

BÖRSEN-RADAR

Die Chance des Jahres bei Unternehmensanleihen?

Trittbrettfahren bei Obligationen-Kaufprogramm der EZB mit Unwägbarkeiten behaftet

Ab Juni will die Europäische Zentralbank Firmenanleihen kaufen. Das dürfte manche Anleger auf die Idee bringen, davon zu profitieren. Wartet hier die Chance des Jahres?

MICHAEL RASCH, FRANKFURT

Die Europäische Zentralbank (EZB) nimmt sich in ihrem Übereifer einen weiteren Wertpapiermarkt vor, den sie durch den Kauf von Anleihen mit aus dem Nichts geschaffenen Geld verzerren wird. Im Juni will die Zentralbank den Kauf von in Euro denominierten Unternehmensanleihen starten. Die EZB sieht sich dabei freilich im Auftrag einer guten Sache. Sie erachtet die Käufe nicht als Manipulation von freien Märkten, sondern will mit dem Erwerb von Anleihen die Renditen drücken, so die Refinanzierungsbedingungen für Unternehmen verbessern und damit letztlich die Wirtschaft ankurbeln. Wartet hier für Anleger jetzt die Chance des Jahres, weil sie noch auf den Zug aufspringen und vom angekündigten Kaufprogramm der EZB profitieren können?

Generell günstiges Umfeld

Die Historie lehrt, dass generell gesehen das derzeitige Umfeld für den Kauf von Unternehmensanleihen gut ist. In der Vergangenheit war der Mehrertrag von Firmen-Obligationen gegenüber der Rendite von Staatsanleihen immer dann am höchsten, wenn die Leitzinsen möglichst niedrig waren. Auf dem Höhepunkt der Leitzinsentwicklung innerhalb eines Zyklus war es hingegen genau umgekehrt, dann generierten Unternehmensanleihen die geringste Überrendite im Vergleich mit Staatsanleihen. Das Tiefzinsumfeld ist aus fundamentaler Sicht deshalb besonders gut für Firmenbonds, weil niedrige Leitzinsen einen Stimulus für die Wirtschaft erzeugen und die Refinanzierungsbedingungen für Unternehmen dann vergleichsweise

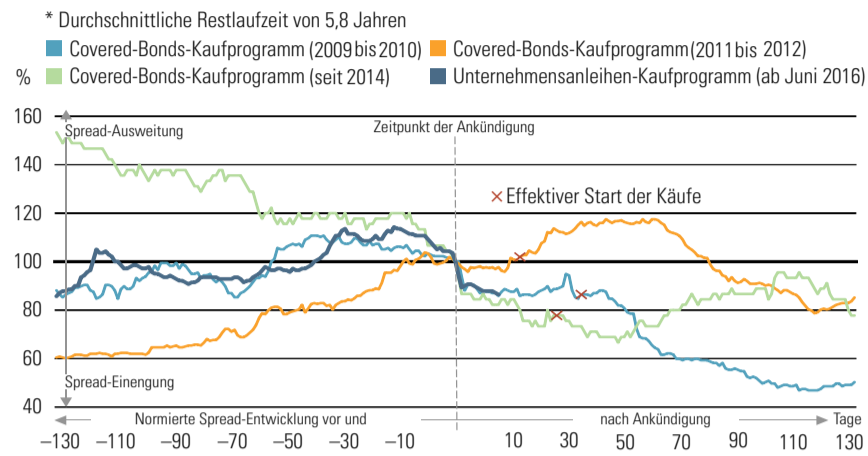
günstig sind. Die Risikoprämien gegenüber Staatsanleihen sinken, und den Besitzern von Anleihen winken Kursgewinne. Sobald die Zinsen jedoch steigen, beginnt die Attraktivität von Unternehmensanleihen abzunehmen.

Da die Leitzinsen im Euro-Raum schon seit Jahren extrem niedrig sind und jüngst sogar direkt den Wert null erreicht haben, sind Firmenanleihen bereits sehr gut gelaufen. Zudem haben Anleger sofort auf die Ankündigung der EZB am 10. März reagiert, im Rahmen des auf 80 Mrd. € pro Monat aufgestockten Wertpapier-Kaufprogramms auch Unternehmensobligationen zu erwerben. Seitdem ermässigten sich die Renditeaufschläge nach Berechnungen der WGZ Bank je nach Risikoklasse der Anleihen um etwa 0,3 bis 0,4 Prozentpunkte. Beobachter erwarten, dass die EZB von den 80 Mrd. € pro Monat etwa 5 Mrd. bis 10 Mrd. € für Unternehmensanleihen ausgeben wird.

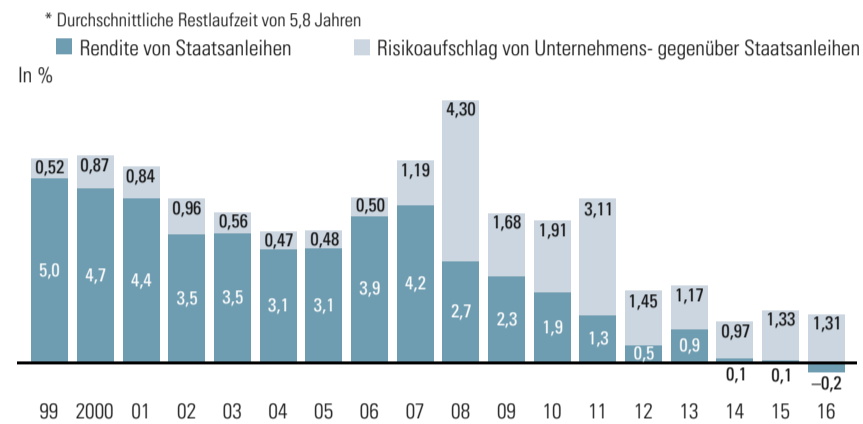
Die Zentralbank hat vor rund zehn Tagen konkretisiert, dass sie bis März 2017 Euro-Anleihen von Unternehmen kaufen wird, solange diese Unternehmen keine Banken sind. Die Bonds von Versicherungen will die EZB hingegen erwerben. Generell kommen für die Notenbank Papiere mit Laufzeiten zwischen sechs Monaten und dreissig Jahren infrage. Als Höchstgrenze pro Emission hat sich die Zentralbank 70% der ausgegebenen Obligationen gesetzt. Die Notenbank kauft Bonds sowohl bereits bei der Ausgabe als auch auf dem Sekundärmarkt – ausser bei staatsnahen Emittenten. Dazu gehört in Frankreich etwa die Electricité de France. Bei diesen Firmen kauft die EZB nur auf dem Sekundärmarkt.

Da der Anleihemarkt auf die Ankündigung der EZB bereits reagiert hat, obwohl die effektiven Käufe erst im Juni starten, stellt sich für Investoren die Frage, ob es sich noch lohnt, auf den Zug aufzuspringen. Experten des Bankhauses Metzler raten zur Vorsicht. Sie haben die jetzige Situation mit früheren Kaufprogrammen der EZB für Covered Bonds, also vereinfacht gesagt für Pfand-

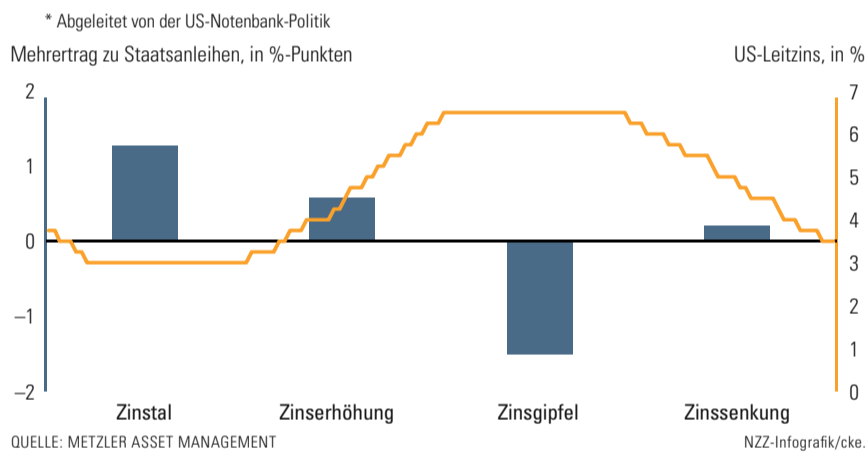
① Die Wirkungen der EZB-Kaufprogramme im Vergleich



② Renditesteigerung durch Unternehmensanleihen*



③ Stilisierte Darstellung des Mehrertrags von Unternehmens- gegenüber Staatsanleihen*



QUELLE: METZLER ASSET MANAGEMENT

NZZ-Infografik/cke.

briefe, verglichen. Beim zweiten Kaufprogramm (2011 bis 2012) und beim dritten (seit 2014) sanken die Renditeaufschläge zu Staatsanleihen nach der Ankündigung zwar ebenfalls. Doch ab dem effektiven Start des Kaufprogramms bzw. kurz danach weiteten sich die Spreads wieder aus oder liefen bestenfalls seitwärts. Lediglich beim ersten Kaufprogramm (2009 bis 2010) hielt der Trend zu sinkenden Renditeaufschlägen weit über hundert Tage an. Die Ökonomen von Metzler erachten das erste Kaufprogramm allerdings als am wenigsten vergleichbar, da dieses direkt nach der Erholung infolge der Finanzkrise aufgelegt wurde. Das gegenwärtige wirtschaftliche Umfeld sei besser mit den Zeiträumen der Kaufprogramme zwei und drei vergleichbar.

Gefahr versiegender Liquidität

Kritiker sehen etliche Nebeneffekte durch die EZB-Käufe. Eine der grössten Sorgen ist, dass die Liquidität auf dem Sekundärmarkt, die ohnehin zu wünschen übrig lässt, noch mehr austrocknen wird, da die EZB einen Grossteil der Anleihen aufsaugt. Beobachter erwarten zudem, dass die Währungsbehörde einmal gekaufte Anleihen nie wieder abgeben wird. Zudem besteht die Befürchtung, die Zentralbank verdränge private Investoren, wie dies bereits bei Covered Bonds der Fall ist. Der Markt für Euro-Firmenanleihen des Bonitätsbereichs Investitions-Klasse beträgt etwa 1,6 Bio. €. Die Kaufkriterien der EZB erfüllen laut verschiedenen Berechnungen Anleihen im Volumen von etwa 700 Mio. bis 800 Mio. €.

Zudem kommt es zu skurrilen Effekten. So haben laut Bankhaus Metzler jüngst einige Konzerne bereits Bonds mit einem Coupon von 0% emittiert, etwa Unilever oder Sanofi. Zudem startete General Electric (GE) ein Rückkaufprogramm für in australischen Dollars denominierte Emissionen. Beobachter vermuten, dass GE die Schuldenlast wegen der günstigeren Konditionen in Richtung Euro verschieben will.

GROSSKAPITALISIERTE CONTRA KLEINKAPITALISIERTE AKTIEN

Die Kleinen laufen den Grossen den Rang ab

Seit Jahresbeginn sind die Blue-Chip-Aktien hinter den Small-Cap-Titeln zurückgeblieben

Aktien kleinerer und mittlerer Unternehmen entwickeln sich an der Schweizer Börse seit Monaten besser als die Blue Chips. Dafür gibt es zahlreiche Gründe. Leider sind die wenigsten davon nachhaltig.

WERNER GRUNDLEHNER

Die Schweizer Blue-Chip-Aktien haben die Gunst der Anleger verloren – zumindest seit Anfang Jahr und im Vergleich mit den Valoren von kleinen und mittelgrossen Unternehmen (Small and Mid Caps). Der Swiss-Market-Index (SMI), der gemessen an der Marktkapitalisierung die grössten 20 Unternehmen der Schweiz umfasst, hat seit Jahresbeginn über 11% eingebüsst, während der SMIM-Index ein kleines Plus ausweist. Dieser Index enthält die 30 grössten Mid-Cap-Titel des Schweizer Aktienmarktes, die nicht im SMI vertreten sind.

Viel Risiko am Ende des SPI

Aber auch mit diesem Index fallen die ganz kleinen Unternehmen aus der Betrachtung. Am Ende des umfassenden Swiss-Performance-Indexes (SPI) finden sich Titel, die kaum Umsätze aufweisen, einen schweren Kurssturz erlebt haben oder seit Jahren ein Leben als

«Penny-Stocks» fristen. Natürlich gibt es unter den ganz Kleinen auch vielversprechende Gesellschaften – erwähnt seien hier die Biotech-Gesellschaften.

Das Phänomen der divergierenden Kurse hat nicht just zum Jahresbeginn eingesetzt. Bereits seit vergangener Herbst, als das erste chinesische Börsenbeben die globale Anlegergemeinde aufschreckte, laufen diese sogenannten Small- und Mid-Cap-Aktien auch hierzulande deutlich besser als die grossen Werte im SMI.

Es gibt zahlreiche Gründe, die Anleger jeweils in die weniger bekannten Titel treiben. Der Small-Cap-Bereich in der Schweiz wird vom Industriesektor dominiert. Er laufe deshalb gut, wenn die Konjunktur anziehe und die Währung stabil sei, sagt Plinio Zanetti, Small-Cap-Fondsmanager bei 3V Asset Management. Der Franken-Schock aus dem Jahr 2015 sei grösstenteils verarbeitet. Es ist aber nicht so, dass die kleinen Firmen sich auf den Binnenmarkt konzentrieren. Diese seien häufig internationale Nischen-Player, die in ihrem Bereich oft die Nummer eins oder zwei im Markt seien, fügt Zanetti an.

Das relativ gute Abschneiden der kleinkapitalisierten Aktien hängt insbesondere mit der schlechten Performance der Grossen zusammen. In den Bereichen Pharma, Banken, Uhren und Versicherungen habe es in den ersten Monaten des Jahres im SMI herbe

Rückschläge gegeben, erklärt Zanetti. Diese Sektoren machen einen grossen Teil des hiesigen Blue-Chip-Indexes aus.

Einfachheit überzeugt

Die KMU kehren in unsicheren Zeiten jedoch oft in die Gunst der Anleger zurück, weil sie sich durch einfache Finanzstrukturen auszeichnen. Kleinere Unternehmen sind flexibler und agiler und reagieren schneller auf Marktschwächen, da sie näher beim Kunden sind und kurze Entscheidungswege haben. Zudem sind spezialisierte Nischen-Player wenig abhängig vom generellen Konjunkturtrend. Doch auch eine konjunk-

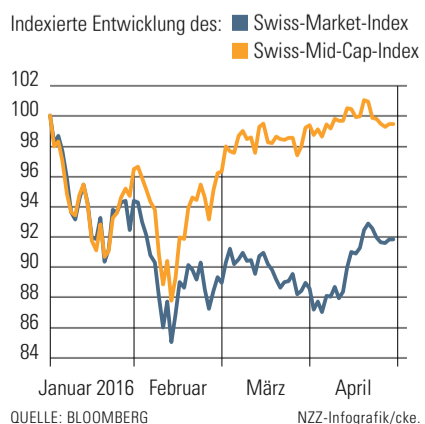
turelle Aufhellung bringt die kleinen Aktien in Front. Die Small Caps profitieren in der Regel mit als Erste von einem konjunkturellen Aufschwung. So schnitten gemäss einer Studie die Aktien von Small Caps aus globaler Sicht im ersten Jahr nach einer Rezession um fast 15% besser ab als die Hauptindizes.

Die Bewertung ist gestiegen

Für die jüngste Entwicklung rät Pascal Seidner, Portfolio-Manger bei zCapital, einen weiteren Aspekt zu beachten. Bei Aufwärtsbewegungen stelle sich die Frage, ob die Kurse der Gewinnentwicklung folgten oder ob es um eine «Multiple Expansion», also um eine Erhöhung der Bewertung, gehe. In den vergangenen Monaten habe es sich eindeutig um Letzteres gehandelt. Die Schweizer Nebenwerte seien gegenwärtig teurer als im historischen Durchschnitt. Eine absolute Gewinnsteigerung in Schweizerfranken sei nur bei wenigen Unternehmen feststellbar gewesen.

Ob die Small und Mid Caps ihre Überlegenheit wahren können, ist fraglich. Einerseits haben die grossen Werte teilweise wieder an Stabilität gewonnen. So sind Marktbeobachter überzeugt, dass beispielsweise die Grossbanken ihre Problem zwar noch lange nicht gelöst haben, die Kurse aber nicht mehr viel tiefer gehen dürften, da die Schwierigkeiten bekannt seien und an den

Klein schlägt Gross



QUELLE: BLOOMBERG

NZZ-Infografik/cke.

«Baustellen» gearbeitet würde. Den Marktteilnehmern scheint jüngst bewusst geworden zu sein, dass die Bewertungsdifferenzen zwischen den Aktienklassen abgenommen haben und die Small Caps nicht mehr günstig sind.

Auch in der Aufwärtsbewegung sind die Handelsvolumina in den Nebenwerten dünn gewesen. Marktbeobachter weisen darauf hin, dass ein Teil der Kursavancen auch durch «short covering» zustande gekommen sei. Leerverkäufer, die früher auf sinkende Kurse gesetzt hatten, müssten nun ihre Positionen angesichts steigender Kurse decken.

Im Small-Cap-Bereich lassen sich gemäss Zanetti aber auch weitere Perlen finden. Dazu sei jedoch ein grosser Research-Aufwand nötig. Zahlreiche dieser Gesellschaften würden von Analytikern kaum oder gar nicht abgedeckt. So hat 3V bereits früh im vergangenen Jahr auf die Übernahmephantasie bei Kuoni gesetzt. Gegenwärtig setze der Vermögensverwalter auf Cham Paper Group. Das Unternehmen hat die Produktion ins Ausland verlegt und sitzt nun auf grossen Landreserven, die mit einer Volksabstimmung zu Bauland aufgewertet werden könnten. Derartige «versteckte» Ideen seien bei den SMI-Unternehmen schwer zu finden. Denn im Gegensatz zu den Small Caps sei etwa Roche «over researched» – viele Analytiker untersuchen jeden Aspekt, um den Pharmakonzern auszuleuchten.