

Boom in Rohöl geht weiter 36

Klettern die Preise in Richtung 80\$?

Mehr Calls und mehr Volumen 37

Investoren an der Eurex sind in guter Stimmung

Nestlé-Warrants sind gefragt 37

Auch Finanzwerte stehen in der Gunst der Anleger

Emittenten

Vontobel

36

Derivate

Sorgfältige Auswahl entscheidet

Wandelanleihen: Tief hängende Früchte sind bereits geerntet – Überlegenheit von Wandlern mit Anlagequalität ist ein Mythos

ALEXANDER MUELLER

Nach einem äusserst enttäuschenden letztjährigen Ergebnis sind Wandelanleihen wie ein Phönix aus der Asche aufgestanden. Damit haben sie das Marktversagen vom vierten Quartal 2008 nahezu vollständig kompensiert.

Das Unterschreiten des theoretischen Bond Floors (Obligationenwert) im Oktober wurde durch eine technische Anomalie verursacht: Der Markt hatte durch die Zwangsverkäufe von Hedge Funds und Eigenhandelsabteilungen in Banken für zwei Monate aufgehört zu funktionieren. Seit Anfang Jahr ist das Gegenteil der Fall, mittlerweile haben die meisten Papiere den Besitzer gewechselt. Lag der Anteil der Hedge Funds 2008 über 50%, schätzt man ihr Gewicht heute auf unter 20%.

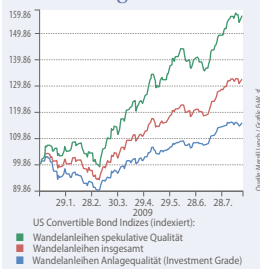
Der Anteil an langfristig orientierten Anlegern ist in Wandelanleihen somit deutlich gestiegen. Die Titel liegen heute grösstenteils bei Buy-and-Hold-Fonds, Privatbanken und Staatsfonds (Sovereign Wealth Funds). Monate bevor die globalen Aktienmärkte zur Erholung ansetzten, haben Wandelanleihen die Aufwärtsbewegung antizipiert und die Bewertungslücke geschlossen. Im ersten Quartal 2009 lagen Wandelanleihen bereits rund 10% vor globalen Aktien. In den vergangenen zwei Monaten haben die Aktien zwar aufgeholt, aber seit Anfang Jahr liegen Wandler noch immer rund 7% vorne. Absolut gesehen haben sie 24% gewonnen (in Euro).

In den Preisen ist viel Optimismus eskompiert. Liess sich Ende letzten Jahres von einer systematischen Fehlbewertung der Anlageklasse von bis zu 5% sprechen, ist die Unterbewertung heute auf höchstens 1 bis 2% geschrumpft. Wandelanleihen sind preiswert bis fair bewertet.

Erwartete Rendite schrumpft

Damit ist die Luft bereits wesentlich dünner geworden, was mittlerweile auch an der zu erwartenden Rendite (auf Put resp. Verfall) in den Indizes zu sehen ist. Lag diese Anfang Jahr auf über 10%, ist sie nun auf weniger als 5% geschrumpft. Wandler haben damit in nur sechs Monaten eine Metamorphose durchgemacht. Sie bewegen sich vom Ersatz für hochverzinsliche Anleihen (High Yield) kontinuierlich in Richtung Aktiensubstitut. Und obschon die systematische Unterbewertung ver-

Risiko bringt Rendite



schwunden ist, bieten sich weiterhin attraktive Chancen.

Einerseits ist die Rendite, die über die fixen Coupons und den Rückzahlungsbeitrag zu erzielen ist, im Vergleich zu anderen Anlageformen immer noch sehr ansprechend. Zudem ist davon auszugehen, dass der theoretische Bond Floor, sollten die Aktienmärkte nach unten drehen, aufgrund des Profils der Neuanleger nicht wieder in den freien Fall gerät. Schliesslich hat sich gezeigt, dass Wandelanleihen auch während der letzten achtzehn Monate die bessere Aktienanlage waren. Die Volatilität (Kurschwankung) der Anlageklasse betrug rund 14%, während Aktien im Durchschnitt 24% aufwiesen.

Investment Grade enttäuscht

Im Qualitätsspektrum der Wandelanleihen sticht ins Auge, dass der Bereich Anlagequalität (Investment Grade, IG) seit Ausbruch der Finanzkrise schlechter abschnitten hat als die Anlageklasse insgesamt. Das scheint zunächst kontraintuitiv zu sein, macht jedoch bei näherer Betrachtung der einzelnen Segmente Sinn.

Finanzwerte stellen nach wie vor den grössten Teil der IG-Wandelanleihen. Somit erstant die vergleichsweise schlechte Performance dieses Segments nicht. Es ist übrigens nicht das erste Mal, dass IG enttäuscht. Nach dem Platzen der Technologieblase waren es von 2000 bis 2002 mehrheitlich die mit einem A-Rating versehenen Telekom-Wandler, die durch den theoretischen Bond Floor fielen. Sieht man von dieser dem Segment inhärenten Tendenz zur Klumpenbildung ab, gibt es

weitere Gründe, warum die Werthaltigkeit von IG-Wandelanleihen nicht optimal ist.

Ein Blick auf die lange Historie der Wandelanleihe zeigt, dass sie typischerweise nicht dem IG-Segment entstammt. Es waren hauptsächlich Wachstumsunternehmen, die den Weg zum Kapitalmarkt über die Wandelanleihe beschritten, da sie zu zusätzlichem Eigenkapital nur unter erschwerten Konditionen Zugang hatten. Diese Unternehmen investierten in Wachstum und reale Aktiva, im Gegensatz zu jenen, die aus Steuergründen die Bilanz optimierten.

Solche Wandelanleihen waren historisch immer die attraktivsten, einerseits durch die oft attraktiven Emissionskonditionen unter dem theoretischen Wert, andererseits durch das nachfolgende reale Wachstum der Unternehmensgewinne, das sich in Aktienkurssteigerungen niederschlug. Aus dieser Ausgangslage rührt der Preisvorteil der Anlagekategorie.

Am meisten Wandler sind in den USA emittiert worden. Dort erklären Marktexperten, die Überlegenheit von IG-Wandlern sei ein Mythos. Er werde nicht wahr, auch wenn er gebetsmühlenartig wiederholt wird. Eine Analyse des Risiko-Rendite-Profils der einzelnen Segmente wird diese Aussage bestätigen. In einer Finanzkrise solchen Ausmasses hätte man erwarten können, dass das High-Yield-Segment nahezu implodiert. Genau das Gegenteil ist eingetreten: Seit März sind es vorwiegend Unternehmen der spekulativen Kreditqualität, die sich über die Wandelanleihe refinanzieren.

Zweiteilung hinterfragen

Die Kurseinbussen vom vergangenen Jahr haben gezeigt, dass ein IG-Rating Verlusten keineswegs schützt. Die Ratingagenturen werden für den prozyklischen Bewertungsprozess bis heute heftig kritisiert. Zahlreiche institutionelle Investoren sind zu impliziten Ratings übergegangen, hergeleitet aus dem Risikoauschlag (Credit Spread) und der Bilanz.

Vergleicht man die Bewertung über das gesamte Qualitätsspektrum, fällt ins Auge, dass IG-Wandelanleihen das bei weitem teuerste Segment sind. Die implizite Volatilität (erwartete Kurschwankung) ist im Vergleich zu spekulativen Anleihen massiv gestiegen und beträgt rund 35%. Der Grund dafür hängt sicherlich mit dem

stark schrumpfenden Universum für IG-Anleihen zusammen – in den letzten zwölf Monaten hat sich ihr Nominalwert insgesamt rund ein Drittel reduziert. Von den rund 100 emittierten Wandelanleihen seit Anfang März ist ebenfalls nur jedes dritte Papier dem IG-Bereich zuzurechnen.

Gemäss einer kürzlich veröffentlichten Studie von Barclays Capital über das amerikanische IG-Universum herrscht dort ein Klumpenrisiko. Fast 60% der Marktkapitalisierung werden von drei Branchen bestritten (Healthcare 26%, Reits 18% und Energie 15%). Die zehn grössten Emittenten machen rund 60% des gesamten Nominalwertes aus. Analysten warnen deshalb vor Crowded Trades und hohem Risiko in diesem Segment, insbesondere mit Blick auf die statlichen Bewertungen.

Qualitative Kreditanalyse

Heute sprechen zwei strukturelle Trends für ein Engagement in Wandelanleihen. Einerseits sind die typischen Konkurrenzprodukte in den Hintergrund getrickt, gleichzeitig nimmt die Marktkapitalisierung und Liquidität der Wandler zu.

Aus der Perspektive einer globalen Asset Allocation waren in den letzten Jahren Hedge Funds, Private Equity und im Bereich des Private Banking die strukturierenden Produkte die traditionellen Konkurrenten der Wandelanleihen. Sie gewannen bis Anfang 2008 relativ an Bedeutung, bis im Zug der Finanzmarktkrise die Popularität schwand – nun ist der Mittelfluss stagnierend bis rückläufig.

Im Gegensatz dazu sind Wandelanleihen, bedingt durch die gute Jahresperformance und die Flut an Neuemissionen, auf den Radarschirm neuer, nicht traditioneller Investoren geraten. Die zurückgekehrte Liquidität und das weit offene Kapitalmarktfenster zur Refinanzierung der Unternehmen sind deutliche positive Zeichen. Die aufgenommenen Gelder geben den Unternehmen die Möglichkeit ihre temporären Verbindlichkeiten zu tilgen, um ihre Geschäfte fortsetzen zu können.

Der Blick in die Zukunft sieht jedoch nicht mehr ganz so rosig aus. Mittelfristig stellt sich die Frage nach dem Preis, den Unternehmen zahlen müssen, um an liquide Mittel zu geraten. Die hohen Kapi-

FORTSETZUNG AUF SEITE 36

Kreditderivate weniger gefragt

Philipp Hildebrand: «Zentrale Gegenpartei ist kein Wundermittel»

«Den dringenden Handlungsbedarf orten wir im ausserbörslichen Derivatmarkt.» Das erklärte Philipp Hildebrand, designerter Präsident der Schweizerischen Nationalbank (SNB), gemäss Redetext am Dienstag in Zermatt. «Er liefert ein gutes – oder besser gesagt ein schlechtes – Beispiel dafür, dass Selbstregulierung eben nicht immer funktioniert.»

Immerhin liessen sich ermutigende Fortschritte erkennen. Dazu gehörten Bestrebungen, Derivatgeschäfte vermehrt über zentrale Gegenparteien abzuwickeln – diese stehen ein, falls ein Marktteilnehmer ausfällt. «Allerdings sind auch zentrale Gegenparteien kein Wundermittel», räumte Hildebrand ein. Es müsse sichergestellt werden, dass sie nicht neue Risiken für das Finanzsystem kreierten. Andernfalls droht in einer Krise nicht nur ein Teilnehmer, sondern ein ganzer Markt umzufallen (vgl. FuW Nr. 55 vom 15. Juli).

VaR-Modelle hinterfragen

Die grösste Überraschung in der Finanzkrise sei ihre schnelle Ausbreitung gewesen. Das erklärten 26 Banken aus elf Ländern, die mit Kreditderivaten handeln und Liquidität der Wandler zu.

Aus der Perspektive einer globalen Asset Allocation waren in den letzten Jahren Hedge Funds, Private Equity und im Bereich des Private Banking die strukturierenden Produkte die traditionellen Konkurrenten der Wandelanleihen. Sie gewannen bis Anfang 2008 relativ an Bedeutung, bis im Zug der Finanzmarktkrise die Popularität schwand – nun ist der Mittelfluss stagnierend bis rückläufig.

Im Gegensatz dazu sind Wandelanleihen, bedingt durch die gute Jahresperformance und die Flut an Neuemissionen, auf den Radarschirm neuer, nicht traditioneller Investoren geraten. Die zurückgekehrte Liquidität und das weit offene Kapitalmarktfenster zur Refinanzierung der Unternehmen sind deutliche positive Zeichen. Die aufgenommenen Gelder geben den Unternehmen die Möglichkeit ihre temporären Verbindlichkeiten zu tilgen, um ihre Geschäfte fortsetzen zu können.

Der Blick in die Zukunft sieht jedoch nicht mehr ganz so rosig aus. Mittelfristig stellt sich die Frage nach dem Preis, den Unternehmen zahlen müssen, um an liquide Mittel zu geraten. Die hohen Kapi-

Large Kreditvergabe?

Fitch führt aus, Kreditversicherungen (Credit Default Swaps, CDS) würden von den Banken oft nicht zur Absicherung von Schuldtiteln eingesetzt, sondern um eine Position im Kreditmarkt einzugehen. Fast die Hälfte der Befragten hält denn auch fest, CDS hätten nicht dazu geführt, dass Standards für die Vergabe von Darlehen gelockert worden seien. Das scheint etwas blauäugig zu sein, denn Auslöser der Krise waren drittklassige US-Hypotheken (Subprime), die via Kreditderivate am Kapitalmarkt platziert wurden und die von den Hypothekenbanken nur deshalb vergeben worden waren, weil das Risiko nicht in den eigenen Büchern liegen blieb.

Mittel dazu waren allerdings nicht CDS, sondern tranchierte Kreditportefeuilles (Collateralized Debt Obligations, CDO). Für komplexe Varianten, etwa CDO aus Tranchen anderer CDO (sogenannte CDO Square) oder auf forderungsgesicherte Obligationen (ABS), sehen die Banken keine Renaissance. Bewährt haben sich CDS auf Einzeltitel oder auf Indizes.

70% erwarten, der Gesamtmarkt werde dieses Jahr kleiner. Am meisten Derivate bezogen sich in früheren Umfragen jeweils auf Auto- und Telekommunikationsunternehmen. Jetzt stehen Finanzinstitute wie J.P. Morgan Chase und Morgan Stanley sowie staatliche Schuldner wie Italien und Brasilien an erster Stelle. **BEG**

Monitor

Schweizer Kult-Objekte (6/7)

Das Schweizer Militärfahrrad 05 wurde von 1904 bis 1988 gebaut. Es ist schwarz, wiegt 22,5 kg und hat nur einen Gang. Dafür verfügt es über eine Stempel-, eine Rücktritts- sowie eine Böni-Trommelbremse. Sein offizieller Name lautet **Ordonnanzrad 05** – oder, salopper ausgedrückt, Stahleesel. Im Einsatz war es mit den Radfahrertruppen der Armee, die 2001 abgeschafft wurden. Heute ist es Kult. Sammler reissen sich um die Radlegende, und der hippe Anwalt oder der coole Journalist fahren gerne darauf zur Arbeit. «Unverwundlich und stabil wie die Eidgenossenschaft, und ohne modernen Sicherheitsklimbim», lautet das Urteil eines fachkundigen ehemaligen Soldaten. **«Es war immer ein Rad – nie ein Velo.»**



BILD: SANDRA MEIER

