

FINANZ und WIRTSCHAFT

Inhalt

Rohstoffe: Goldman Sachs korrigiert Ölprognosen 43
 Zins-Futures: Sicherheit ist nicht gefragt 43
 Warrants: Kehrt Vertrauen zurück? 45
 Eurex: Auf Qualität setzen 45
 Neue derivative Produkte 47

Emittenten

Bank Julius Bär 44
 Bank Sarasin 44
 Bank Vontobel 42
 Dresdner Bank 43
 Sal. Oppenheim 42

Keine Zeichnungsfrist mehr verpassen:

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

Wandelanleihen in der Krise – Theorie und Praxis sind zwei Paar Stiefel – Fehlbewertung eröffnet Chancen

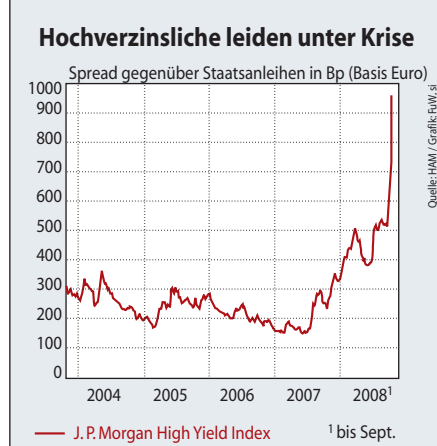
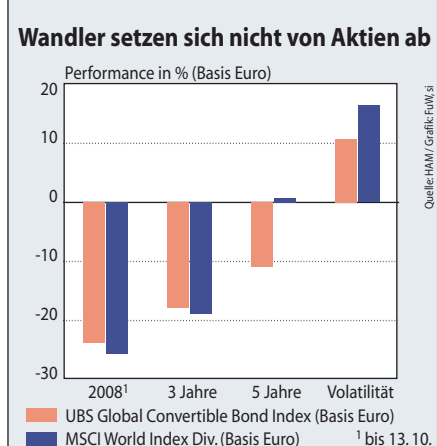
Hybride Anlageklasse in Metamorphose

Von Alexander Mueller

Die letzten Wochen werden aus finanzmarkttechnischer Sicht auch für die Anlageklasse Wandelanleihen in die Geschichte eingehen – leider nicht im positiven Sinn. Auf der einen Seite steht die Theorie, die besagt, dass Wandelanleihen sich teils wie Aktien, teils wie Unternehmensanleihen verhalten.

Dementsprechend liegen die Renditeerwartungen irgendwo dazwischen. In der Praxis verhielt es sich aber so, dass Wandelanleihen in dieser Abschwungphase annähernd so schlecht wie Aktien abschnitten, obwohl die eigentliche Aktiensensitivität in den letzten Monaten stetig gesunken war (das durchschnittliche Delta der Anlageklasse liegt derzeit auf 40%).

Globale Wandelanleihen haben seit Anfang September rund 24% korrigiert und damit etwa 10% schlechter abgeschnitten, als es theoretisch zu erwarten war. Die Jahresperformance ist somit ähnlich enttäuschend wie die der globalen Aktien (vgl. Balkendiagramm). Dabei gilt es in erster Linie, den hartnäckigen Mythos vom Bond Floor zu entkräften. In Fachliteratur und Presse wurde in den letzten Jahren immer wieder darauf verwiesen, dass Wandelanleihen das «Beste aus beiden Welten» sind, denn wenn der Aktienkurs nur weit genug fällt, gibt es ja noch den Bond Floor, der den Preis des Wandlers wie ein Sicherheitsnetz stabilisiert. Dass dieser Bond Floor sehr grossmaschig und beweglich sein kann – er stützt sich einzig und allein



auf den Credit Spread (risikobedingter Renditeaufschlag) der Anleihe –, wurde dabei vielfach vernachlässigt.

Mythos vom Bond Floor wankt

Der theoretisch modellierte Bond Floor hängt von Annahmen über die Kreditfähigkeit der Unternehmen ab und leitet sich aus deren Risikoaufschlag gegenüber Staatsanleihen ab. Die Ermittlung dieser Sicherheitslinie wird in einer sich ausweitenden Abschwungphase jedoch praktisch obsolet, weil sich diese Annahmen dann mit täglich schlechter werdenden Fakten messen müssen. Allein schon deshalb sind Wandelanleihen als Aktienersatz mit tieferer Volatilität zu sehen und keinesfalls als Ersatz für Obligationen mit minimalem Ausfallrisiko.

Ebenfalls skeptisch stimmt die Annahme, dass Wandelanleihen, die offiziell von Ratingagenturen als Investment-Grade-Anleihen klassifiziert wurden, defensiver sein sollten als solche, die kein offizielles Rating tragen. Das offizielle Schuldner-rating von Single-A für Finanzwandler hat diese jedenfalls nicht davor bewahrt, innerhalb von wenigen Wochen in den Status Junk bzw. gar Zahlungsausfall (Default) abzurufen.

Synthetische Wandelanleihen sind dabei per Definition eingeschlossen, wie die praktisch wertlosen Exchangeables, die von Lehman emittiert wurden, und die weit abgeschlagenen Syntheten anderer Investmentbanken zeigen. Ein Blick auf die Performance unterschiedlicher Manager und Benchmarks seit Beginn des Jahres zeigt, dass in der Praxis Investment-Grade-Fonds und -Indizes unter dem Strich nicht besser abgeschnitten haben als deren Gegenstücke ohne Restriktionen in der Kreditqualität.

Betrachtet man heute das durchschnittliche Risikoprofil von globalen Wandelanleihen, hat sich die Anlageklasse im Vergleich zum letzten Jahr deutlich verändert. Durch den markanten Abschwung an den Aktienmärkten ist das Delta von knapp 60 Ende letzten Jahres auf etwa 40% gefallen. Das Delta ist die Masszahl für die Aktiensensitivität und liefert somit einen Anhaltspunkt, wie viel Wandelanleihen mit einem Auf- oder einem Abschwung von beispielsweise 10% an den Aktienmärkten gewinnen bzw. verlieren (Stand heute mit Delta von 40%: plus respektive minus 4%).

Durch das bereits erwähnte Wegbrechen des theoretischen Bond Floor ist die zu erwartende Rendite auf Verfall oder Put (Kündigungsmöglichkeit des Investors) markant gestiegen. Die typische Wandelanleihe mit einer Restlaufzeit von rund drei Jahren notiert mittlerweile auf Kursen von 70 bis 80%. Um Fremdkapital aufzunehmen, muss ein Unternehmen wie die von den Ratingagenturen nach wie vor mit Triple-A bewertete General Electric heute beispielsweise rund 10% bezahlen, Unternehmen mit minderer Schuldnerqualität berappen rasch einmal 15 bis 20%.

Neu High Yield statt Aktienersatz

Sollten die Unternehmen mit ausstehenden Wandlern ihren Verpflichtungen nachkommen, errechnet sich für die gesamte Anlageklasse eine Rendite von knapp 8%. Zum Vergleich: Ende letzten Jahres lag die Rendite noch auf 3%. Damit bewegt sich die durchschnittliche Wandelanleihe heute klar im High-Yield-Segment, also im Bereich der hochverzinslichen Bonds (vgl. Grafiken oben).

Und dies führt uns schliesslich zu den Opportunitäten in der Anlageklasse, wenn gleich sich die Gedanken der meisten Marktteilnehmer momentan stärker um Risikominimierung drehen. Die Tatsache, dass Wandelanleihen in den letzten Wochen so drastisch gelitten haben, bietet nämlich Chancen, wie wir sie nur selten erleben. Wandelanleihen handeln Bewertungstechnisch in einem Territorium, wie wir es zuletzt Anfang der Neunzigerjahre

gesehen haben. Damals war die Anlageklasse systematisch fehlerbewertet, was zum Entstehen der Hedge-Fund-Strategie Convertible Arbitrage geführt hat.

Diese Strategie lieferte über die nächsten Jahre zweistellige Renditen, weil sich die systematische Fehlbewertung der Wandler arbitrieren liess. An einem solchen Punkt stehen wir auch heute, allerdings mit einem kleinen Unterschied: Die Hedge-Fund-Manager sind momentan nicht in der Lage, diese Situation zu nutzen. Einerseits haben etliche Manager mit Mittelrückfluss zu rechnen, andererseits wurden ihre Kreditlimiten vonseiten der Prime Brokers drastisch zurückgefahren. Und letztlich besteht Unsicherheit, inwieweit es im Lichte der jüngsten international verfügbaren Short-Selling-Restriktionen rechtlich noch zulässig ist, Aktien als Hedge (Absicherung) gegen unterbewertete Wandler leer zu verkaufen.

Nichtsdestotrotz sind wir der Überzeugung, dass sich diese Anomalie über die nächsten Monate verflüchtigen wird. Zu gross ist die Chance im Vergleich zum Risiko, zu gross ist die Renditeerwartung aufgrund dieser krassen Fehlbewertung, als dass Wandelanleihen über einen längeren Zeitraum weiterhin systematisch unterbewertet bleiben. Man kann heute die Voraussage wagen, dass Convertible Arbitrage Funds, die Mittel und Zeit zur Verfügung gestellt bekommen (neu aufgesetzte geschlossene Fonds), in den nächsten Jahren eine der lukrativsten Investmentstrategien sein werden.

Markt für Asien zu pessimistisch

Ähnliches gilt für Long-only-Manager, die ein diversifiziertes Portfolio von High-Yield-Wandlern verwalten. Dabei stimmt besonders Asien optimistisch, wo viele Schuldner mittlerweile eine Breakeven-Default-Rate (vom Markt antizipierte Zahlungsausfallquote) von über 17% aufweisen, was etwa fünfmal so hoch ist wie in der Asienkrise Mitte der Neunzigerjahre. Im grossen Unterschied zu den Nachwehen der Dotcom-Phase in den Jahren 2002/2003 sind die meisten der Unternehmen profitabel und weisen einen positiven Cashflow auf, mit dem sie die Anleihen teilweise frühzeitig zurückkaufen könnten.

Für Europa kann man noch eine Spur optimistischer sein: Die zum Teil konzentrierten Aktionen der Regierungen haben gezeigt, dass Europa schnell bereit ist, die nicht hausgemachte Kreditproblematik zu sozialisieren und einer anstehenden Deflationierung der Vermögenswerte entgegenzuwirken.

Was also sind die Treiber für eine nachhaltige Gegenbewegung in den Kreditmärkten? Die Bewertungen sind komplett am Boden, die Preise reflektieren ein Endzeitszenario. Wir können uns vorstellen, dass von heute an nach und nach positivere Meldungen zu uns durchdringen und diese langsam von der Marktstimmung absorbiert werden.

Alexander Mueller ist Fondsmanager der Hologer Asset Management, Zürich.

Lehman-CDS-Auktion

Operation ist gelungen

«Totgesagte leben länger», das gilt auch für den Kreditderivatmarkt. In den sogenannten Credit Default Swaps (CDS), einer Art Ausfallversicherung, orteten Kommentatoren bereits Anfang Jahr eine Spekulationsblase, die platzen und dann die Weltwirtschaft in den Abgrund reissen werde. Das nominale Marktvolumen von 55 Bio. \$ sowie das exorbitante Wachstum der letzten Jahre bekräftigte sie in der Ansicht, dass Zauberverträge am Werk sein müssten, denen die Kontrolle über ihre Schöpfung entglitten sei.

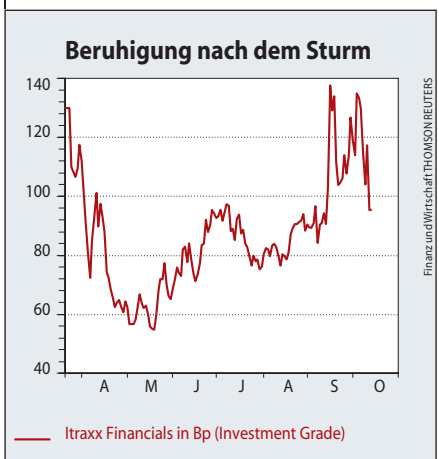
Die Summe scheint auf den ersten Blick astronomisch, sie ist indes zu relativieren. Der Nominalwert beziffert die maximale Versicherungssumme. Die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) schätzt den Bruttomarktwert aller CDS auf 2 Bio. \$. Der Nettomarktwert ist nochmals geringer.

Die Produkte werden bilateral respektive ausserbörslich gehandelt, was ein Grund für die immer wieder aufkeimende Verunsicherung sein mag. Denn Marktteilnehmer wie Banken, Versicherungen und Hedge Funds tragen ein Gegenparteirisiko. Regellos ist der Markt aber mitnichten. Das New Yorker Fed setzte sich bereits vor Jahren für eine schnelle Verarbeitung der Abschlüsse ein (vgl. FuW Nr. 75 vom 20. September). Mittlerweile wird auch die Bildung einer oder mehrerer zentraler Gegenparteien (Clearinghaus) vorbereitet.

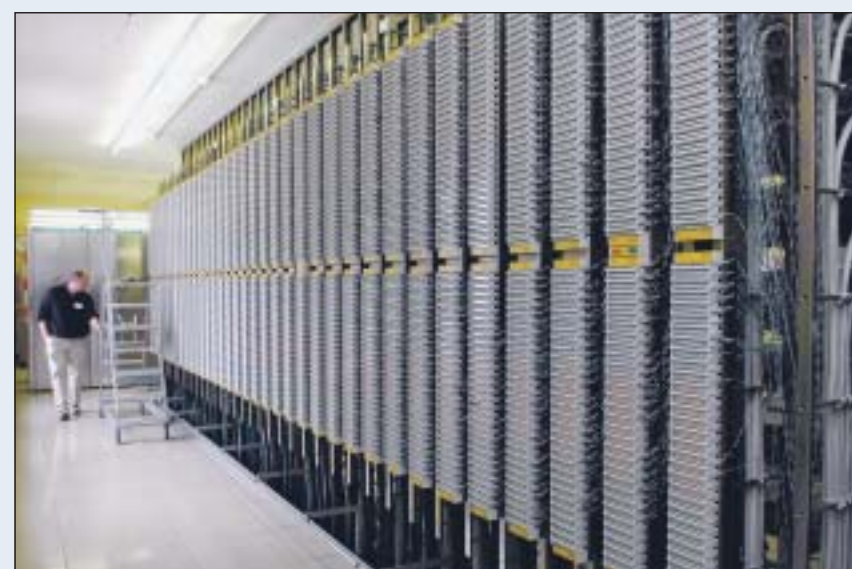
Zudem sorgt der Verband der Derivat-händler Isda für eine gewisse Rechtssicherheit. Im Gegensatz zum Interbankenmarkt (vgl. Seite 2), der beatmet werden muss, ist der CDS-Handel weiterhin liquide. Im Vorfeld der Lehman-CDS-Auktion von vergangener Freitag wurden indes erneut Horrarszenarien skizziert. Einige Marktbeobachter führten die massiven Kursverluste an Wallstreet Ende Woche auf die Auktion zurück – wäre dem so, dann würde der Schwanz mit dem Hund wedeln.

Fakt ist: Sicherungsgeber müssen Sicherungsnehmern wegen der Lehman-Pleite 91,375 Cent je versichertem Dollar bezahlen. Daraus leitet sich ein Restwert für Lehman-Papiere von 8,625 Cent ab. Ein von Bloomberg befragter Banker veranschlagt die von den Sicherungsgebern gesamthaft zu berappende Summe auf rund 273 Mrd. \$. Das scheint eher eine hohe Schätzung zu sein. Bear Stearns agierte als Gegenpartei von CDS mit einem Nominalvolumen von 13 Bio. \$, der Marktwert der daraus resultierenden Guthaben und Verbindlichkeiten betrug demgegenüber rund 33 Mrd. \$.

Sicherungsgeber müssen in der Regel dem Sicherungsnehmer ein Pfand hinterlegen, wenn der Wert ihrer Positionen fällt. Das ist wohl in den meisten Fällen geschehen. Daher ist nicht mit der Insolvenz von Gegenparteien zu rechnen – die Lage sähe ungemütlicher aus, wenn der Versicherungsgigant AIG nicht vom Staat unterstützt worden wäre. AIG gehört im CDS-Geschäft zu den gewichtigsten Akteuren. **MP**



Monitor: Arbeit im Wandel (10/10)



Im oberen Bild verlötet eine Mitarbeiterin der Haslerwerke in Bern, einer Vorläuferin der Ascom, Drähte mit einem Relais. Die Aufnahme entstand 1952. Damals feierte das Unternehmen das 100-jährige Bestehen. Es war ein wichtiger Telefonlieferant der PTT, die das Monopol im Fernmeldebereich besass. Swisscom, die aus der PTT hervorging, hat das Monopol am 1. April 2007 verloren. **BILDER: KEYSTONE**