

Wall-Street-Notizen

Der Erdgaspreis als Signal der Emanzipation

	Freitags-Schluss (7.8.)	5 Tage in %	1 Jahr in %	5 Jahre in %
Dow Jones	9370	0.90	-20.15	-5.78
S&P 500	1010	0.78	-22.05	-6.35
Nasdaq	2000	-0.41	-17.14	10.59

Quelle: Bloomberg

dek. (New York) Erdgas hat in den USA eine Sonderstellung. Ähnlich wie derzeit bei Immobilien oder bei den Aktien von Apple haben auch bei diesem Thema fast alle Marktteilnehmer eine Meinung dazu. Die Diskussion hat sich in den vergangenen Wochen zugespitzt, nicht zuletzt weil der Preis von Erdgas nach wie vor weit unter den Erwartungen der Finanzwelt liegt. Der Erdgas-Terminmarkt wird ähnlich wie beim Erdöl hauptsächlich über die New York Mercantile Exchange (Nymex) abgewickelt, wobei der sogenannte Henry-Hub-Preis als Benchmark gilt. Und dieser Henry Hub ist dieser Tage in aller Munde. Der Preis je Million British Thermal Units (Btu) ist rund \$ 3.70, was gemäss Analytikern im Vergleich mit Erdöl viel zu tief ist. Das Verhältnis von Erdöl zu Erdgas sollte laut Schätzungen rund 8 bis 10 sein, doch dieser Tage ist die Differenz weit grösser, was unter anderem das Interesse von zahlreichen Hedge-Funds auf sich gezogen hat.

Rund 25% der Elektrizität werden in den USA durch Erdgas gewonnen. Dazu kommt die industrielle Nutzung zur Herstellung von Düngemitteln, die ebenfalls einen grossen Teil der Anwendung ausmacht. Im Vergleich mit anderen Ländern wie etwa Japan ist der Markt in den USA sehr liquide. Es ist jederzeit möglich, grosse Mengen von Erdgas zu kaufen oder zu verkaufen, wobei die Nymex als Broker dient. Seit gut einem Jahr ist der Markt jedoch in eine Art Koma gefallen, und die Äuguren zerbrechen sich den Kopf darüber, warum sich Erdgas im Gegensatz zu Erdöl nicht vom Fleck bewegt hat. Mit ein Grund dafür ist laut Analytikern, dass die Arbitrage in der Praxis nicht möglich ist. Man kann also nicht einfach Erdgas kaufen sowie Erdöl leer verkaufen und dabei einen sicheren Profit erzielen. Die Märkte sind zwar traditionell verbunden, doch haben sie an sich nichts miteinander zu tun. Während Erdgas vor allem zur Elektrizitätsproduktion und zur Herstellung von Düngemitteln benutzt wird, dient Erdöl als wichtiger Rohstoff im Transportsektor und in der Petrochemie.

Trotzdem haben sich die Preise in den vergangenen zwanzig Jahren in einer bestimmten Spanne bewegt. Jetzt sind sie jedoch klar aus diesem Verhältnis ausgebrochen. Nimmt man das Fass Erdöl bei rund 70 \$, so sollte Erdgas laut Händlern rund 7 \$ bis 9 \$ wert sein. Doch der Kurs an der Nymex ist weit tiefer. Insofern stellt sich die Frage, warum Erdgas in den USA so viel billiger ist als Erdöl. Hauptgrund für die Diskrepanz ist laut Beobachtern, dass Erdöl weltweit gehandelt wird und so der Dynamik in Wachstumsländern wie China und Indien ausgesetzt ist. Im Gegensatz dazu wird der Erdgaspreis in den USA vor allem von der amerikanischen Konjunktur bestimmt – und diese kommt nach wie vor sehr schleppend voran. Insofern lässt sich aus der Preisdifferenz von Erdgas und Erdöl auch die gegenwärtige Diskrepanz zwischen dem Wachstum in den USA und jenem in den aufstrebenden Märkten von Asien lesen. Spitze Zungen behaupten gar, dass dieses Preissignal der beste Beweis für die Abkoppelungsthese ist, wonach sich die aufstrebenden Märkte von der Dominanz der USA losgelöst und sich somit gleichsam emanzipiert haben.

Aktien Europa

Gewinnmitnahmen belasten

(awp) Nach den Jahreshochs zum Abschluss der vergangenen Woche haben die wichtigsten europäischen Aktienindizes am Montag leichte Gewinnmitnahmen verzeichnet. Der Europa-Index Euro-Stoxx-50 schloss 0,5% tiefer auf 2693 Zählern. Der Pariser CAC-40-Index sank um 0,5% auf 3504 Punkte. Der FTSE 100 in London büsste 0,2% ein auf 4722 Punkte. Nach einer Abstufung durch die HSBC auf «underweight» rutschten VW-Stammaktien mit -7,5% an das Ende des Euro-Stoxx-50. Auch Daimler-Titel sanken nach einer negativen Studie um 3,7%. Daneben fiel besonders der Rohstoffsektor mit Verlusten auf. Die Titel von ArcelorMittal gaben 2% nach.

Weitere Marktberichte Seite 24 und 25

INHALT

Marktübersicht/Devisen	24
Aktien Schweiz	25
Aktien Europa/Eurex	26
Aktien Amerika	27
Aktien Asien und Rohwaren	28
Optionsscheine	29
Obligationen/Zinsen	30

Hoffnungsschimmer für Private Equity

Spätfolgen der Exzesse der Jahre 2005 bis 2007 wirken noch nach

Die Stimmung in der von der Krise hart getroffenen Beteiligungsbranche hellt sich auf. Eine generelle Entspannung der Lage gibt es aber nicht. Vielmehr dürfte ein harter Ausleseprozess bevorstehen.

feb. Die bessere Börsenlage sorgt für Hoffnung bei der durch die Finanzkrise schwer gebeutelten Private-Equity-Branche. Mit dem Marktklima steigen die Chancen für die Finanzinvestoren, Käufer für ihre Beteiligungen zu finden. Auch Börsengänge scheinen als «Exit»-Möglichkeit wieder denkbar – die Private-Equity-Gesellschaften KKR und Silver Lake haben Ende vergangener Woche den Halbleiterhersteller Avago Technologies an die Börse gebracht. Zudem hat die Beteiligungsgesellschaft Blackstone in der vergangenen Woche besser als erwartet ausgefallene Halbjahreszahlen vorgelegt. Mit der Stimmung steigen auch die Chancen für die Finanzinvestoren, Geld für neue Fonds zu bekommen. Viele institutionelle Investoren haben grosse Cash-Bestände und suchen nach Anlagemöglichkeiten.

Schulden über 400 Milliarden Dollar

Die Aktivitäten bei fremdfinanzierten Übernahmen (Buyouts), dem wichtigsten Bereich des Private-Equity-Sektors, liegen aber weiterhin auf sehr niedrigem Niveau. Im zweiten Quartal dieses Jahres betrug das Volumen angekündigter Transaktionen weltweit laut einer Statistik der Beratungsgesellschaft SCM lediglich 22,3 Mrd. \$. Gegenüber dem ersten Quartal 2009 bedeutete dies zwar ein Wachstum von 63%. Im Vergleich mit dem Vorjahreszeitraum kam es aber einem Rückgang von 87% gleich, gegenüber dem Rekordquartal April bis Juni 2007 gar von 97%.

Folglich halten es Branchenexperten wie Katharina Lichtner vom Dachfonds-Anbieter Capital Dynamics trotz der Besserung für verfrüht, von einer generellen Entspannung am Private-Equity-Markt zu reden. Die Branche leidet weiterhin unter den Spätfolgen der Exzesse der Jahre 2005 bis 2007. Laut dem Datenlieferanten Bloomberg bezahlten die Private-Equity-Gesellschaften in diesem Zeitraum die Rekordsumme von 1,6 Bio. \$, um Firmen zu übernehmen – mit der Finanzkrise ging der Wert der meisten dieser Beteiligungen dann enorm zurück. Laut Beobachtern sitzen die Firmen in den Portfolios der Private-Equity-Gesellschaften nun auf Schulden in Höhe von 400 Mrd. \$. Dieses Kreditvolumen – das Fremdkapital, mit dem die letzten grossen Übernahmen finanziert wurden – wird in den Jah-

ren 2010 bis 2014 fällig. Laut Lichtner könnten Portfolios, in deren Firmen nicht wirklich Wert geschaffen wurde, unter Druck geraten. Dies dürfte letztlich zu einer Konsolidierung im Private-Equity-Sektor führen. Laut Alfred Gantner, Verwaltungsratspräsident des Vermögensverwalters Partners Group, haben praktisch alle Beteiligungsfonds in den Jahren 2006 und 2007 hohe Preise bei Übernahmen bezahlt. In einem normalen konjunkturellen Umfeld wäre diese Rechnung aus seiner Sicht auch aufgegangen. Es habe eben niemand mit der grössten Rezession seit dem Zweiten Weltkrieg gerechnet.

Bevorstehender Ausleseprozess

Gantner sieht die Wegscheide im Ausleseprozess in der nächsten «Fundraising»-Runde – wenn die Gesellschaften versuchen, frisches Geld für Investitionen zu bekommen. Hier dürften einige Firmen aus dem Markt ausscheiden. Eine vielbeachtete Studie der Beratungsgesellschaft Boston Consulting Group mit der IESE Business School in Barcelona geht davon aus, dass in der Krise 20% bis 40% der Private-Equity-Gesellschaften verschwinden. Gantner hält dies für realistisch.

Laut dem Partners-Group-Vertreter dürften sich die Investoren in den nächsten Jahren bei ihren Anlagen in Private Equity auf die grossen Gesellschaften konzentrieren. Bei Firmen wie Blackstone, KKR oder Apollo handle es sich um Gesellschaften mit etablierten Markennamen, die auch in einem garstigen Umfeld neues Kapital bekommen dürften. Ob es ihnen jedoch gelinge, ihre Investitionen aus den Jahren 2006 und 2007 «ins Trockene zu bringen», sei eine andere Frage.

Einige kleinere Private-Equity-Gesellschaften könnten Schwierigkeiten beim «Fundraising» bekommen. Grösse sei ein entscheidender Faktor, um neues Geld einzusammeln – da die Anlagen in Private Equity langfristig gebunden seien, vertrauten die Investoren kleineren Finanzinvestoren derzeit kaum Geld an. Fonds, die erst seit wenigen Jahren auf dem Markt seien, dürften es ebenfalls schwer haben. Die Konsolidierung im Sektor werde «still und leise» über die Bühne gehen. Ihm seien Gesellschaften bekannt, die seit 12 Monaten im Fundraising seien und kaum Geld eingesammelt hätten. Die Firmen, die das «survival of the fittest» überstehen, könnten aber gestärkt aus der Krise hervorgehen. Die stark gesunkenen Bewertungen von Unternehmen bieten schliesslich auch Investitionschancen für diejenigen, denen Kapital zur Verfügung steht. Lichtner sieht das derzeitige Anlage-Umfeld als das wohl beste der letzten zehn bis fünfzehn Jahre.

ETF und ihre Eigenheiten

Unterschiede bei den börsengehandelten Indexfonds

Von Simon Ullrich*

Exchange-traded Funds (ETF) – börsengehandelte Indexfonds – verfolgen als Ziel, die Renditeentwicklung eines Indexes möglichst genau nachzubilden. ETF sind Sondervermögen und haben in Krisenzeiten eine gefragte Eigenschaft: Sollte der Emittent des Fonds Insolvenz anmelden, ist das Sondervermögen vor dem Zugriff durch Gläubiger geschützt. Die im ETF enthaltenen Werte werden im Insolvenzfall an den Inhaber ausgeliefert. In der Realität weist die Umsetzung dieses Konzepts jedoch Risiken auf.

Wertpapierleihe ist üblich

Um die Rendite eines Indexes nachzubilden, haben sich drei Verfahren etabliert. Von voller Replikation spricht man, wenn der ETF-Anbieter alle im Index enthaltenen Wertpapiere hält. Besonders bei breit gestreuten Indizes ist dies kostspielig, weshalb dann wahlweise die optimierte Replikation zum Einsatz kommt. Nach einem statistischen Modell werden nur ausgewählte Wertpapiere des Indexes gehalten. Als dritte Methode wird die synthetische oder Swap-basierte Replikation angewendet. Bei diesem Tauschgeschäft wird die Wertentwicklung eines beliebigen, vom Swap-Kontrahenten vorgegebenen Wertpapierkorbes gegen diejenige des Indexes getauscht. Die Wertentwicklung des Indexes lässt sich damit widerspiegeln, ohne dass der ETF die jeweiligen Indextitel hält. Dies ist ein Vorteil bei schwer zugänglichen Märkten und kostengünstiger. Die Analyse weist keiner der Abbildungsmethoden eindeutige Vorteile zu.

Um die Kostenstruktur weiter zu verbessern, wird oftmals Wertpapierleihe betrieben. Dadurch erhält der ETF aber, wenn die ausleihende Partei ausfällt, das als Sicherheit hinterlegte Collateral anstelle der verliehenen Wertpapiere. Ein ähnliches Risiko entsteht durch synthetische Replikation, nämlich dass die Gegenpartei des Swap-Geschäftes ausfällt. Beschränkt durch das Ucits-III-Reglement, darf dieses Risiko maximal 10% betragen und wird von vielen Anbietern auf unter 4% begrenzt. Es empfiehlt sich, genaue Informationen über den jeweiligen ETF einzuholen. Wichtige Fragen sind dabei: Wer ist die Gegenpartei der Wertpapierleihe oder des

Swap-Geschäftes, welche Sicherheiten werden hinterlegt, und welche Wertpapiere sind im ETF enthalten?

Differenzen bei der Wertentwicklung

Vergleicht man die absolute Performance des ETF mit derjenigen des Benchmarks, zeigt sich eine Differenz. Neben den Gebühren ist es beim ETF-Handel über die Börse wichtig, die Handelsspanne (Spread) zu beachten. Sind die Wertpapiere des zugrundeliegenden Indexes liquide, fällt der Spread des ETF gering aus, zum Teil unter 0,1%. Bei bestimmten Indizes gibt es aber auch Spreads von über 1%, bei ETF auf den MSCI Japan an der Xetra sogar bis zu 6%. Liquiditätsbedingt empfiehlt es sich, Zeitzonen zu beachten und den ETF zu handeln, wenn auch die Wertpapiere des Indexes gehandelt werden.

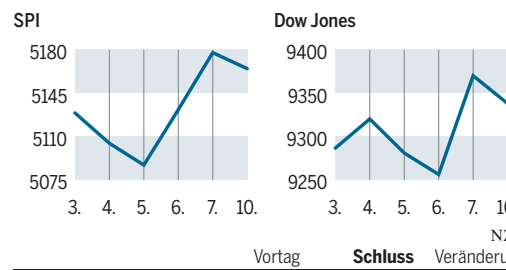
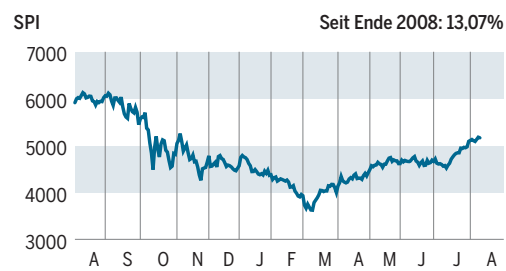
Einige ETF-Emittenten bieten über Partnerbanken auch Privatanlegern die Möglichkeit, ihre Produkte direkt zum Nettoinventarwert (NAV) zu erwerben. Vor allem längerfristig orientierte Anleger können damit das Risiko eines überbeurteilten Erwerbs umgehen. Der NAV ist neben dem Börsenkurs das Mass für den intrinsischen Wert eines ETF. Während der Handelszeit wird er indikativ berechnet und am Abend vom ETF-Anbieter publiziert. Dieser Wert setzt sich typischerweise aus den Schlusskursen der enthaltenen Wertpapiere und allfälligen Cash-Positionen zusammen. Wie erfolgreich ein ETF in der Index-Replikation ist, zeigt sich am Vergleich zwischen Index- und NAV-Entwicklung.

Eine weitere Besonderheit birgt eine neue Generation von ETF. Während «Short»-ETF hierzulande bereits gehandelt werden, stehen «leveraged»-Produkte kurz vor der Einführung. Beiden gemein ist, dass sie zum langfristigen Investieren wenig geeignet, sondern als Werkzeug zum kurzfristigen Handel konzipiert sind. In den USA schon länger verfügbar, hatten dort auch professionelle Investoren unzureichend beachtet, dass jeweils nur die tägliche Entwicklung vervielfacht oder negativ abgebildet wird. Jeden Tag vollzieht der Short-ETF exakt die entgegengesetzte Entwicklung des Indexes. Über die gesamte Handelswoche betrachtet, kann dem Indexverlust von 5% dennoch ein Wertverlust des «Short»-ETF von z. B. 1% gegenüberstehen.

Kennzahlen auf einen Blick

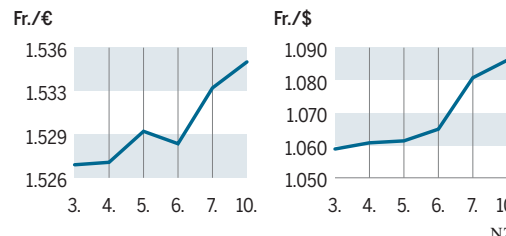
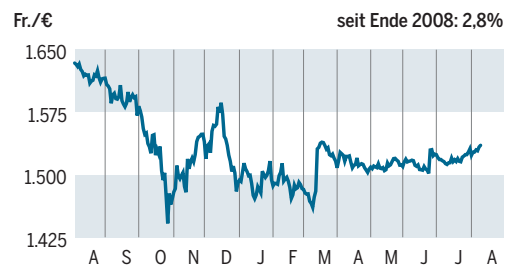
	Vortag	Schluss	Veränderung
SMI	6026.40	6007.55	-0.31%
Dow Jones	9370.07	9337.95	-0.34%
Nikkei 225	10412.09	10524.26	+1.08%
Euro in Franken (18.45 Uhr)	1.5347	1.5344	-0.02 Rp.
Dollar in Franken (18.45 Uhr)	1.0829	1.0852	+0.23 Rp.
Erdöl (WTI, in \$)	70.93	70.60	-0.33 \$
Gold (Fr./kg)	33305	33138	-167 Fr.

Aktienmärkte



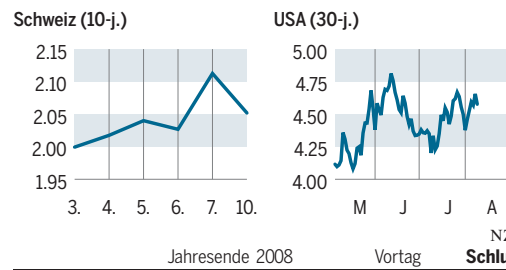
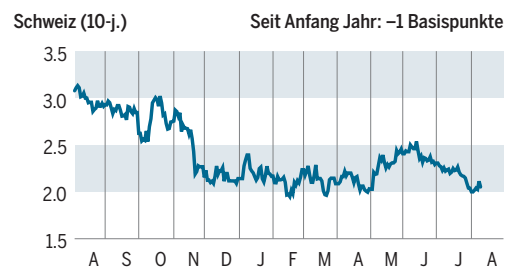
	Vortag	Schluss	Veränderung
Schweiz			
SPI	5177.64	5164.74	-0.25%
Vereinigte Staaten			
S&P 500	1010.48	1007.10	-0.33%
Nasdaq	2000.25	1992.24	-0.40%
Europa			
Stoxx 50	2356.87	2343.45	-0.57%
Euro-Stoxx 50	2706.22	2693.61	-0.47%
Stoxx Gesamt	230.68	229.56	-0.49%
Grossbritannien			
FTSE 100	4731.56	4722.20	-0.20%
Deutschland			
DAX Xetra	5458.96	5418.12	-0.75%
Frankreich			
CAC 40	3521.14	3504.54	-0.47%

Devisenmärkte



Kurse 18.45 Uhr	Vortag	Schluss	Veränderung
Euro			
in Dollar	1.4173	1.4139	-0.34 Cent
in Yen	138.26	137.34	-0.92 Yen
Dollar			
in Yen	97.55	97.13	-0.42 Yen
Pfund			
in Franken	1.8058	1.7857	-2.01 Rp.
Yen (100)			
in Franken	1.1102	1.1172	0.70 Rp.
Franken (100)			
in Euro	65.1506	65.1793	2.87 Cent
in Dollar	92.3575	92.1277	-22.98 Cent

Geld- und Kapitalmärkte



	Vortag	Schluss	Veränderung
Geldmarkt (3 Monate)			
Franken-Libor	0.67%	0.36%	0.36%
Euribor	2.93%	0.88%	0.88%
Dollar-Libor	1.44%	0.46%	0.46%
Yen-Libor	0.84%	0.41%	0.40%
Kapitalmarkt (Benchmark-Anleihen)			
Schweiz (10-j.)	2.06%	2.11%	2.05%
Deutschland (10-j.)	2.92%	3.25%	3.35%
Grossbritannien (10-j.)	3.11%	3.59%	3.66%
USA (10-j.)	2.07%	3.75%	3.55%
Japan (10-j.)	1.51%	1.28%	1.28%

Kursquelle



* Simon Ullrich ist ETF-Experte bei fundinfo.com.