

FINANZ und WIRTSCHAFT

Inhalt

Rohstoffe: Öl avanciert auf mehr als 129 \$	49
Zins-Futures: Im Spiegel der Aktienkurse	49
Eurex: Gewinnmitnahmen	51
Warrants: Puts statt Calls auf den SMI	51
Neue derivative Produkte	53

Emittenten

Bank Julius Bär	50
Bank Sarasin	50
Bank Vontobel	48
Dresdner Bank	49
Sal. Oppenheim	48

Keine Zeichnungsfrist mehr verpassen:

Alle Zertifikate-Neuemissionen ab sofort unter www.fuw.ch/neuemissionen

Anlegen mit Wandelanleihen: Vorzüge in hektischen Zeiten – Asien ist günstigster Kreditmarkt (Teil 7)

Jahr des Umbruchs für Wandler

Von Alexander Müller

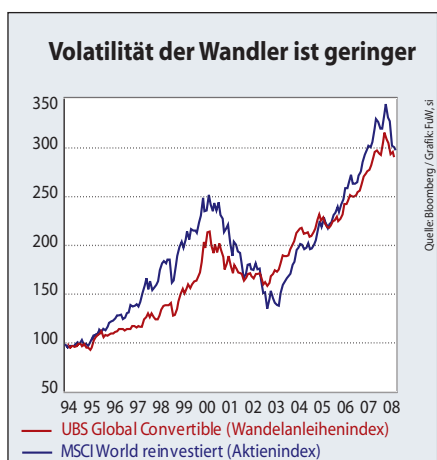
Wandelanleihen werden oft als «das Beste aus beiden Welten» bezeichnet. Angesprochen ist damit das Profil der Anlageklasse. Wandler profitieren von steigenden Aktienkursen und bieten eine gewisse Sicherheit, wenn Aktien fallen, da der Kurs gegen den Bond Floor sinkt und das Papier den Charakter einer herkömmlichen Anleihe annimmt. Zeitweise war die Anlageklasse systematisch unterbewertet, was den Slogan untermauerte. Spätestens seit 2003 ist jedoch der Free Lunch verschwunden. Dennoch traf die Redewendung 2007 erneut zu, als Wandler sowohl Festverzinsliche als auch Aktien hinter sich liessen.

Besonders in der zweiten Jahreshälfte spielten sie ihre in der Konvexität begründeten Vorteile aus – die Sensitivität zur Aktie nimmt mit steigenden Aktienkursen überproportional zu, mit fallenden überproportional ab. Die ersten sechs Monate der Finanzkrise ab Juli 2007 überstanden die Wandler unbeschadet. Das Blatt wendete sich im Januar 2008, als Investmentbanken gezwungen waren, das Risiko und einzelne Positionen drastisch zu reduzieren. Von der Verkaufswelle wurden auch Wandelanleihen erfasst und verloren in nur drei Monaten rund 9%.

Den Verlust rechtfertigen fallende Aktien und höhere Risikoaufschläge (Credit Spreads) nur teilweise. Hauptverursacher sind Hedge Funds und Eigenkapitalhändler, die gezwungen waren, die Verschuldung (Leverage) zu vermindern und Positionen teilweise wahllos zu veräussern.

Profil verändert sich deutlich

Seit Ausbruch der Kreditkrise hat sich das Profil der durchschnittlichen Wandelanleihe deutlich verändert. Durch die Aktienbaisse sind Wandler heute wesentlich weniger aktienlastig. Investoren, für die das Durchschnittsprofil zu aktiensensitiv wurde, können nun ein balancierteres Profil erwerben. Das Delta, das die Sensitivität zum Aktienkurs misst, betrug Ende letzten Jahres noch rund 60% – fallen die Aktien 10%, verlieren Wandelanleihen 6%. Im März sank das Delta auf 45%.



Spiegelbildlich dazu stieg die Rendite des durchschnittlichen Wandlers um 1,2 Prozentpunkte. Die Profiländerung zeigt, dass sich die Anlageklasse ohne jegliches Zutun rebalanciert. Anders als in einem traditionellen gemischten Portfolio, dessen Aktien- und Anleihenquote überwacht und adjustiert werden muss, geschieht dies in Wandelanleihen von selbst.

Zudem stellt die implizite Put-Option eine Absicherung dar. In einer heftigen

Baisse fehlt in einem gemischten Portfolio für Umschichtungen oft die Zeit. Mit steigender Volatilität (Kursschwankung) gewinnt der Put an Wert. Somit kommen die Vorteile des Wandlers vor allem zum Tragen, wenn sich der Markt bewegt.

Der Primärmarkt ist vom Finanzsektor dominiert. Unter den diesjährigen US-Neuemissionen sind mehr als 60% Preferred Shares (Zwangswandler). Dadurch erhöhte sich das Delta des Universums wieder leicht, denn Zwangswandler besitzen ein ähnliches Risiko-Rendite-Profil wie Aktien. Zudem vergrösserte sich der Anteil der Wandelanleihen mit einem Rating in Anlagequalität (Investment Grade), weil Finanztitel fast allesamt nach wie vor ein AA-Rating besitzen. Sie machen rund ein Viertel der Marktkapitalisierung aus.

China ist das Taiwan von heute

Die letzte Korrekturphase von ähnlichem Ausmass fand von 2000 bis 2002 statt. Damals war die Anlageklasse von der Technologie- und der Telecombranche dominiert. Heute ist die Sektorenverteilung viel ausgeglichener. Regional dominieren

nach wie vor die USA, gefolgt von Europa. Asien war damals geringer gewichtet.

Mit asiatischen Wandelanleihen liess sich auch während des Platzens der Internet-Blase Geld verdienen. Statt China war damals Taiwan das Outsourcing-Zentrum für die westliche High-Tech-Industrie. Dort profitierten Investoren mit wesentlich weniger Risiko vom Technologieboom, und das Debakel in den Jahren 2002 und 2003 überstanden sie ohne grösseren Schaden. Diese Wandler hatten eine dreijährige Laufzeit, waren jedoch mit einer Put-Option versehen. Investoren hatten die Möglichkeit, ihre Papiere zu festgesetzten Zeitpunkten frühzeitig zu 100% zu kündigen. Das verkürzte die Laufzeit und verminderte das Ausfallrisiko erheblich.

Heute ist die Auswahl an Wandelanleihen wesentlich grösser. China hat Taiwan als grösstes Emissionsland abgelöst. An zweiter Stelle steht Indien, gefolgt von Südkorea, Malaysia und Singapur. Aktuelle chinesische Wandler ähneln den früheren taiwanesischen, obschon die Unternehmen weniger auf Export ausgerichtet sind. In erster Linie sind es Wachstumsunternehmen aus den Branchen Infrastruktur, Nahrungsmittel und Konsumgüter, die vom Heimmarkt profitieren.

Asiatische Wandler stehen auf historischen Tiefst. Das Investment-Grade-Segment ist günstiger als je zuvor in einer Rezession, und hochverzinsliche (High Yield) Wandler bieten jährlich bis zu 17% Rendite auf die nächsten drei Jahre.

Kompensation für 10% Defaults

Anders als zur Jahrtausendwende sind die Unternehmen grösstenteils profitabel. Die Renditen kompensieren die rund 10% Ausfälle in einem Portefeuille in den nächsten drei Jahren (geschätzte Break-even-Default-Rate). Asien ist weltweit mit Abstand der günstigste Kreditmarkt. Zwar ist der durchschnittliche Verschuldungsgrad der Unternehmen ähnlich wie in den USA. Doch die Barmittel sind gegenüber den ausstehenden Schulden wesentlich höher als in Europa oder Amerika.

Zudem sind Anzeichen erkennbar, dass die Investitionen leicht abnehmen, obgleich sich noch keine Abschwächung in Umsatz und Margen zeigt. Die Liquidität nimmt somit tendenziell zu und verringert das Risiko, in einem Abschwung die Schulden nicht bedienen zu können. Darüber hinaus werden die meisten Wandler Asiens nicht mehr in Dollar, sondern in der Heimwährung emittiert, sie würden somit von einer Aufwertung profitieren.

Alexander Müller ist Portfoliomanager von Holinger Asset Management in Zürich.

Die Teile 1 bis 6 der Serie über Wandelanleihen sind in FuW Nr. 67 vom 29. August, Nr. 70 vom 8. September, Nr. 88 vom 10. November, Nr. 100 vom 22. Dezember 2007, Nr. 35 vom 3. Mai und Nr. 38 vom 14. Mai erschienen.

Sensitivität zu Aktien schwankt

	Delta (Aktiensensitivität) in %
Januar 2000	70
Februar 2003	30
Oktober 2007	60
April 2008	45

Quelle: Mace/UBS Global Convertible Bond Index

Attraktive Wandelanleihen

	FX	Laufzeit	Rendite/ Put	Put in %
Sept. 2002, Taiwan				
½% Ritek 2007	\$	Febr. 07	Febr. 05	10,5
½% Macronix 2007	\$	Febr. 07	Aug. 04	11,2
0% Promos 2006	\$	Apr. 06	Apr. 03	14,8
0% Powerchip 2006	\$	Mai 06	Mai 03	8,5
Mai 2008, China				
0% Fu Ji Food	Yen	Okt. 10	-	11,0
0% China Milk 2012	\$	Jan. 12	Jan. 10	13,0
0% China Nickel 2012	HK-\$	Dez. 12	Dez. 10	15,0
0% Celestial				
Nutrifoods 2011	SG-\$	Jun. 11	Jun. 09	16,0

Quelle: H. A. M./Bloomberg

Börsenderivate

Nur wenig CO₂-Anlagen

Vier neue Indizes auf Emissionszertifikate für Kohlendioxid (CO₂) wecken zwar Interesse, Anleger investieren aber nur zögerlich. Seit Anfang Jahr sind die Indizes mehr als 10% gestiegen, lanciert wurden sie in den vergangenen sechs Monaten von den Investmentbanken Barclays Capital, Merrill Lynch, Société Générale und UBS. Das investierte Vermögen entsprechende aber weniger als einem viertel Prozent des weltweiten Emissionshandels, meldet die Nachrichtenagentur Reuters.

Ein Zertifikat berechtigt den Inhaber, pro Jahr eine Tonne des Treibhausgases CO₂ in die Luft zu lassen. Kohlekraftwerke und Industriebetriebe in der Europäischen Union (EU) müssen im Emissionshandelssystem (EU ETS) Zertifikate kaufen, wenn sie ihre verordnete Ausstosslimite überschreiten. Wer den Betrieb saniert und weniger emittiert, darf Zertifikate verkaufen (vgl. FuW Nr. 28 und 30 vom 9. und 16. April). In den USA beteiligen sich Unternehmen wie Ford und IBM freiwillig am Zertifikathandel der Chicago Climate Exchange CEX (vgl. FuW Nr. 34 vom 30. April).

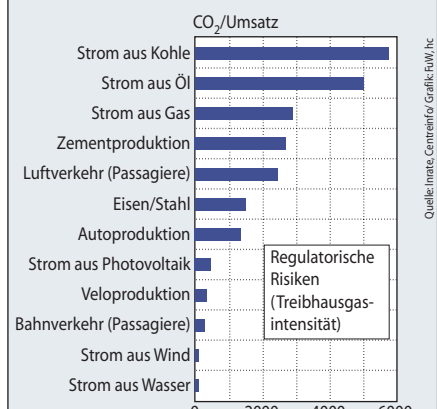
Auf den Index von Barclays Capital, aufgelegt im Dezember, seien 60 Mio. € investiert, hauptsächlich aus Europa, führt Reuters aus. Société Générale habe seit März einige Dutzend Mio. € aus China und Hongkong angelockt. Die anderen beiden Indizes sind leer ausgegangen.

Anleger sind skeptisch, weil der Preis der Zertifikate im Frühling 2006 in wenigen Tagen von 30 auf 10 € einbrach und dann gegen null sank. Die EU hatte den Ausstoss überschätzt und in der ersten Phase des EU ETS zu viele Zertifikate zugeteilt. Die zweite Phase von 2008 bis 2012 verläuft bisher erfolgreich, die Zertifikate notierten am Freitag 25,31 €.

«Der Preis müsste auf 40 € steigen, damit das Ziel erreicht wird, den globalen Temperaturanstieg auf 2 Grad Celsius zu beschränken», erklärte Christoph Ritz, Geschäftsleiter des Klima-Forums Proclim und Gastreferent an einer Veranstaltung von Inrate, einer unabhängigen Ratingagentur für Nachhaltigkeit, am Dienstag in Zürich. Die Zunahme der Emissionen habe sich in den letzten Jahren weltweit beschleunigt. Ein Grund dafür sei die steigende CO₂-Intensität. Seit 1980 habe der Ausstoss im Verhältnis zum Wirtschaftswachstum dank sparsamerer Technologie stetig abgenommen. Nun sei das nicht mehr der Fall. Ritz resümierte: «Um den Ausstoss zu verringern, ist der Emissionshandel zentral.»

Je nach Branche bringe der Klimawandel Chancen oder Risiken, erläuterte Myriam Steinemann, Analytikerin von Inrate. Wasserkraftwerke trügen kaum ein regulatorisches Risiko, ihre Treibhausgasintensität sei gering (vgl. Grafik). Gross sei dagegen das physische Risiko, etwa wenn Niederschläge ausblieben. Gute Chancen habe die Baubranche, Häuser würden saniert und Infrastruktur gesichert. Anleger müssen das berücksichtigen, wenn sie z. B. Themenzertifikate kaufen. **Beg**

Unterschiedliches Risiko der Branchen



Monitor: Biokraftstoffe (9/10)



Demonstranten versammeln sich beim Slum Cité Soleil in Port au Prince, der Hauptstadt Haitis. Sie protestieren gegen die Regierung, weil Nahrungsmittel teuer sind. Wegen der Demonstration am 7. April mussten Geschäfte und Schulen schliessen. Ein Grund für die hohen Preise ist der Anbau von Mais und Zuckerrohr zur Produktion des Biotreibstoffs Ethanol. **BILD: KEYSTONE**