischer Ausgestaltung erhält man in diesem Beispiel mit der Anleihe B eine zusätzliche Liquiditätsprämie von 0,5% über die Laufzeit, da beide Anleihen bei Fälligkeit mit 100 zurückgezahlt werden.)

### Beispiel: BASF

Als Beispiel betrachten wir die Unternehmensanleihe BASF SE 3,75% 22/32 (ISIN: XS2491542457), die mit einem Volumen von 750 Mio. Euro 2022 emittiert wurde und bis 2032 läuft. An der Börse Frankfurt wird ein Geld und ein Briefkurs gestellt.

	14.04.23 10:06:29
Geld	Brief
100,11	102,04
für 1.000.000 Nominal	für 1.000.000 Nominal
Differenz zum Vortag	-0,28 / -0,28%
Spread absolut / relativ	1,93 / 1,93%

Quelle: [www.boerse-frankfurt.de](http://www.boerse-frankfurt.de) am 14.4.2023

Das bedeutet, dass ein neuer Investor die Anleihe für 102,04 kaufen könnte, während ein Bestandsinvestor die Anleihe nur für 100,11 verkaufen könnte. Die Differenz wird Spread genannt und beträgt im Beispiel 1,93%. Die Umlaufrendite relativ zum Geldkurs beträgt 3,73% p.a, die zum Briefkurs jedoch nur 3,46% p.a. – oder anders formuliert: Die Anleihe ist für denjenigen, der sie schon im Depot hat (dort wird sie immer zum Geld-Kurs angezeigt) wesentlich attraktiver als für einen potentiellen Käufer, der sie neu in sein Depot nehmen möchte (und den Brief-Kurs zahlen muss).

Rendite in % zu Brief	3,4654
Rendite in % zu Geld	3,7318

Quelle: [www.boerse-frankfurt.de](http://www.boerse-frankfurt.de) am 14.4.2023

### Beispiel: Vonovia

Betrachten wir zur Erläuterung der Mechanismen noch eine weitere Anleihe eines DAX-Unternehmens mit kurzer Laufzeit und weniger Liquidität. Die Anleihe Vonovia Finance B.V. 1,5% 15/25 (ISIN: DE000A1ZY989) wurde schon 2015 mit einem Volumen von 500 Mio. Euro emittiert und läuft nur noch bis zum 31.3.2025.

Zuerst fällt auf, dass diese Anleihe deutlich unter 100 gehandelt wird. Hintergrund ist, dass sie 2015 emittiert wurde, und seinerzeit 1,5% Zinskupon konkurrenzfähig waren. Inzwischen sind die Zinsen deutlich gestiegen. Niemand würde eine Anleihe mit Laufzeit bis 2025 und gegebenem Risiko bei einem Zins von 1,5% kaufen. Der Kursverlust der Anleihe spiegelt das neue Marktumfeld wider. Durch die niedrigere Bewertung der Anleihe erhöht sich die Umlaufrendite für heutige Käufer auf das heute gestiegene Zinsniveau.

	14.04.23 10:24:15
Geld	Brief
94,00	96,05
für 5.000 Nominal	für 66.000 Nominal
Differenz zum Vortag	-1,00 / -1,05%
Spread absolut / relativ	2,05 / 2,18%

Quelle: [www.boerse-frankfurt.de](http://www.boerse-frankfurt.de) am 14.4.2023

Der Spread der Vonovia-Anleihe beträgt 2,18% und ist damit höher als bei der BASF-Anleihe. Hinzu kommt, dass sich aufgrund der kürzeren Restlaufzeit der Spread stärker auf die Umlaufrendite auswirkt. Sie beträgt zum Geldkurs 4,78% p.a. (aus der Perspektive eines Bestandsinvestors) und zum Briefkurs 3,62% p.a. (aus der Perspektive eines potenziellen Käufers).

Rendite in % zu Brief	3,6245
Rendite in % zu Geld	4,7802

Quelle: [www.boerse-frankfurt.de](http://www.boerse-frankfurt.de) am 14.4.2023

Keine Rolle spielt der Spread zum Beispiel bei deutschen Bundesanleihen. Diese sind in der Regel hoch liquide, auch sehr hohe Volumen können ge- und verkauft werden, ohne dass es zu einem Spread-Verlust kommt. Das macht diese Anleihen besonders attraktiv und Investoren akzeptieren geringere Zinsen relativ gesehen zu weniger liquiden Anleihen.<sup>7</sup>

## Erläuterung zur Non-ESG Prämie (5)

Zu dieser Prämie gibt es in der Kapitalmarktforschung noch wenig Literatur, sie ist aber *real-time* messbar. Regulierte Investoren werden zunehmend gezwungen, nur noch in Anleihen mit hohem ESG-Rating zu investieren. Auch Anleihen-ETFs begrenzen entsprechend ihres Universums.

Damit müssen Unternehmen mit niedrigem ESG-Rating eine Zusatzprämie für Investoren bieten. Im Prinzip ist das eine gute Idee - Unternehmen werden damit finanziell intensiviert. Je besser das ESG-Rating, desto niedriger die Fremdkapitalkosten, da Investoren bei geringeren Zinsen bereit sind, Anleihen des Unternehmens zu kaufen.

Inzwischen sind ESG-Ratingmethoden allerdings stark in der Kritik. Da dies ein eigenes und sehr komplexes Thema ist, verweisen wir auf diverse Interviews und Veröffentlichungen von uns dazu<sup>8</sup>. Wir sehen in diesen Ratings keinen Mehrwert für Investoren, Gesellschaft und Umwelt<sup>9</sup>.

<sup>7</sup> Anmerkung zu den hohen Geld/Brief-Spannen bei Unternehmensanleihen an den Börsen: Es gibt viel mehr Anleihen als Aktien, sodass die Liquidität bei einzelnen Wertpapieren fast zwangsläufig gering ist. Im institutionellen Anleihehandel (wie wir ihn auch handhaben) wird daher außerbörslich gehandelt. Ein Händler kümmert sich dabei dezentral und direkt um die Vermittlung von größeren Volumina zwischen einem Käufer und einem Verkäufer. Man nennt diesen Handel „OTC“ als Abkürzung für „over-the-counter“.

<sup>8</sup> z.B. Interview mit dem Rechtsanwalt Dr. Christian Waigel: <https://www.youtube.com/watch?v=zMxk-Nmrl64>

<sup>9</sup> Rüstungsunternehmen sind ein plakatives Beispiel für den zweifelhaften Nutzen von ESG Ratings. Immerhin sind von den Grünen bis zur Evangelischen Kirche mittlerweile alle für eine bessere Ausrüstung der Bundeswehr.

## 4. Folgerungen für Privatanleger und Risikomanagement

### Der Zinsmarkt für Privatanleger

#### Direktanlage in Anleihen

Viele Privatanleger investieren gerne direkt in Einzelwerte. Dieses Vorgehen ist bei sicheren Staatsanleihen gut umzusetzen. Staatsanleihen sind in der Regel sehr liquide, sie sind ab 1000 Euro erhältlich und die Komplexität der Prospekte hält sich in Grenzen.

Kauft man zum Beispiel eine 3-jährige deutsche Staatsanleihe und hält diese bis zur Fälligkeit, dann hat man sein Geld sicher für diesen Zeitraum geparkt. Eine Risikostreuung ist nicht erforderlich.

Anders bei Unternehmensanleihen. Hier darf man aufgrund der Insolvenzrisiken nicht alle Eier in einen Korb legen, was allerdings bei Unternehmensanleihen dadurch erschwert wird, dass diese meistens erst ab 100.000 Euro erhältlich sind. Um ein vernünftiges Portfolio mit ausreichender Risikostreuung zusammen zu stellen, sind mehrere Millionen Euro notwendig.

Unternehmensanleihen sind auf den ersten Blick eine einheitliche Anlageklasse. Tatsächlich sind sie wesentlich heterogener als der Aktienmarkt, und die Unterschiede erfordern ein detailliertes Studium der Wertpapierprospekte.

Aus diesem Grund warnen wir an dieser Stelle explizit vor Unternehmensanleihen, Zertifikaten und anderen strukturierten Zinsprodukten, die speziell für den Vertrieb an Privatanleger aufgelegt werden. Da Emittenten und Vertriebe wissen, dass es für Privatanleger praktisch unmöglich ist, den fairen Wert einer Unternehmensanleihe abzuschätzen, ist hier höchste Vorsicht geboten.

#### Indexfonds/ETFs

Anleihen-Indexfonds/ETFs sind mit Aktien-Indexfonds/ETFs nur bedingt zu vergleichen. Um diesen Unterschied zu erläutern, gehen wir zuerst auf die Konstruktion von Aktienindizes wie dem DAX 40, Stoxx 600, S&P 500 oder MSCI World ein.

Aktien-Indizes bilden eine Investorenstrategie ab und benötigen kaum Transaktionen, sind also effizient und günstig umzusetzen. Die Investorenstrategie ist in sich schlüssig und basiert auf dem Einfaktoren-Modell<sup>10</sup>. Vereinfacht gesprochen wird dabei jede Aktie gemäß ihrer Marktkapitalisierung<sup>11</sup> gewichtet.

Beispielrechnung: Nehmen wir der Einfachheit halber an, ein Markt besteht nur aus zwei Aktien A(1) und A(2), die beide zum Startzeitpunkt t(1) eine Marktkapitalisierung (also Unternehmensbewertung) von 100 Mrd. Euro besitzen. Unser Aktienindex setzt sich dann aus 50% A(1) und 50% A(2) zusammen.

Wenn jetzt der Kurs von A(1) z.B. um 10% steigt und von A(2) um 10% fällt, dann beträgt zum Zeitpunkt t(2) die Marktkapitalisierung von A(1) 110 Mrd. Euro und von A(2) 90 Mrd. Euro. Indexfonds/ETFs nach dem Einfaktoren-Modell sind dabei maximal effizient, da diese Kursveränderungen sich einfach im Index und damit im Indexfonds widerspiegeln, ohne dass es dafür eine Umschichtung bräuchte.

Zum Zeitpunkt t(2) besteht der Index aus 55% A(1) und 45% A(2) – der Index verändert sich automatisch gemäß den Kursänderungen. Es sind keine Transaktionen im Indexfonds aufgrund von Marktschwankungen der Aktien notwendig.

Auch wenn in der Kapitalmarktforschung die Überlegenheit eines Mehrfaktoren-Modells belegt ist, so gelten diese Ergebnisse immer nur vor Transaktionskosten. Die große Preisfrage ist, ob der Mehrwert eines Mehrfaktoren-Modells groß genug ist, um die zusätzlichen Transaktionskosten zu kompensieren. Eben das ist der Grund für den Siegeszug von den genannten Aktien-Indexfonds/ETFs, die alle auf Basis des Einfaktoren-Modells konstruiert sind.

Übersetzt auf den Anleihen-Markt würde „Marktkapitalisierung“ der Anleihen bedeuten, dass man die Unternehmen am höchsten gewichtet, die am stärksten verschuldet sind. Bei einem Euro-Staatsanleihen-Index wird dies tatsächlich so umgesetzt, da man unterstellt, dass Staaten in ihrer eigenen Währung nicht ausfallen können.

### **Beispiel:**

Der Xtrackers II Eurozone Government Bond 1-3 UCITS ETF 1C (ISIN: LU0290356871) bildet den Index Markt iBoxx EUR Eurozone (DE ES FR IT NL) 1-3 Index ab. Die wesentlichen Schuldner setzen sich aus 27,35% Italien, 26,24% Frankreich, 24,61% Deutschland und 15,38% Spanien zusammen.

Quelle: Factsheet des ETF vom 31.03.2023

<sup>10</sup> Eine Investorenstrategie ist dann schlüssig, wenn sie aus der Perspektive einer angenommenen Investorengruppe ein optimales Portfolio abbildet. Diese Anforderung erfüllen die klassischen Aktien-Indizes im Sinne des CAPM (Capital Asset Pricing Model). Dieses Einfaktoren-Modell ist stark in der Kritik und es gibt diverse Weiterentwicklungen. Dennoch ist es in sich logisch und besticht durch ein Maximum an Effizienz.

<sup>11</sup> Genau genommen ist es die liquide Marktkapitalisierung und hinter jedem Index steht auch ein Komitee, welches steuernd eingreift.

Was bei Staatsanleihen in Ordnung ist, wäre bei Unternehmensanleihen Wahnsinn. Unternehmens-Anleihen-Indizes sind deshalb in der Regel gleichgewichtet – von jeder Anleihe das Zieluniversums wird gleichviel gekauft bei regelmäßigem Re-Balancing. Die damit verbundenen Transaktions-/Spread-Kosten nimmt man in Kauf, obwohl diese (siehe der Abschnitt zur Liquiditätsprämie) deutlich höher als am Aktienmarkt sind. Aktien laufen theoretisch ewig, während Unternehmensanleihen im Schnitt nur ca. 3 Jahre Laufzeit aufweisen. Da die Indizes vorschreiben, Anleihen kurz vor Fälligkeit zu verkaufen, kommen dadurch weitere Transaktionskosten hinzu.

Aufgrund dieser Konstruktionsschwächen kommen Anleihen-Indexfonds bei institutionellen Investoren wenig zum Einsatz. Trotzdem sind Anleihen-ETFs für Privatanleger interessant: Sie bieten zu sehr niedrigen Gebühren<sup>12</sup> die Möglichkeit einer breit gestreuten Investition zur passiven Vereinnahmung der zwei Renditequellen (1) und (3) an.

### **Risikoloser Zins (1)**

Hier stehen ETFs auf Staatsanleihen mit AAA-Rating zur Verfügung, folgend drei Beispiele:

Deutsche Staatsanleihen, kurze Laufzeiten

Deka Deutsche Boerse EUROGOV Germany 1-3 UCITS ETF  
(ISIN: DE000ETFL185)

US-Staatsanleihen, kurze Laufzeiten

Vanguard U.S. Treasury 0-1 Year Bond UCITS ETF (USD)  
(ISIN: IE00BLRPPV00)

Euro-Staatsanleihen, gemischte Laufzeiten

Amundi Government Bond Highest Rated Euro Investm. Grade UCITS ETF  
EUR  
(ISIN: LU1681046691)

---

<sup>12</sup> Bei der Bewertung der Kosten ist folgendes zu beachten: Die bei Anleihen-ETFs ausgewiesenen Kosten (TER) enthalten nicht die Transaktions- und Spreadkosten. Daher liegen die tatsächlichen Opportunitätskosten deutlich höher als die TER und i.d.R. auch höher als bei institutionellen Anleihenfonds.

Dieses Dokument stellt weder eine Empfehlung noch eine Beratung für spezifische Finanzinstrumente dar, sondern untersucht in methodischer Weise die Renditequellen am Anleihenmarkt.

### Bonitätsprämie (3)

Bonitätsprämien können sowohl bei Staats- als auch bei Unternehmensanleihen angestrebt werden. Auch hier zwei Beispiele:

Euro Staatsanleihen, gemischte Laufzeiten

Xtrackers iBoxx Sovereigns Eurozone Yield Plus UCITS ETF 1C  
(ISIN LU0524480265)

Euro Unternehmensanleihen, kurze Laufzeiten

iShares EUR Corporate Bond 1-5yr UCITS ETF EUR (Dist)  
(ISIN IE00B4L60045)

Ungeeignet sind Anleihen-ETFs in Bezug auf die **Liquiditätsprämie (4)** – die hohen inneren Transaktionskosten sind bei institutionellen Investoren einer der relevantesten Kritikpunkte an der Indexkonstruktion im Bereich von Unternehmensanleihen. Auch die Prämien durch ein „**Herunterrollen der Zinsstrukturkurve (2)**“ einzusammeln, ist nicht systematisch möglich. Gleiches gilt für eine **Non-ESG Prämie (5)**. Der Anleger kann zwischen ESG-Indizes und Markt-Indizes wählen, aber für die aktuellen Sondereffekte von Zins-Spreads aufgrund von Regulation erzwungenem irrationalen Handeln dominanter Investoren sind die Anleihen-Indizes blind<sup>13</sup>.

---

<sup>13</sup> Die Mehrheit der Fondsgesellschaften haben sich langfristig an das MSCI ESG Rating gebunden. Der große Vorteil ist, dass die Portfoliomanagement-Systeme dann automatisch allen Portfoliomanagern mit einer roten Fahne Wertpapiere kennzeichnen, die laut MSCI ESG Rating nicht Art. 8 konform sind. Alle müssen dann diese Wertpapiere verkaufen, auch wenn alle wissen, wie angreifbar die ESG-Bewertungsmethode ist. Wohl dem, der die Freiheit hat in solchen Situationen einen Kauf eigenständig nach Risiko/Rendite-Aspekten zu prüfen.

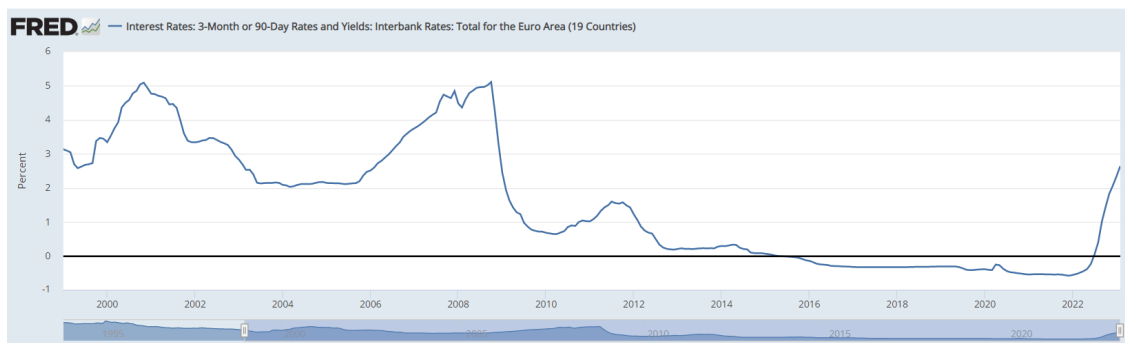
Dieses Dokument stellt weder eine Empfehlung noch eine Beratung für spezifische Finanzinstrumente dar, sondern untersucht in methodischer Weise die Renditequellen am Anleihenmarkt.



## 5. Unsere Umsetzung: Fixed Income One

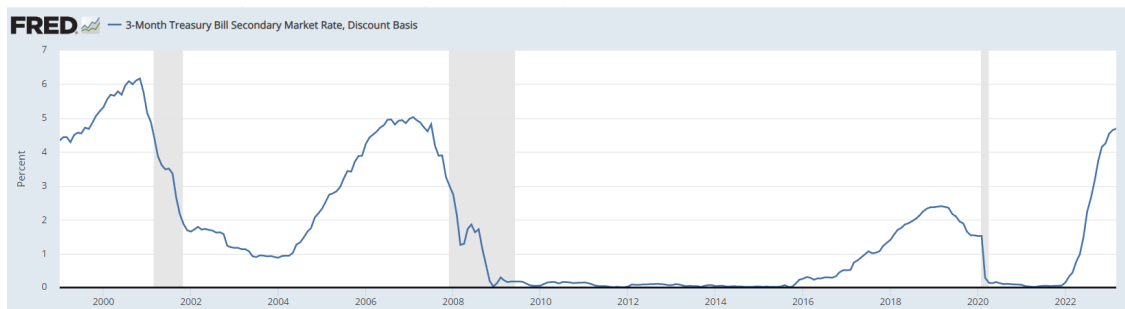
### Ein Zinsfonds – warum gerade jetzt?

Die 3-Monats-Zinsen im Euro-Raum (19 Länder) sind nach der Finanzkrise so schnell gefallen, wie sie 2022 gestiegen sind. Das hat nicht nur Einfluss auf den Zins, sondern auch auf die Kursentwicklung von Anleihen:



Quelle: Organization for Economic Co-operation and Development, Interest Rates: 3-Month or 90-Day Rates and Yields: Interbank Rates: Total for the Euro Area (19 Countries) [IR3TIB01EZM156N], retrieved from FRED, Federal Reserve Bank of St. Louis; <https://fred.stlouisfed.org/series/IR3TIB01EZM156N>, April 19, 2023.

In den USA sehen wir eine analoge Entwicklung:



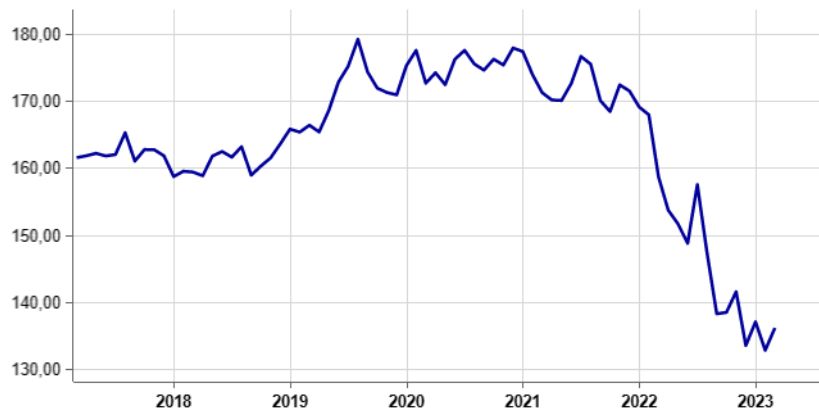
Quelle: Board of Governors of the Federal Reserve System (US), 3-Month Treasury Bill Secondary Market Rate, Discount Basis [TB3MS], retrieved from FRED, Federal Reserve Bank of St. Louis; <https://fred.stlouisfed.org/series/TB3MS>, April 18, 2023.

Wie attraktiv ein Zinsfonds ist und welche Schwankungsrisiken vorhanden sind, hängt stark vom bestehenden Zinsniveau ab.

Sind, wie 2019, die Zinsen bei null und fallen trotzdem noch weiter, dann verbuchen Anleihen gute Gewinne (obwohl keine Zinsen eingesammelt werden) – siehe unten im Chart deutscher Bundesanleihen (Bund-Future) den Zeitraum 2019 bis 2020.

Sind die Zinsen negativ und steigen stark an wie 2022, dann sind die Kursverluste auf der anderen Seite heftig. Im Chart der Zeitraum von Mitte 2021 bis Anfang 2023.

### Beispielhafte Zinsstrukturkurve 2017-2023



Quelle: Euro-Bund-Future, [www.boerse-frankfurt.de](http://www.boerse-frankfurt.de).

Damit soll veranschaulicht werden, dass es aussagelos ist, die Risiken und die Chancen eines Zinsfonds linear aus der Vergangenheit abzuleiten.

Viel entscheidender ist:

Welches Zinsniveau herrscht aktuell, welche Zinsveränderungen sind in den nächsten Monaten möglich, welche sind unmöglich und wie verhalten sich in den entsprechenden Szenarien die Zinspapiere des Fonds?

Zur Erläuterung betrachten wir die im 3. Abschnitt erläuterten 5 Renditequellen an 4 Stichtagen. Das Matrix-Feld ist **rot** markiert, wenn die Renditequelle **nicht vorhanden** ist. **Orange** bedeutet, dass die Renditequelle nicht attraktiv ist, weil **zu gering**. Ist das Matrix-Feld **grün** markiert, dann ist die Renditequelle **vorhanden** und attraktiv.

## Renditequellen-Matrix

Renditequelle	Apr 11	Apr 15	Apr 20	Apr 23
risikoloser Zins (1)				
Steilheit Zinskurve (2)				
Bonitätsprämie (3)				
Liquiditätsprämie (4)				
Non-ESG Prämie (5)				

Die Befüllung der Matrix ist ohne Prognosen möglich<sup>14</sup>. Es ist ausreichend, die Zinsstrukturkurve zu lesen und die Spreads bei Unternehmensanleihen etc. zu beobachten.

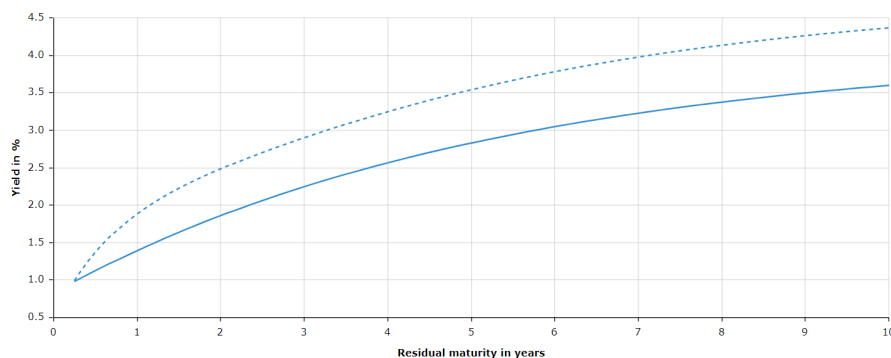
Im Folgenden werden zur Erläuterung an den 4 Stichtagen die Zinsstrukturkurven von AAA-Euro-Staatsanleihen (durchgezogene Linie) und Gesamt-Euro-Staatsanleihen (gestrichelte Linie) angezeigt<sup>15</sup>:

### Zinsstrukturkurve 20.4.2011

**Sehr niedriger risikoloser Zins:** 1% p.a.

**Steile Zinskurve**

**Bonitätsprämie** bei 3 Jahren Laufzeit: 0,7% p.a.



Quelle: EZB

<sup>14</sup> Kurzfristige Zinsprognosen sind sehr unsicher. Niemand weiß, ob die EZB die Zinsen in den kommenden Monaten nochmal leicht anhebt oder senkt. Da die Zinsen nicht gewürfelt werden, sondern vom Handeln der Zentralbanken abhängen und deren Ziele und Entscheidungskriterien bekannt sind, kann bei einem aktuellen Euro Zinsniveau von z.B. 4% p.a. ausgeschlossen werden, dass von diesem hohen Niveau aus noch starke Anstiege drohen. Einen Zins von z.B. 7% p.a. in 2023 oder 2024 würden weder Banken, noch Versicherer, noch der Wirtschaftsraum verkraften. Der Handlungsspielraum der EZB ist in dieser Hinsicht begrenzt.

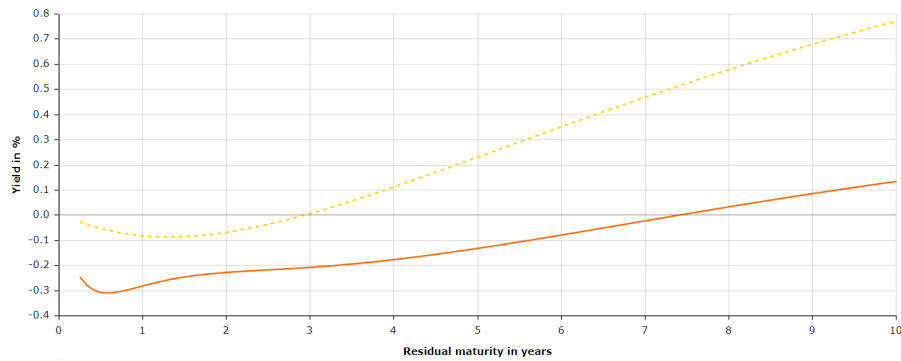
<sup>15</sup> Für das Ablesen der Prämien 1 bis 3 im Segment Euro Staatsanleihen

## Zinsstrukturkurve 20.4.2015

**Negativer risikoloser Zins:** -0,3% p.a.

**Flache Zinskurve**

**Bonitätsprämie** bei 5 Jahren Laufzeit: 0,35% p.a.



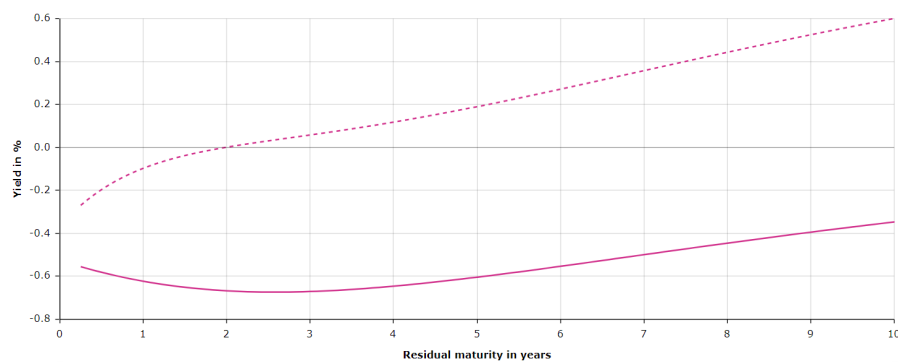
Quelle: EZB

## Zinsstrukturkurve 20.4.2020

**Negativer risikoloser Zins:** -0,6% p.a.

**Inverse Zinskurve** zwischen 0 und 2 Jahre Laufzeit

**Bonitätsprämie** bei 5 Jahren Laufzeit: 0,8% p.a.



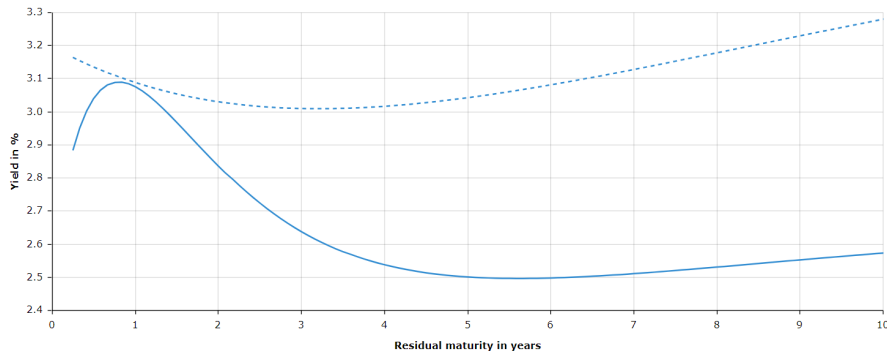
Quelle: EZB

## Zinsstrukturkurve 20.4.2023

Hoher **risikoloser Zins**: 3,1% p.a.

**Inverse Zinskurve** zwischen 0,8 und 6 Jahren Laufzeit

**Bonitätsprämie** bei 6 Jahren Laufzeit: 0,6% p.a.



Quelle: EZB

Zusammenfassend sind Zinsanlagen im April 2023 wieder ähnlich attraktiv, wie in unserem Beispiel im April 2011. Sowohl die EZB als auch die FED haben zwar noch mindestens einen Zinsschritt angekündigt, aber spätestens im Spätsommer werden die Unsicherheiten bzgl. der Frage „ab wann sinken die Zinsen wieder“ dominieren. Weiter stark steigende Zinsen widersprechen hingegen den Zielstellungen<sup>16</sup> einer Gesamtstabilität der EZB und der FED<sup>17</sup>.

Ein idealer Zeitpunkt für Investoren, für die kurze Frist den Geldmarkt zu verlassen und Anleihen wieder für sich zu entdecken.

## Professionelles Risikomanagement und Zinsen

Professionelle zinsorientierte Investoren verwenden Spezialfonds für ihre Ziele. Das sind Investmentfonds, ohne öffentlichen Vertrieb.

Investmentfonds werden in 7 Risikoklassen eingeteilt. Risikoklasse 1 ist gleichbedeutend damit, dass es keine Wertschwankungen gibt. Typischerweise sind Euro-Geldmarktfonds in dieser Kategorie.

<sup>16</sup> Auf die Inflationsbekämpfung, als eigentliches Hauptziel der Zentralbanken, wirken Zinserhöhungen ohnehin nur stark zeitversetzt. Falls die Inflation längerfristig höher als gewünscht bleiben sollte, so müssten die Zentralbanken vor allem ihre Bilanzen verkürzen und damit überschüssige Liquidität aus dem Markt nehmen. Das würde zu einer steileren Zinskurve führen.

<sup>17</sup> Aus einer geopolitischen Perspektive ist interessant, dass wir in Japan die gegenteilige Situation vorfinden. Dort haben wir weiter eine Nullzinspolitik der Zentralbank, die Spannungen wachsen, und niemand kann vorhersagen, wann es dort zu Verwerfungen kommt. Dass es zu mindestens so starken Verwerfungen bei Anleihen kommen wird, wie im Euro- und US-Dollar-Raum 2022, erscheint aber unausweichlich.

Dieses Dokument stellt weder eine Empfehlung noch eine Beratung für spezifische Finanzinstrumente dar, sondern untersucht in methodischer Weise die Renditequellen am Anleihenmarkt.

Betrachtet man sicherheitsorientierte Zinsfonds mit Anleihen, dann befindet man sich in Risikoklasse 2, wo geringe Wertschwankungen zu erwarten sind. Professionelle Investoren wählen dennoch Strategien der Risikoklasse 2, da sich damit deutlich höhere Zinserträge realisieren lassen. Dabei wird das Portfolio durch die Beimischung von z.B. Fremdwährungsanleihen, Geldmarktinstrumenten oder gegebenenfalls auch durch Infrastrukturunternehmen optimiert.

Zielstellung des Risikomanagements bei schwankungsarmen Portfolios ist es, unkorrelierte Risikoprämien so zu kombinieren, dass sich die Risiken gegenseitig aufheben.

### **Beispiel Bonitätsprämie (3):**

Italienische Staatsanleihen bieten als konkretes Beispiel gegenüber deutschen Staatsanleihen bei einer Laufzeit von 3 Jahren aktuell eine Risikoprämie von 0,5% p.a. Diese wird bezahlt, da die italienischen Staatsanleihen in Krisen stärkeren Schwankungen unterliegen. Die EZB hat sich zwar mit Instrumenten ausgestattet, die eine solche Situation nicht eskalieren lassen, aber erhöhte Schwankungen drohen trotzdem.

Ausfallsichere US\$-Anleihen bieten bei einer Laufzeit von 3 Jahren aktuell 1% höhere Zinsen als Euro-Anleihen. Allerdings hat man das Währungsrisiko. Falls der Euro zum US\$ aufwertet, verliert man als Euro-Investor (falls der Euro abwertet, gewinnt man).

Betrachtet man diese beiden Risiken kombiniert, dann heben sie sich aus ökonomischen Gründen gegenseitig auf.

Falls es in Italien zu einer Krise kommt und die EZB ihre Instrumente einsetzen muss, so geht dies auf Kosten des Außenwerts des Euros und er wird fast zwangsläufig gegenüber dem US\$ abwerten. Das Risikomanagement kann daher italienische Staatsanleihen mit US\$-Anleihen so kombinieren, dass die Prämien beider Anlagen eingesammelt werden, ohne dass der Euro-Investor mit überhöhten Wertschwankungen des Portfolios konfrontiert wird.

### **Beispiel Zinsstrukturkurve (2):**

Ein anderes aktuelles Beispiel ist die momentane inverse Zinsstrukturkurve. Diese macht es im Moment nicht möglich, einen Ertrag über die Steilheit (2) zu erzielen. In einer marktneutralen Betrachtung bietet eine inverse Zinsstrukturkurve jedoch eine „negative“ Steilheit, die sich über die geringfügige Beimischung von Infrastrukturunternehmen (z.B. Wohnimmobilien) einsammeln lässt, deren Bewertung

stark vom Diskontierungsfaktor des sicheren Cash Flows (z.B. Mieteinnahmen minus Finanzierungskosten) abhängt<sup>18</sup>.

#### **Beispiel Liquiditätsprämie (4):**

In einem Investmentfonds können Liquiditätsprämien über das Risikomanagement systematisch eingesammelt werden. Einige Fondsinvestoren ziehen ihr Geld ab, andere investieren neu. Auch wenn aus bestimmten Gründen deutlich mehr Fondsinvestoren Geld abziehen, so nicht alle gleichzeitig.

Der Fonds als Sammelvermögen kann daher einen Teil seiner Anlagen gezielt zur Vereinnahmung von Liquiditätsprämien einsetzen. Bevorzugt werden dafür Unternehmensanleihen gezeichnet und bis Fälligkeit gehalten. Die Steuerung der gewünschten durchschnittlichen Durationen der Anleihen im Fonds erfolgt rollierend, indem fällig gewordene Anleihen entsprechend zielgerichtet neu investiert werden.

Zur Steuerung des Risikos wird zusätzlich ein angemessener Anteil des Fonds in besonders liquiden Papieren, wie z.B. Staatsanleihen angelegt. Dies ist erforderlich, falls zu bestimmten Zeiten deutlich mehr Investoren ihre Gelder aus dem Fonds abrufen, als parallel einzahlen.

---

<sup>18</sup> Besonders interessant sind hier Mieterträge, also die Beimischung von Aktien z.B. an Wohnimmobilienkonzernen oder Solarparkbetreibern. Zum aktuellen Zeitpunkt sind hier jedoch die politischen Unsicherheiten sehr hoch, sodass wir diese Anlagemöglichkeit nur perspektivisch mit aufführen.

## **Professionelles Zinsmanagement am Beispiel des Fixed Income One (WKN: A3EEYP, ISIN: AT0000A347S9)<sup>19</sup>**

Je nach Veränderung der verschiedenen Renditequellen verändert sich die Ausrichtung des Portfolios unter der Nebenbedingung der Risikoklasse 2. Die Ausrichtung ist also sicherheitsorientiert und strebt möglichst hohe planbare jährliche Erträge an.

Wie im Vorwort erwähnt, sind Zinsfonds einfach und langweiliges Handwerk. Es gibt keine große Theorie, keine Phantasie und auch keine Geheimnisse.

### **Fixed Income One: Steuerung der Duration**

Zum Zeitpunkt der Erstellung dieses Dokuments sind Euro-Staatsanleihen und Unternehmensanleihen mit bis zu zwei Jahren Restlaufzeit aufgrund der Zinsstrukturkurve relativ attraktiv. Da diese Papiere häufig liquide sind, können ausgewählte Anleihen bei geringem Spread aufgebaut und bis zur Fälligkeit gehalten werden.

Daneben sind Unternehmensanleihen mit längeren Laufzeiten bei guter Bonität und Zinskupons über 4% attraktiv. Es gibt zurecht einen Marktkonsens, dass aus ökonomischen Gründen die Zinsen nicht dauerhaft auf dem jetzigen Niveau gehalten werden können. Selbst wenn es noch ein oder zwei Zinserhöhungen gibt, die Gesellschaft und die Wirtschaft benötigen mittelfristig wieder langfristig tragbare Zinsniveaus. Damit ist nicht gemeint, dass auf Sicht wieder Nullzinsniveaus erwartet werden. Vielmehr geht der Markt von einer mittelfristigen Rückkehr zu einem „normalen“ und ökonomisch vernünftigen Zinsniveau von 2,5% bis 3,5% aus. Diese Entwicklung würde bei langlaufenden Anleihen mit 4% Zinskupons zu deutlichen Kursgewinnen führen.

Da diese Anleihen in der Regel hohe Spreads aufweisen, ist es effizient und renditefördernd diese Anleihen vor der Platzierung an einer Börse bei Emission direkt von den Emissionshäusern zu erwerben und bis zur Fälligkeit zu halten.

Da dies einen strategischen Vorteil des Fixed Income One gegenüber zum Beispiel Anleihen-Indizes darstellt, gehen wir darauf im Folgenden mit einem konkreten Beispiel ein.

---

<sup>19</sup> Der bisherige Teil dieses Dokumentes wurde vor Auflage des Fixed Income One erstellt. Um schon einen ersten konkreten Einblick in die Fondszusammensetzung zu bieten, haben wir dieses Kapital am 30.06.2023 hinzugefügt.

Dieses Dokument stellt weder eine Empfehlung noch eine Beratung für spezifische Finanzinstrumente dar, sondern untersucht in methodischer Weise die Renditequellen am Anleihenmarkt.



## Fixed Income One: Effizienz im Handel

Handelskosten in Form von Transaktionskosten und Spread-Verlusten stellen insbesondere bei Unternehmensanleihen ein erhebliches Problem dar. Selbst hochwertig gemanagte Fonds weisen hier Kosten von 0,3% bis 0,9% im Jahr aus, die zu den eigentlichen Gesamtkosten (TER) noch dazu kommen.

Institutionelle Investoren wie Versicherungsgesellschaften arbeiten daher häufig mit Buy-and-Hold Strategien. Neue Anleihen werden vor oder direkt zum Start des Börsenhandels gekauft und bis Fälligkeit gehalten.

**Beispiel:** Das Infrastruktur-Unternehmen Energias de Portugal, S.A. (Ticker: EDPPL, Country: PT), Investment Grade Rating (Baa2 (stable) / BBB (stable) / BBB (stable) by Moody's / S&P / Fitch) hat am 26.6.2023 eine neue Anleihe mit 5 Jahren Laufzeit ausgegeben.

Aufgrund der starken Marktposition dieses Unternehmens auch bezüglich eines europäischen Umbaus des Strommarktes in Richtung Solar- und Windkraft, ist die Anleihe trotz einer relativ niedrigen Verzinsung von 3,875% p.a. für institutionelle Investoren attraktiv. Der Handel an der Frankfurter Börse startete am 26.6. zu einem Kurs von 100,025.



► Chartanalyse

### Kursinformationen EDP - Energias de Portugal S.A. 3,875% 23/28

Tagesumsatz in Euro	0
Tagesumsatz nominal	0
Preisfeststellungen	
Schlusspreis des letzten Handelstages	0,00
Tagestief/-hoch	100,025 / 100,025

Dieses Dokument stellt weder eine Empfehlung noch eine Beratung für spezifische Finanzinstrumente dar, sondern untersucht in methodischer Weise die Renditequellen am Anleihenmarkt.

Wenn ein Unternehmen wie Energias de Portugal eine neue Anleihe herausgibt, dann wird sie von Investmentbanken dabei begleitet. In der Regel sprechen die Banken vorab mit institutionellen Kunden, zu welchen Konditionen sie zu investieren bereit sind und strukturieren die Anleihe entsprechend. Sie garantieren dann dem Unternehmen die Platzierung der Anleihe, was in der Regel bedeutet, dass sie diese Anleihe auch selbst zeichnen und nach Start des Börsenhandels abverkaufen. Daher sind neue Anleihen in den ersten Monaten nach Börsenstart besonders liquide.

Professionellen Investoren steht die Möglichkeit offen, bei der Investmentbank schon vor Start des Börsenhandels eine Anleihe zu kaufen. Da dies für alle Parteien Vorteile bietet, bekommt man in der Regel als Investor dafür einen Rabatt. Man spart also nicht nur den Spread-Verlust der Geld/Brief-Spanne ein, sondern erwirbt die Anleihe unterhalb des ersten Geldkurses.

In diesem Beispiel der Energias de Portugal wurde die Anleihe im Fixed Income One für 99,879 schon am 20.6., also vor Börsenstart, erworben:

<b>Kauf</b>			
Referenznummer	423042940		
Wertpapierkennnummer	PTEDPUOM0008		
Bezeichnung	3,875 EDP-Energias de Portugal SA		
	26.06.2023-2028		
Schlußtag	20.06.2023		
Valuta	26.06.2023		
Stück/Nominale			400.000,00000
Wertpapierkurs			99,87900
Währung	EUR		
Kurswert	EUR		399.516,00
Spesen	EUR		93,00
Gesamtbetrag	EUR		399.609,00

Betrachtet man kritisch die Transaktionskosten, so ergibt sich folgendes Bild:

Für die Investition von 399.516 Euro wurden Transaktionskosten von 93 Euro ausgegeben. Die Anleihe wird 5 Jahre gehalten, sodass die Transaktionskosten pro Jahr 0,0047% betragen. Demgegenüber steht ein „Spread-Gewinn“ in Höhe von 584 Euro, da die Anleihe mit Rabatt vor Börsenstart erworben wurde.

## Fixed Income One: Zusammensetzung am 30.06.2023

Die konkrete Zusammensetzung des Fixed Income One zum 30.6.2023 liefert eine Verzinsung von 4,49% p.a. (Endfälligkeitsrendite) bei einer Duration von 3,4 Jahren. Aufgrund der inversen Zinsstrukturkurve bei Staatsanleihen werden diese mit einer Duration bis 2024 eingesetzt. Länge Laufzeiten werden in Unternehmensanleihen mit dem Ziel investiert, die inzwischen hohen Zinskupons längerfristig zu sichern. Konkret ist das Portfolio wie folgt investiert:

### Länderverteilung

Land	in % des Portfolios
Deutschland	24,0 %
Italien	20,0 %
Frankreich	11,2 %
Niederlande	9,6 %
USA - Vereinigte Staaten	7,5 %
Spanien	5,8 %
Irland	4,3 %
Österreich	3,4 %
Rumänien	2,9 %
Portugal	1,9 %
Dänemark	1,9 %
Finnland	1,9 %
Australien	1,9 %
Luxemburg	1,9 %
Jersey Insel	1,8 %

### Laufzeiten

Sehr kurze Laufzeit 2024/2025:	38,8 %
Kurze Laufzeit 2026/2027:	22,0 %
Mittlere Laufzeit 2028/2029:	23,4 %
Lange Laufzeit 2030+:	15,8 %

### Zusammensetzung

Die Verzinsung und Duration eines solchen Zinsportfolios ändert sich über die Zeit aufgrund von Kursschwankungen der bestehenden Anleihen und des Zukaufs weiterer Anleihen mit wachsendem Fondsvolumen. Konstant ist die Zielsetzung für Anleger möglichst effizient die Zinserträge des Anleihenmarktes bei geringen

Wertschwankungen einzusammeln. Am 30.06.2023 setzt sich das Portfolio wie folgt zusammen:

Whg	ISIN	Bezeichnung	Anteil in %
EUR		Geldmarkt/Liquidität	3,37 %
EUR	IT0005424251	0 Italien 15.10.2020-15.01.2024	6,60 %
EUR	IT0005454050	0 Italien 29.07.2021-30.01.2024	3,77 %
EUR	XS1026109204	4 Fresenius SE & Co.KGaA 11.02.14-01.02.24/Reg.S	1,92 %
EUR	FR0014001N46	0 Frankreich 25.01.2021-25.02.2024	3,76 %
EUR	IT0004953417	4,5 Italien, Republik 01.08.2013-01.03.2024	3,87 %
EUR	XS1935256369	4 Telecom Italia Spa 11.01.2019-04.11.2024	1,90 %
EUR	XS0787786440	3 BHP Billiton Finance Ltd. 29.05.2012-29.05.2024	1,91 %
EUR	XS2051397961	0,625 Glencore Fin.(Europe) Ltd. 11.09.2019-2024	1,84 %
EUR	FR0013449972	1 Elis SA 03.10.2019-03.04.2025	1,81 %
EUR	XS2634593854	3,625 Linde PLC 12.06.2023-12.06.2025	2,40 %
EUR	DE000AAR0355	4,5 Aareal Bank AG 25.07.2022-25.07.2025	1,87 %
EUR	DE000A3LHK72	4 Traton Finance Lux.SA 16.05.2023-16.09.2025	1,90 %
EUR	XS2630448434	6,375 NIBC Bank NV 01.06.2023-01.12.2025	1,91 %
EUR	XS2265369657	3 Deutsche Lufthansa 01.12.2020-29.05.2026	1,83 %
EUR	XS2623129256	3,875 Daimler Truck Intl.Fin.19.06.2023-19.06.2026	3,83 %
EUR	XS2644417227	4,5 Banco Santander S.A. 30.06.2023-30.06.2026	1,92 %
EUR	XS2630111982	4 Bayer AG 26.05.2023-26.08.2026	1,93 %
EUR	XS1907120528	1,8 AT & T Inc. 03.12.18-05.09.26	1,80 %
EUR	XS2538440780	5 Romania 27.09.2022-27.09.2026	2,90 %
EUR	XS2586123965	4,867 Ford Motor Credit Co. 13.02.2023-03.08.2027	1,89 %
EUR	XS2643320018	4,125 Porsche Auto Holding SE 4.7.2023-27.9.2027	1,91 %
EUR	DE000A351WB9	5,125 Sixt SE 09.06.2023-09.10.2027	3,94 %
EUR	XS2644410214	4,125 Abertis Infrastr.SA 05.07.2023-31.01.2028	1,91 %
EUR	XS2617456582	4,375 Volkswagen Bank GmbH 03.05.2023-03.05.2028	4,31 %
EUR	XS2606264005	4 Fortum OYJ 26.05.2023-26.05.2028	1,91 %
EUR	PTEDPUOM0008	3,875 Energias de Portugal 26.06.2023-26.06.2028	1,92 %
EUR	PTGGDDOM0008	4,875 Floene Energia S.A. 03.07.2023-03.07.2028	1,92 %
EUR	XS2621007231	3,625 Booking Holdings Inc. 12.05.2023-12.11.2028	1,90 %
EUR	XS2627121259	4,125 Ferrovie Dello Stato 23.05.2023-23.05.2029	3,81 %
EUR	FR0014001IO6	3,625 Thales S.A. 14.06.2023-14.06.2029	3,79 %
EUR	XS2592804434	7,375 Teva Pharm FNC NL II 09.03.2023-15.09.2029	1,96 %
EUR	XS2637421848	4,75 Danske Bank A/S 21.06.2023-21.06.2030	1,92 %
EUR	XS2638080452	3,875 Koninklijke KPN NV 03.07.2023-03.07.2031	1,91 %
EUR	XS2643234011	5 Bank of Irland FRN 04.07.2023-04.07.2031	1,92 %
EUR	XS2643673952	4,5 Nasdaq Inc. 28.06.2023-15.02.2032	1,94 %
USD	USF2941JAA81	9,125 Electricité de France 15.06.2023-OE	1,80 %
EUR	DE000CZ43Z49	6,75 Commerzbank AG 05.07.2023-05.10.2033	1,91 %
EUR	XS2629470845	4 Robert Bosch 02.06.2023-02.06.2035	4,39 %

Dieses Dokument stellt weder eine Empfehlung noch eine Beratung für spezifische Finanzinstrumente dar, sondern untersucht in methodischer Weise die Renditequellen am Anleihenmarkt.

### **Wichtige Hinweise**

Bei dieser Unterlage handelt es sich weder um eine Marketingmitteilung noch um eine Anlageempfehlung für ein konkretes Finanzinstrument. Die Ausführungen untersuchen in methodischer Weise die Anleihenmärkte. Ob sich die in der Studie enthaltenen Annahmen tatsächlich auf die Rendite von Finanzinstrumenten in der geschilderten Art und Weise auswirken, kann erst im Zeitablauf nachgewiesen werden. Anleger, die beabsichtigen, ein Finanzinstrument von einem Rechtsträger zu erwerben, welcher die in dieser Studie enthaltenen Annahmen in einem Portfoliomanagementansatz umsetzt, sollten vor einer Investition die gesetzlich vorgeschriebenen Dokumente und Risikohinweise des jeweiligen Finanzinstrumentes beachten bzw. sich darüber beraten lassen.

### **Rechtliche Hinweise**

Diese Studie wurde von Dr. Andreas Beck erstellt. Sie ist ausschließlich für den Empfänger bestimmt und darf nicht ohne vorherige Zustimmung weitergegeben werden. Diese Studie enthält ausgewählte Informationen und erhebt nicht den Anspruch auf Vollständigkeit. Die Annahmen und Schlussfolgerungen stützen sich auf allgemein zugängliche Informationen und Daten ("Information"), die als zuverlässig gelten. Der Verfasser hat die Information jedoch nicht auf ihre Richtigkeit oder Vollständigkeit geprüft und übernimmt für die Richtigkeit und Vollständigkeit der Information keine Haftung. Etwaige unvollständige oder unrichtige Informationen begründen keine Haftung des Verfassers für Schäden gleich welcher Art, und der Verfasser haftet nicht für indirekte und/oder direkte Schäden und/oder Folgeschäden. Insbesondere übernimmt der Verfasser keine Haftung für in dieser Studie enthaltenen Aussagen, Planungen oder sonstige Einzelheiten bezüglich der untersuchten Finanzinstrumente, Strategien, Markt- und/oder Wettbewerbsslage, konjunkturelle und/oder gesetzliche Rahmenbedingungen usw. Obwohl diese Studie mit aller Sorgfalt zusammengestellt wurde, können Fehler oder Unvollständigkeiten nicht ausgeschlossen werden. Der Verfasser übernimmt keine Haftung für die Richtigkeit oder Vollständigkeit der Aussagen, Einschätzungen, Empfehlungen oder Schlüsse, die aus in dieser Analyse enthaltenen Informationen abgeleitet werden. Diese Studie stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zum Kauf oder Verkauf eines Wertpapiers dar. Alle Rechte vorbehalten.

Der Ersteller dieses Dokuments geht davon aus, dass es sich nicht um eine Anlageempfehlung, Empfehlung oder den Vorschlag einer Anlagestrategie handelt. Rein vorsorglich erfolgen zur Wahrung der Delegierten Verordnung (EU) 2016/958 (nachfolgend VO 2016/958) folgende rechtliche Hinweise:

Hinweis nach Art. 2 VO 2016/958

Ersteller dieses Dokuments ist der Mathematiker Dr. Andreas Beck. Die Erstellung erfolgt ausdrücklich nicht für die Index Capital GmbH, Hechtstraße 35, 82266 Inning am Ammersee, deren Geschäftsführer Herr Dr. Andreas Beck ist. Zuständige Behörde wäre die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Graurheindorfer Straße 108, 53117 Bonn.

Angaben nach Art. 3 DV 2016/958

Diese Darstellung ist am 30.04.23, 18.00 Uhr abgeschlossen worden.

Angaben nach Art. 4 DV 2016/958

Mögliche Empfehlungen wurden nicht nachträglich geändert. Die Bewertungsgrundlagen und Methoden zur Bewertung der in dieser Studie genannten ETFs ergeben sich aus der Systematik zur Berechnung der Inventarwerte von ETFs. Sie folgen in der Regel einem Index, dessen Zusammensetzung in den Index Grundlagen niedergelegt ist. Die Abweichung der Wertentwicklung eines ETFs von einem Index beträgt in der Regel nicht mehr als 1,5 Prozent p.a. Sonstige Bewertungen stützen sich auf allgemein anerkannte und weit verbreitete Methoden der fundamentalen Analyse, wie z.B. DCF-Modell, Free Cash Flow Value Potential, Peer-Gruppen-Vergleich oder Sum-of-the-parts-Modell. Ausführliche Informationen zur Bewertung, den Bewertungsmethoden und den ihnen zugrunde gelegten Annahmen finden Sie in den jeweiligen Prospekten der in dieser Studie genannten ETFs und zum Beispiel auf der Homepage [www.fondsweb.de](http://www.fondsweb.de).

Unabhängig von der verwendeten Bewertungsmethode besteht das Risiko, dass eine potentielle Rendite nicht erreicht wird, z.B. aufgrund unvorhergesehener Veränderungen der Nachfrage, Änderungen des Managements der Fonds, der Technologie, der konjunkturellen Entwicklung, der Zinsentwicklung, der operativen und/oder Materialkosten, des Wettbewerbsdrucks, des Aufsichtsrechts, des Wechselkurses, der Besteuerung etc. Bei Anlagen in ausländischen Märkten und Instrumenten gibt es weitere Risiken, etwa aufgrund von Wechselkursänderungen oder Änderungen der politischen und sozialen Bedingungen.

Diese Studie reflektiert die Meinung des Verfassers zum Zeitpunkt ihrer Erstellung. Eine Änderung der der Bewertung zugrundeliegenden fundamentalen Faktoren kann nachträglich dazu führen, dass die Bewertung nicht mehr zutreffend ist. Die Bewertungen beziehen sich auf sog. Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW), insbesondere Exchange Traded Funds (ETFs). Die Bewertung der OGAWs bzw. ETFs wird von der jeweiligen Kapitalanlagegesellschaft (KAG) bzw. Kapitalverwaltungsgesellschaft (KVG) entsprechend den aufsichtsrechtlichen Vorgaben durchgeführt. Dort erhalten Sie weitergehende Informationen.

Dieses Dokument stellt weder eine Empfehlung noch eine Beratung für spezifische Finanzinstrumente dar, sondern untersucht in methodischer Weise die Renditequellen am Anleihenmarkt.

Der Verfasser verwendete bei der Erstellung keine geschützten Modelle.

Der Verfasser spricht keine typischen Empfehlungen wie „Kaufen“, „Veräußern“ oder „Halten“ aus. Stattdessen setzt er sich in dieser Studie intensiv mit dem Thema Anleihen auseinander. Es ist nicht geplant diese Studie regelmäßig zu aktualisieren, da die Grundannahmen in der vom Verfasser erstellten Studie für mindestens 10 bzw. 15 Jahre Gültigkeit haben sollten und die zeitabhängigen Aussagen nur zur Erläuterung dienen.

Der Verfasser spricht keine direkte Empfehlung aus. Die genannten konkreten Kurse liegen in der Vergangenheit, so dass ein Hinweis auf das jeweilige Datum und den Zeitpunkt nicht einschlägig ist.

Der Verfasser änderte eine Empfehlung zu den Funktionsweisen der dargestellten Finanzinstrumenten nicht in den letzten 12 Monaten vor Veröffentlichung. Der Verfasser gab in den letzten 12 Monaten vor Veröffentlichung keine Empfehlungen zu den dargestellten Finanzinstrumenten ab.

Angaben nach Art. 5 DV 2016/958

Der Ersteller ist 10% Mitgesellschafter und Geschäftsführer der Index Capital GmbH, Hechtstraße 35, 82266 Inning am Ammersee. Diese Gesellschaft ist Subadvisor für das Sondervermögen Fixed Income One, das von der KVG LLB Invest Kapitalanlagegesellschaft m.b.H. aufgelegt wird. Für diese Tätigkeit bezieht die Index Capital GmbH eine marktübliche Vergütung.

Angaben nach Art. 6 DV 2016/958

Die Index Capital GmbH liefert als Subadvisor der KVG bzw. der Liechtensteinische Landesbank (Österreich) AG Leistungen im Sinne der Anlageberatung. Die Index Capital GmbH, Hechtstraße 35, 82266 Inning am Ammersee, beschäftigt die Dr. Andreas Beck und Matthias Lamberti als Geschäftsführer. Aufgrund der Aufstellung der Index Capital GmbH sind keine organisatorischen oder verwaltungstechnischen internen Regelungen wie z.B. Chinese-Walls oder andere Informationsschranken erforderlich. Es gibt keine unterschiedlichen Abteilungen, die durch solche Informationsschranken zu trennen wären. Die Index Capital GmbH unterhält Grundsätze zur Vermeidung von Interessenkonflikten, einschließlich einer Conflict of Interest Policy zur Offenlegung möglicher Interessenkonflikte gegenüber ihren Kunden. Diese können bei der Index Capital GmbH mittels Anfrage an die E-Mail-Adresse [service@index-capital.info](mailto:service@index-capital.info) abgefragt werden. Die Vergütung des Geschäftsführers Dr. Andreas Beck der Index Capital GmbH ist nicht unmittelbar an Geschäfte bei Wertpapierdienstleistungen gem. Anhang I Abschnitte A und B der Richtlinie 2014/65/EU oder anderweitige Geschäfte, die von ihr selbst abgewickelt werden, gebunden. Diese Empfehlung wird zum ersten Mal am 30.04.2023 weitergegeben, das letzte Kapitel wurde am 30.06.2023 hinzugefügt.