

# Focus Convertible Bonds

## Wandelanleihen sind attraktiv

November 2008

Die globalen Aktienmärkte wurden in den letzten Monaten durchgeschüttelt wie noch nie. Pfeiler der Finanzwelt wie **AlG**, **Lehman Brothers**, **Merrill Lynch**, **Washington Mutual** oder auch **Island** mussten Konkurs anmelden oder wurden zahlungsunfähig. Diese Insolvenzen der einst als sicher betrachteten Institutionen haben das Vertrauen in die Finanzwelt erschüttert. Die Kreditmargen (Credit Spreads) sind auf extrem hohe Niveaus gestiegen. **AAA** bewertete Anleihen, welche als sicherer Hafen beurteilt wurden, haben den Sicherheitsansprüchen nicht genügen können. Sogar die grossen Hedge Funds konnten sich dem Finanzsturm nicht entziehen und haben schockierende Renditen erwirtschaftet.

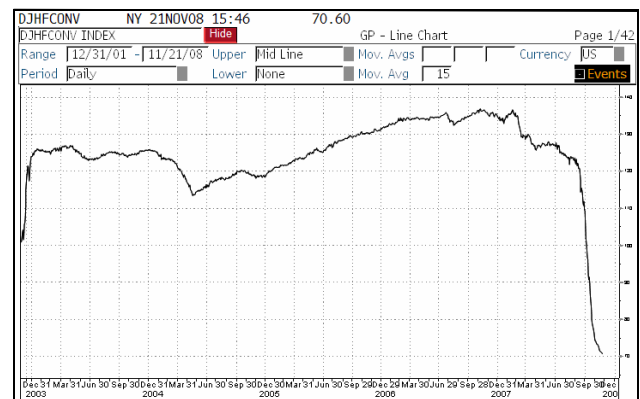
Normalerweise schützen Wandelanleihen den Investor bei sinkenden Aktienpreisen durch ihren Anleihenswert. Doch dieses mal haben die Bondfloors nicht gehalten.

### Was ist den Wandelanleihen widerfahren und warum hat der Anleihenschutz versagt?

- 1) Die abstürzenden Aktienmärkte haben den inneren Wert der Wandelanleihen (Parität) massiv reduziert.
- 2) Das Auseinandergehen der Kreditmargen, welche mittlerweile eine Konkurswahrscheinlichkeit von 50-60% vorwegnehmen, hat die Anleihenswerte auf Junk Bond Niveaus gebracht, ohne Berücksichtigung der individuellen Bilanzstärke und Qualität der einzelnen Unternehmen.
- 3) Die Zusammenbrüche in der Finanzindustrie, die Schliessung von **Lehman** (viele Kreditgeber von **Lehman** hatten Wandelanleihen als Sicherheit) und verminderte Nostroaktivität führten zu Zwangsliquidationen. Auch die neu eingeführten Restriktionen bei Leerverkäufen für Hedge Funds, massive Rücknahmen sowie das bewusste Deleveraging trugen ihren Teil zum Ausverkauf der Wandelanleihen bei.
- 4) Der **Dow Jones CB Arbitrage Index** verlor seit Mitte September über 41%.

Durch die steigende Risikoaversion und dem grossen Verkaufsdruck wurden die Preise der Wandelanleihen von Marketmakern täglich tiefer gestellt. Zwangsliquidationen mussten aber zu jedem Preis ausgeführt werden.

### Dow Jones CB Arbitrage Index



Source: Bloomberg

### Was sind die fundamentalen Vorteile der Wandelanleihen nach dem grossen Börsenabsturz?

Im momentanen Umfeld weisen Wandelanleihen eine höhere Rendite auf, als ebenbürtige Obligationen derselben Unternehmen und die Aktienoption der Wandelanleihe ist gratis. Die Dividendenrenditen von Aktien werden mit den tiefer erwarteten Unternehmensgewinnen fallen. Viele Wandelanleihen weisen momentan die gleiche oder höhere Rendite als Aktien auf. In einem Kollokationsplan rangieren Wandelanleiheninvestoren vor den Aktionären.

Die Kreditmargen werden wieder enger, es ist nur eine Frage der Zeit bis die Preise der Wandelanleihen wieder steigen werden, selbst wenn die Aktienmärkte keine Erholung haben sollten. Die massiv unterbewerteten Wandelanleihen eröffnen ein Opportunitätsfenster welches sich sukzessive schliessen wird, sobald eine Wirtschaftserholung absehbar ist. Diese dürfte sich unserer Meinung nach im Laufe von 2009 abzeichnen. Kurzfristig dürften die Zinssenkungen der Zentralbanken sowie die verbesserten Liquiditätsströme im Bankensystem für Erleichterung sorgen. Sinkende LIBOR- und Swap-Sätze weisen bereits in diese Richtung, doch die von den Regierungen zur Verfügung gestellte Liquidität muss bis auf die Unternehmensstufe durchdringen.

## Was ist die grösste Herausforderung in diesem Umfeld?

Unternehmen zu finden, welche fähig sein werden, ihre Schulden rechtzeitig zurückzuzahlen bzw. sich refinanzieren können.

### Japanische Wandelanleihen:

Die japanischen Schuldner haben sich, verglichen mit dem Rest der Welt, besser gehalten da die japanischen Firmen bereits in den letzten 15 Jahren massive Restrukturierungsprozesse durchliefen und die Bilanzen bereinigt wurden. Der Verschuldungsgrad ist auf sehr tiefem Niveau. Trotzdem bieten japanische Wandelanleihen von kerngesunden Unternehmen sehr attraktive Renditen von über 5% mit einer Laufzeit zwischen 6 bis 18 Monaten.

### Asiatische Wandelanleihen (ex-Japan):

Die asiatischen Wandelanleihen haben in den letzten 3 Wochen Boden gefunden. Die Liquidität hat sich markant verbessert und die Preise erholen sich. Die Unternehmen kaufen ihre eigenen Wandelanleihen zu sehr tiefen Preisen zurück. Privatbanken in Indien, Hong Kong und Singapur kaufen bekannte Namen und profitieren, Geduld vorausgesetzt, von den aussergewöhnlich hohen Renditen. Dazu kommt, dass Artradis, eine Investmentgesellschaft in Singapur, einen neuen Wandelanleihenfonds über US\$ 500 Millionen lanciert hat. Der Fonds investiert ausschliesslich in asiatische Papiere, da diese eine einmalige Investitionsmöglichkeit bieten. Einige Wandelanleihen habe sich bereits um 10 bis 15% von ihren Tiefstkursen erholt, doch es hat immer noch viele gut rentierende Wandelanleihen.

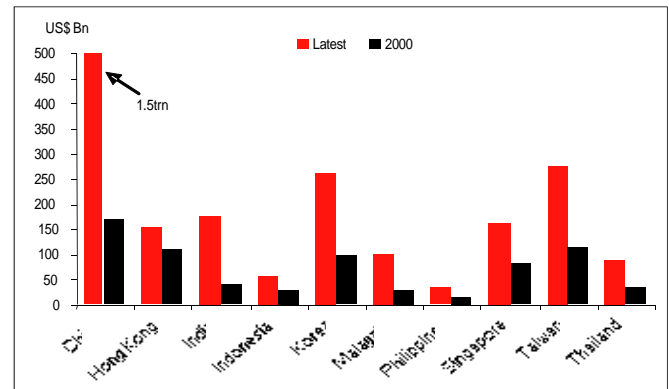
Verglichen zur Asienkrise im 1997 haben sich fundamental einige Faktoren verbessert.

1) Unternehmen haben in den letzten 10 Jahren den durchschnittlichen Verschuldungsgrad von 80% auf unter 20% heruntergebracht. Die Cash Flows sind gestiegen und die Bilanzen sind viel gesünder.

2) Die asiatischen Regierungen haben teilweise enorme Währungsreserven aufgebaut welche sie heute auch einsetzen können um ihre Wirtschaft zu stützen. Diese Mittel hatten sie in der Asienkrise noch nicht zur Verfügung.

Die Gewinnaussichten der Unternehmungen sind zum gegenwärtigen Zeitpunkt schwierig vorauszusehen. Die massiv tieferen Aktienpreise scheinen einen 50% Gewinnrückgang zu reflektieren.

## Asiatische Währungsreserven



Source: Macquarie Research

## Unsere beiden Wandelanleihenfonds wurden Opfer dieses Marktumfeldes

Der Cat Asia CB Fonds, welcher ausschliesslich in Asien (ex-Japan) investiert, weist momentan eine durchschnittliche Rendite von über 20% in CHF auf (das Währungsrisiko ist immer zwischen 90-100 % abgesichert). Die durchschnittliche Duration liegt bei 2,5 Jahren und die durchschnittliche Prämie ist über 100%.

Der Cat Nippon CB Fonds, welcher ausschliesslich in Japan investiert, rendiert durchschnittlich knapp über 4% in CHF (das Währungsrisiko ist immer zwischen 90-100 % abgesichert). Die durchschnittliche Duration ist leicht über 2,5 Jahren und die durchschnittliche Prämie 62%.

## Welche Faktoren tragen zu einer positiven Preisentwicklung der Wandelanleihen bei?

- Aktienmärkte erholen sich
- Kreditmargen verengen sich
- Global sinkende Zinsen
- Wiederkehrendes Kaufinteresse in Wandelanleihen durch Outright-Investoren und Hedge Funds

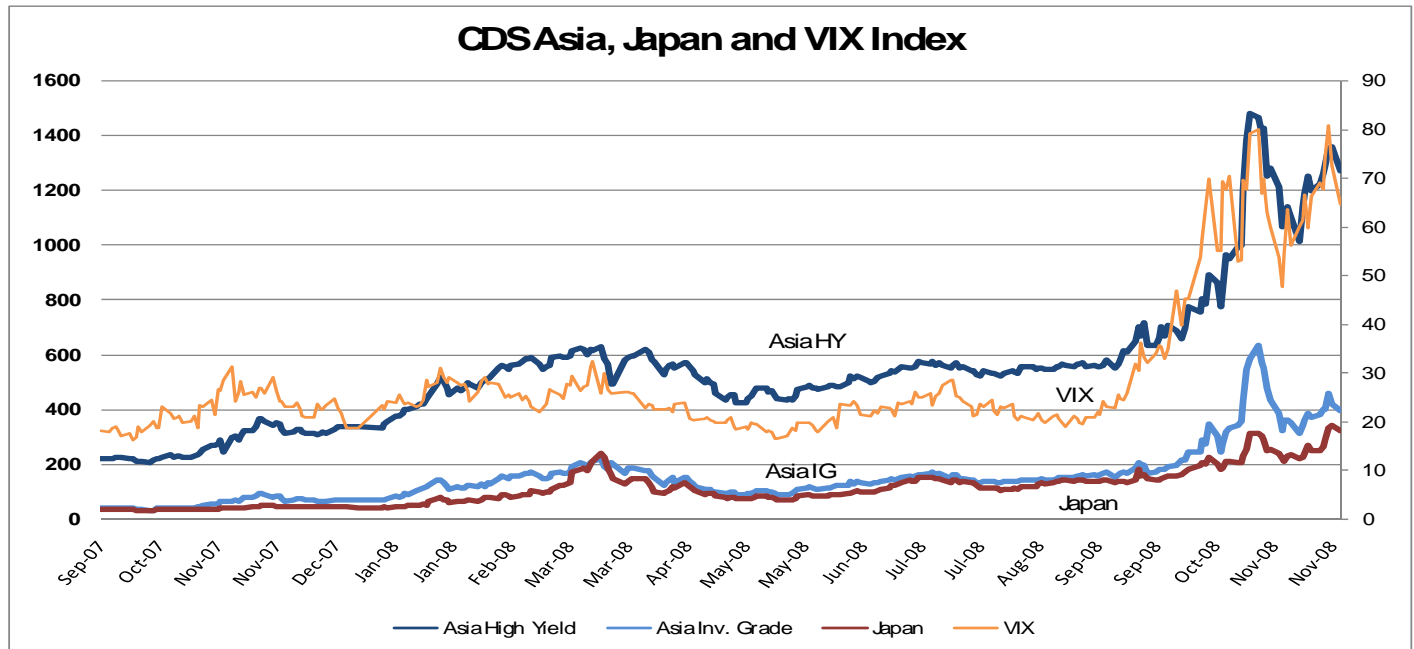
## Was sind die möglichen Risiken?

- Die Margen bleiben unverändert oder weiten sich entgegen der allgemeinen Erwartung noch weiter aus
- Die Aktienmärkte bringen nicht die erwartete Erholung
- Weitere Unternehmenskonkurse

# Focus Convertible Bonds

## Asien und Japan Credit Default Swaps und Aktienvolatilitäts-Index (VIX)

Die Korrelation zwischen den Margen und der Aktienvolatilität ist sehr hoch. Die Volatilität erreichte aussergewöhnliche Niveaus wie 1987 und 1929. Wir erwarten eine Normalisierung der Situation im 2009 was engere Kreditmargen impliziert.



Source: Bloomberg