



Lausanne begibt Langläufer

OBLIGATIONEN SCHWEIZ Die niederländische Achmea platziert 100 Mio. Fr. über acht Jahre zu 0,42% Rendite.

MANFRED KRÖLLER

Zur Wochenmitte begleiteten die Zürcher Kantonalbank (ZKB) und Credit Suisse (CS) **0,875% Stadt Lausanne 2017/2042** über 100 Mio. Fr. an den Primärmarkt. Der Langläufer wurde mit einem Renditeaufschlag (Spread) von 21 Basispunkten (Bp) über Swap-Mitte versehen und zu 100,056% ausgegeben. Daraus ergibt sich eine Rendite von **0,873%**.

Deutsche Bank, CS und BNP Paribas platzierten am Freitag **0,5% Achmea Bank 2017/2025** über 100 Mio. Fr. Der Spread be-

trug 42 Bp über Swap. Der achtjährige Bond der niederländischen Spar- und Hypothekenbank, die zuletzt im März 200 Mio. Fr. platzierte, erzielte eine Rendite von **0,417%** (Ausgabepreis 100,648%).

Kommende Woche werden u.a. die **Pfandbriefbank schweizerischer Hypothekarinstitute** und die **Eidgenossenschaft** (12. und 13. September) am Primärmarkt erwartet. Ferner sind **Baloise Group** (betretet von UBS) und die staatliche **russische Eisenbahngesellschaft JSC** (CS, J.P. Morgan und VTB Capital) Emissionsmöglichkeiten am Frankenmarkt. Die **EZB tut sich sehr schwer mit dem Aus-**

stieg aus der expansiven Geldpolitik. EZB-Chef Mario Draghi verriet dazu nach der Ratssitzung am Donnerstag einmal mehr konkrete Aussagen.

Während die Projektion für das Wachstum 2017 erneut angehoben wurde, sind die Inflationserwartungen 2018 und 2019 erneut leicht nach unten korrigiert worden. «Die EZB zeichnet damit das Bild eines **soliden Wachstums mit geringen Aufwärtsrisiken** für die Inflation», schreibt die DZ Bank.

Draghi habe festgehalten, dass die expansive Geldpolitik daran einen wichtigen Anteil habe. Der Ausstieg werde daher sehr lang-

sam und vorsichtig ablaufen. Gründe, an der expansiven Geldpolitik festzuhalten, «finden sich immer», stellt die DZ Bank fest. Nach Deflations- und Konjunktursorgen schein nun der starke Euro erhalten zu müssen. Mit seinem Hinweis, dass die erhöhte Volatilität des Euros die Quelle von Unsicherheit sei, habe Draghi verdeutlicht, dass die EZB **kein Interesse an einer weiteren Aufwertung des Euros** hat. Konkretes zum Ausstieg aus dem Kaufprogramm gab es nicht. Die DZ Bank warnt: «Sollte es beim Umfang von 60 Mrd. € auch zu Beginn des kommenden Jahres bleiben, müssten die **Kaufmodalitäten geändert** werden. Die infrage kommenden Papiere werden nämlich knapp.

Die DZ Bank geht davon aus, dass die EZB ihr Kaufprogramm zu Beginn nächsten Jahres «nur leicht reduziert» und es erst Ende 2018 beendet. Eine Erhöhung der Zinsen sei «noch in weiter Ferne».

Wichtigste Ziel der EZB war, «die Finanzierungsbedingungen nicht weiter zu verschärfen und den Euro schwach zu reden», vermutet Daniel Hartmann, Senior Analyst der Bantleon-Bank. «Trotz der **Hinhaltenaktik**» rechnet er damit, dass das QE-Programm bis Herbst 2018 «auf null zurückgefahren» wird. Auch Jörg Krämer, Chefökonom der Commerzbank, bleibt dabei, dass die EZB 2018 gezwungen ist, die Käufe schrittweise einzustellen, um nicht mehr als ein Drittel der Staatsanleihen zu halten und rechtliche Probleme zu bekommen.

Schuldner verlieren Verhandlungsmacht

INTERNATIONALE ANLEIHEN Die anhaltende Nachfrage nach **Hochzinsanleihen** und europäischen **Leveraged Loans** sowie verbesserte Fundamentaldaten der Unternehmen führten bei beiden Anlageklassen zu einem kräftigen Wertzuwachs. Die hohen Summen an verfügbarem Kapital der Emittenten von höher verzinslichen Vermögenswerten bescherten den Schuldner mehr Verhandlungsmacht, die diese bei der Ausgestaltung der Klauseln (Covenants) neuer Transaktionen ausnutzten. Seit 2014 haben sich die Covenants im Vergleich zu Hochzinsanleihen verschlechtert. Im Gegensatz dazu gab es im europäischen Kreditmarkt grosse Veränderungen der standardisierten Emissionsklauseln.

Die **Maintenance Covenants** (also die Klauseln, die dem Schuldner die Einhaltung bestimmter Finanzrelationen vorschreiben) wurden immer weniger streng gehandhabt. Mittlerweile ist «Cov-lite» ein gängiger Begriff bei Darlehensgeschäften geworden, die vollständig ohne Maintenance Covenants zustande kommen. Der Anteil solcher «leichten» Leveraged-Loan-Transaktionen steigt ständig.

Der Wegfall der Maintenance Covenants für Leveraged Loans begrenzt die Möglichkeit der Kreditgeber, der aggressiven Reduzierung der Kreditwürdigkeit der Emittenten Einhalt zu gebieten, die eine den Unternehmenswert steigernde Strategie verfolgen und gleichzeitig das Verlustrisiko erhöhen. Verglichen mit dem europäischen Kreditmarkt, an dem die Maintenance Covenants nach wie vor Bestand haben, führen gesamtwirtschaftliche Faktoren zu einem heftigen Ausverkauf. Daraus lässt sich erkennen, dass eine vollständige **sorgfältige Prüfung und Kreditanalyse** heute wichtiger sind als jemals zuvor.

Es gibt auch einige positivere Trends: Die durchschnittliche **Fremdkapitalfinanzierung mit Leveraged Loans** liegt immer noch unter den Höchst von vor der Krise. Sie dürfte sich den Erwartungen nach **auf dem derzeitigen Niveau stabilisieren**. Darüber hinaus liegt der Eigenkapitalbeitrag im Rahmen von Buysouts jetzt näher an 50% (Tendenz steigend) statt an den circa 40% von 2013 bis 2015. Das beeinflusst die Realisierungsquoten positiv.

M&G Investments

Von Draghi unbeeindruckt

DEVISEN Euro notiert zum Dollar fest, zum Franken gibt er ab.

Unbeeindruckt von EZB-Chef Draghis Bemühen, den Euro «schwach zu reden», ist er am Freitag zum Dollar zeitweise auf den höchsten Stand seit Januar 2015 gestiegen. Am Nachmittag gab er jedoch einen Teil seiner Tages-

gewinne ab. Zum Franken blieb der Euro recht stabil, fiel aber zuletzt unter 1.14 Fr/€. Die EZB fixierte am Nachmittag die Referenzkurse auf 1.2060 \$/€ und 1.1405 Fr./€ nach 1.1971 \$/€ und 1.1412 Fr./€ am Vortag. **FuW**

Kreuzparitäten und Spotkurse

Kreuzparitäten ausgewählter Währungen										Datum: 08.09.17		
Zeit:	15.00h	Fr.	US-\$	Euro	Yen	GB-£	kan.\$	austr.\$	HK-\$	sfr.		
1 Fr.		1.0570	0.8774	113.8500	0.8002	1.2802	1.3067	8.2486	8.3611			
1 US-\$	0.9461		0.8304	107.7500	0.7573	1.2116	1.2359	7.8073	7.9129			
1 Euro	1.1392	1.2040		129.7400	0.9119	1.4588	1.4879	9.4000	9.5271			
100 Yen	0.8779	0.9277	0.7705		0.7026	1.1241	1.1472	7.2431	7.3417			
1 GB-£	1.2491	1.3205	1.0962	142.2700		1.5994	1.6316	10.3064	10.4458			
1 kan.\$	0.7805	0.8250	0.6851	88.9000	0.6248		1.0197	6.4411	6.5283			
1 austr.\$	0.7653	0.8091	0.6717	87.1700	0.6126	0.9801		6.3153	6.4007			
100 HK-\$	12.1200	12.8085	0.1064	1380.0800	9.7027	15.5200	15.8346		101.3500			
100 sfr.	11.9500	12.6376	10.4900	1361.0100	9.5732	15.3000	15.6233	98.6680				

Umrechnungskurse in Franken (Spotpreise)

Land	Währung	Veränderung in %			Land	Währung	Veränderung in %		
		08.09.17	-1Wo.	2017			08.09.17	-1Wo.	2017
Argentinien	100 ARS	5.502	-1.47	-14.30	Norwegen	100 NOK	12.241	-0.79	+3.70
Australien	1 AUD	0.765	-0.34	+4.21	Philippinen	100 PHP	0.186	-1.29	-9.27
Brasilien	100 BRL	30.610	-0.52	-1.93	Polen	100 PLN	26.789	-0.25	+10.12
China	10 CNY	1.462	-0.41	-0.03	Russland	100 RUB	1.655	-1.04	-0.26
Dänemark	1 DKK	0.153	-0.38	+6.16	Schweden	100 SEK	11.955	-0.72	+6.83
Euroland	1 EUR	1.139	-0.34	+6.24	Singapur	1 SGD	0.707	-0.40	+0.57
Grossbritannien	1 GBP	1.249	-0.02	-0.45	Südafrika	1 ZAR	0.073	-1.55	-0.88
Hongkong	100 HKD	12.117	-1.55	-7.50	Südkorea	100 KRW	0.084	-2.60	-0.78
Indien	1000 INR	14.831	-1.40	-0.85	Taiwan	100 TWD	3.153	-1.53	+0.54
Indonesien	1000 IDR	0.072	-0.73	-4.98	Thailand	100 THB	2.857	-1.61	+0.69
Japan	100 JPY	0.878	+0.52	+0.94	Tschechien	100 CZK	4.365	-0.43	+9.99
Kanada	1 CAD	0.781	+0.46	+3.25	Türkei	100 TRY	27.658	-1.61	-4.16
Malaysia	1 MYR	0.226	+0.01	-0.40	Ungarn	100 HUF	0.372	-0.61	+7.11
Mexiko	1 MXN	0.053	-1.31	+8.32	USA	1 USD	0.946	-1.77	-6.87
Neuseeland	1 NZD	0.690	-0.08	-2.49					

Notenkurse finden Sie auf Seite 26

Internet Made in China

WANDELANLEIHEN Die Buchungplattform Ctrip beeindruckt.

Bei erfolgreichen Internet-Unternehmen denkt man meist zuerst an solche aus den USA, die sich mit eigenen Innovationen einen Wettbewerbsvorteil geschaffen haben oder zumindest durch schlaue Zukäufe. **Booking.com** war ja ursprünglich eine europäische Kreation, doch der niederländische Anbieter von Reisebuchungen wurde 2005 von der US-Firma **Priceline** geschluckt und kommt heute für einen bedeutenden Teil deren Gesamtgeschäfts auf. In Europa entstehen zahlreiche gute Projekte, aber sie haben es schwer, sich gegen die Dominanz der US-Anbieter zu behaupten, die bei uns ein leichtes Spiel haben.

So schaut etwa Europa lange tatenlos zu, wenn Steuerzahlungen geschickt umgangen werden oder europäisches Datenschutzrecht missachtet wird. Auch mit Prozessen wegen der Verletzung von Softwarepatenten drohen US-Unternehmen mitunter.

Anders ist das in China, wo man strategischer denkt und auch aus politischen Gründen auf eigene Entwicklungen setzt. Das Wachstumspotenzial in Asien scheint aufgrund der viel grösseren Bevölkerung und der konsequenteren Nutzung mobiler Ge-

räte noch höher. Zwei Jahre nach Booking.com wurde in Schanghai das Pendant **Ctrip** gegründet.

Seit dem Börsengang 2003 nahm es eine beeindruckende Entwicklung. Der Marktwert erreicht ein Drittel der Priceline-Kapitalisierung. Zur Finanzierung des Wachstums hat Ctrip auch Wandelanleihen begeben. Anleger können aus vier Laufzeiten über insgesamt nominal 2,5 Mrd.\$ wählen. Nach der Ankündigung strikterer Regulierung gab die Aktie seit Anfang August bis 15% nach, sodass ein Einstieg attraktiv erscheint. Drei Ctrip-Wandler erlauben dem Anleger sogar die vorzeitige Rückgabe per Put-Option, sodass das Risiko eines Rückschlags begrenzt ist. Doch danach sieht es derzeit nicht aus, da alle drei im Geld hängen.

Je nach Gusto kann man sich bis 2018, 2020, 2022 oder gar 2025 am weiteren Wachstum Ctrips beteiligen und zahlt dafür moderate annualisierte Wandlungsprämien. Beteiligt hat sich auch bereits Priceline – bestrebt, Kooperation mit und Einfluss auf Ctrip zu stärken. Inwieweit die Chinesen dies am Ende zulassen, bleibt abzuwarten.

CARSTEN KRÖGER, Holinger AM

Neu lancierte Frankenemissionen

Valor, Emittent, Federführer, Rating	Betrag in Mio. Fr.	Laufzeit in Jahre	Zins in %	Aufn. Börsenhandel	Libere-rung	Briefkurs	Rendite in %	
Anleihen inländischer Schuldner								
36 153 316	Emissionszentrale für gemeinnützige Wohnbauträger (ZKB)	147,5	18	¾	13.9.	14.9.	103,49	0,40
36 153 317	Banque Cantonale Neuchâtoise (ZKB)	150	10 ½	½	14.9.	15.9.	102,15	0,28
36 153 319	Pfandbriefzentrale der schweizerischen Kantonalbanken (Kantonalbanken) Aaa/-/5	270	9 ¾	¾	14.9.	15.9.	102,85	0,07
36 153 320	Pfandbriefzentrale der schweizerischen Kantonalbanken (Kantonalbanken) Aaa/-/5	141	13	½	14.9.	15.9.	102,40	0,31
38 036 006	Grenke Leasing (Commerzbank/J. Safra Sarasin/BKB/LuK)	70	3 ½	¾	13.9.	15.9.	-	-
37 926 870	Aéroport International de Genève (CS/ZKB/BCG)	175	10	¾	18.9.	20.9.	100,50	0,35
38 001 157	Stadt St. Gallen (Raiffeisen/Genfer KB/St. Galler KB)	100	20	¾	19.9.	18.9.	101,24	0,53
37 961 096	Orior (UBS/ZKB)	110	6	¾	22.9.	26.9.	101,20	0,42
37 961 098	Kanton Bern (UBS/BKB/Raiffeisen)	200	20	½	26.9.	28.9.	100,45	0,48
37 926 871	Coop-Gruppe Genossenschaft (CS/UBS/BKB)	200	10	½	27.9.	29.9.	100,25	0,47
36 153 322	Investis Holding (ZKB/CS/UBS/Vontobel)	180	5	¾	2.10.	3.10.	100,40	0,71
36 153 323	Stadt Lausanne (ZKB/CS)	100	25	¾	3.10.	4.10.	101,20	0,82
37 926 869	Chocoladefabriken Lindt & Sprüngli (CS/ZKB)	250	10 ½	¾	4.10.	6.10.	100,30	0,27
Anleihen ausländischer Schuldner								
38 245 164	Achmea Bank (Deutsche Bank/CS/BNP) -A/-A	100	8	½	2.10.	3.10.	100,75	0,42
37 961 097	Banque Fédérative du Crédit Mutuel (UBS/Deutsche Bank) Aa3/A/A+	200	9 ½	¾	3.10.	5.10.	100,65	0,53

Erstmals in dieser Tabelle: ¹ Erwartete Ratings ² das Rating von Moody's, Standard & Poor's und Fitch bezieht sich auf vergleichbare ausstehende Anleihen desselben Schuldners ³ Titel ausländischer Schuldner sind quellenssteuerfrei ⁴ Floater ⁵ nachrangig ⁶ Aufstockung um 141 Mio. Fr. auf 529 Mio. Fr. nach Libere-rung am 15. September fungibel mit Valor 30 617 374, zusätzlich werden Märzinszen für 355 Tage gezahlt. ⁷ Aufstockung um 270 Mio. Fr. auf 520 Mio. Fr. nach Libere-rung am 15. September fungibel mit Valor 35 767 616, zusätzlich werden Märzinszen für 153 Tage gezahlt

Neue Emissionen am Euromarkt

Schuldner (Federführer)	Moody's/S&P/Fitch	Betrag in Mio. Euro	Verfall	Zins in %	Libere-rung	Ausg.-preis %
Euro						
Comp. de Fin. Foncier (Joint Leads)	Aaa/-/A	FR0013281748	1250	2024	¾	110.9.
GlaxoSmithKline (Joint Leads)	A2/-/A	XS1681518962	1200	2020	0	120.9.
GlaxoSmithKline (Joint Leads)	A2/-/A	XS1681519184	700	2026	1	120.9.
Valeo (Joint Leads)	Baa2/-/A	FR0013281888	600	2022	¾	120.9.
Telefonica Em. (Joint Leads)	Baa3/BBB/BBB	XS1681521081	1250	2028	1 ½	120.9.
Banco Desio (Joint Leads)	-/A/A-	IT0005277451	500	2024	¾	120.9.
Belfus (Joint Leads)	Baa3/BBB/-	BE6298043272	750	2022	¾	120.9.
Lloyds Bank (Joint Leads)	Baa1/BBB+/A+	XS1681050610	750	2027	1 ½	120.9.
Ingenico Group (Joint Leads)	-/A-	FR0013281946	600	2024	1 ¾	130.9.
Transurban Finance (Joint Leads)	Baa1/-/A-	XS1681520786	500	2028	1 ¾	130.9.
Iberdrola (Joint Leads)	Baa1/-/BBB+	XS1682538183	750	2027	1 ¼	130.9.
Daimler International (UNICRED)	A2/-/A-	DE000A19Y87	500	2021	¾	130.9.
ICADE (Joint Leads)	-/A-	FR0013281755	600	2027	1 ¾	130.9.
Nykredit (Joint Leads)	-/A-	DK0009515603	500	2022	1	140.9.
Britisches Pfund						
Credit Suisse (CS)	Baa2/BBB+/A-	CH0379268722	750	2025	1	120.9.
Norwegische Krone						
KommuneKredit (DANBK)	-/A-	NO0010805468	1000	2022	1	130.9.
US-Dollar						
Visa (Joint Leads)	-/A+/+	US92826CAG78	1000	2022	2.15	110.9.
Visa (Joint Leads)	-/A+	US92826CAJ18	750	2047	3.65	110.9.
Visa (Joint Leads)	-/A+/+	US92826CAH51	750	2027	2 ¾	110.9.
Mizuho Financial (Joint Leads)	A1/A/-	US60687YAM12	1100	2027	3.17	110.9.
Mizuho Financial (Joint Leads)	A1/A/-	US60687YAN94	1150	2022	1	110.9.
Mizuho Financial (Joint Leads)	A1/A/-	US60687YAL39	1000	2022	2 ¾	110.9.
Apple (BAML/DB/GS)	-/AA+/+	US037833DC16	1000	2022	2 ½	120.9.
Apple (BAML/DB/GS)	-/AA+/+	US037833CZ10	1000	2019	1 ½	120.9.
Apple (BAML/DB/GS)	-/AA+/+	US037833DB33	2000	2027	2 ¾	120.9.
Apple (BAML/DB/GS)	-/AA+/+	US037833DD98	1000	2047	3 ¾	120.9.
Zoetis (Joint Leads)	Baa1/BBB/-	US98978VAL71	750	2027	3	120.9.
Woodside Finance (Joint Leads)	Baa1/-/A-	USQ98229AM12	800	2028	3 ¾	130.9.
Sinopec Overseas (Joint Leads)	A1/-/A-	USG8201NAH55	750	2027	3 ¾	130.9.
Sinopec Overseas (Joint Leads)	A1/-/A-	USG8201NAG72	1400	2022	2 ½	130.9.
Asian Development Bank (Joint Leads)	Aaa/-/AAAUS045167ED13	4000	2022	1 ¾	130.9.	

* = einschliesslich erwartetem Rating 1 = variabler Zins
Die Tabelle zeigt eine Auswahl von Anleihen und erhebt keinen Anspruch auf Vollständigkeit.
Die Bewertungen beziehen sich auf die bisher ausgegebenen Anleihen dieses Schuldners bzw. Garanten Quelle: Bloomberg

Kennziffern Zinsen Schweiz

	Ende 2016	Hoch 2017	Tief 2017	6.9.	7.9.	8.9.
Kassazins (10 Jahre)	-0.14	0.06	-0.21	-0.12	-0.10	-0.13
1,5% Eid						