

*Wandelanleihen:*

# Versteckte Trümpfe des letzten Jahres können 2008 voll ausgespielt werden

Das Jahr 2007 begann, wie das Jahr zuvor endete. Die Wirtschaftsdaten aus Europa und den USA boten keinen Anlass zur Beunruhigung und somit auch keinen Grund, um nicht weiterhin optimistisch in das neue Jahr zu starten. Die Unternehmensgewinne bargen kaum Überraschungen, was dazu führte, dass die Aktienkurse weiterhin neue Rekordstände erklimmen konnten. Gleichzeitig sanken die Aktienvolatilitäten auf den tiefsten Wert seit über zehn Jahren. Der Markt der Wandelanleihen war – dank dem von Investoren so geschätzten attraktiven Risiko/Ertrags-Verhältnis – nach wie vor von einer sehr hohen Nachfrage geprägt, was die Bewertungen der Anleihen, gemessen an der impliziten Volatilität (vor allem im Vergleich zu den Volatilitäten des Aktienmarkts), als eher teuer erscheinen liess. Das Angebot an Neuemissionen blieb bei Jahresbeginn auf einem niedrigen, dafür aber stetigen Niveau. Dies war der Ausdruck des allgemein tiefen Volatilitätsniveaus der Aktien, was den Emittenten nur eine eingeschränkte Wandelprämie einbringt.



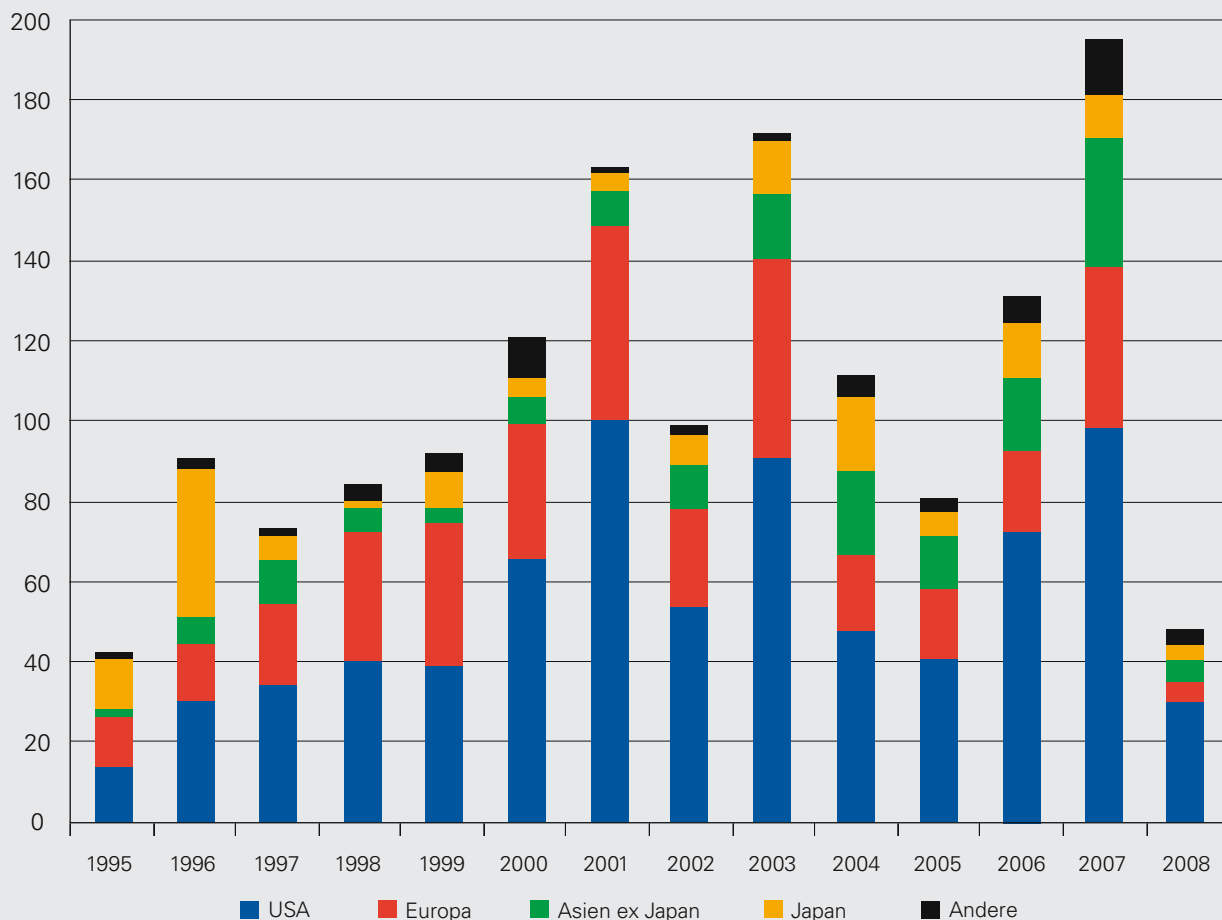
*Von Gianluca Biggi, CEFA  
Head of Asset Management  
Mitglied der Geschäftsleitung  
Jefferies (Schweiz) AG*

Im Februar 2007 setzte dann eine deutliche Trendwende ein. Nachdem die chinesischen Behörden erklärt hatten, sie wollten die Spekulationen eindämmen, kam es zu einer Welle von Gewinnmitnahmen, die – ausgehend von Shanghai – auf andere wichtige Märkte übergriff und dabei rasch eine starke und unerwartete Dynamik entwickelte. Die schlechten Daten zur Verbraucherstimmung und enttäuschende Nachrichten vom US-Wohnungsmarkt gaben diesem Trend, der sich sowohl auf die Anleihen- wie auch auf die Wandelanleihenmärkte ausweitete, zusätzlich Nahrung. Die wichtigsten Märkte der Industrieländer büssten insgesamt rund 4 bis 5% ein; die grössten Schwellenmärkte verloren sogar rund das Doppelte. Damit gerieten Aktien zum ersten Mal im vergangenen Jahr in die Verlustzone, und die Kreditspreads erweiterten sich um rund 25%.

Obwohl Shanghai im Februar 2007 die globalen Aktienmärkte das Fürchten gelehrt hatte, konnte der Nervenkrieg letztlich durch die wirtschaftsfreundliche Zinspolitik der Zentralbanken beendet werden. Dies liess die Aktienanleger wieder Mut fassen und legte den Grundstein zu einer längeren Erholung der weltweiten Aktienkurse. In diesem optimistischen Marktumfeld

## Der globale Markt für Wandelanleihen

Neuemissionen seit 1995 in Mrd. US\$



Quelle: UBS per Ende April 2008

haben die Neuemissionen im Wandelanleihenmarkt markant zugenommen. Auch europäische Emissionen konnten seit langem wieder stark zulegen und verzeichneten Volumen, die bis zu drei Mal so hoch waren wie in den beiden Vorjahren. Bis Ende Juli entwickelten sich die Märkte überaus erfreulich und erreichten dank den ansehnlichen Gewinnmeldungen und den verfolgten Besorgnissen bezüglich der Krise am Subprime-Hypothekenmarkt neue Höchststände. Doch in dem Moment, als sich die Marktteilnehmer auf einen ruhigen Sommer einstellen wollten, kamen Kreditprobleme zum Vorschein. Es wurde bald deutlich, dass der Ausverkauf auf dem US-Wohnimmobilienmarkt keineswegs vorbei war und die Auswirkungen der Subprime-Hypotheken weit mehr Firmen betreffen als nur einige US-Finanzunternehmen. Vor allem die Angst vor dem Unbe-

kannten und das schwer einzuschätzende Ausmass bewogen die Anleger zu aggressiven Verkäufen. Je geringer die Bonität einer Anleihe war, desto unerbittlicher wurde diese abgestraft.

Die globalen Aktienmärkte zeigten sich so volatil wie seit dem Irakkrieg im Jahr 2003 nicht mehr. Die Aktienindizes notierten gegenüber ihren Höchstständen vom Juli zeitweise im zweistelligen Prozentbereich tiefer. Im Herbst kehrte an den Börsen offenbar wieder eine gewisse Stabilität ein. Teilweise liessen die Kreditsorgen nach, bis erneut Negativmeldungen im Zusammenhang mit den Kreditmärkten in den Schlagzeilen zu finden waren. Diese Gefühlsschwankungen der Börsenakteure setzten sich bis zum Jahreswechsel 2007/2008 fort. Die Achterbahnfahrt im Jahr 2007 endete für die globalen Aktienmärkte, in US-Dollar gerechnet, mit 9,70% im Plus (MSCI

World) und für den Wandelanleihenmarkt, gemessen am JACI Global USD (Jefferies Active Concertible Index), mit stolzen 8,00%. Für einen in Euro oder Schweizer Franken rechnenden Investor täuscht dieses positive Resultat ein wenig, denn in Schweizer Franken gerechnet, endete der MSCI World bloss 2,10% höher als zu Beginn des Jahres, und in Euro gerechnet, konnte mit minus 0,80% kein positives Resultat mehr erreicht werden. Dasselbe gilt für den globalen Wandelanleihenmarkt-Index, der +0,50% in Schweizer Franken und -2,40% in Euro erzielt hat.

### Vorteilhaftes asymmetrisches Auszahlungsprofil der Wandelanleihen

Ertragsmässig sind die Trümpfe der Wandelanleihen im vergangenen Jahr nur schwer zu erkennen. Beide preisbestimmenden Faktoren – die Aktien-

und Obligationenmärkte – erzielten keine Glanzresultate. Aufgrund der eingangs bezüglich Bewertung beschriebenen Situation am Wandelanleihenmarkt sind dieses Jahr trotz des erhöhten volatilen Umfeldes an den Aktienmärkten keine Gewinne aufgrund höherer impliziter Volatilitäten zu verzeichnen gewesen. Dass sich die Kreditspreads ausgeweitet haben, konnte auch keinen positiven Beitrag leisten. Dass Erträge nicht isoliert betrachtet werden können und diese ins Verhältnis zum Risiko gesetzt werden müssen, ist allgemein bekannt, gerät jedoch allzuoft in Vergessenheit. Das asymmetrische Auszahlungsprofil der Wandelanleihe, das einerseits durch das Wandelrecht in Aktien und andererseits durch den gewissen Kapitalerschutz der Obligationenkomponente zustande kommt, stellte sich im vergangenen Jahr als sehr vorteilhaft heraus. Vergleichen wir die Volatilität des europäischen Wandelanleihenmarktes, anhand des Jefferies Umbrella Fund – Europe, mit jener des europäischen Aktienmarktes, gemessen am MSCI Europe, so fällt erstere mit 6,8% weit über die Hälfte tiefer aus.

Das Börsenjahr 2008 hat unter Druck eröffnet und katapultierte die Aktienindizes umgehend in negatives Territorium. Das erste Quartal bescherte allen wichtigen Aktienindizes Verluste im zweistelligen Bereich und war somit für die globalen Aktieninvestoren einer der schlimmsten Jahresanfänge aller Zeiten.

Auslöser für den Rückgang der Märkte war die Erkenntnis, dass die Probleme im Finanzsektor allmählich auf die Gesamtwirtschaft übergreifen. Sinkende Immobilienpreise und Einzelhandelsumsätze sowie ein Rück-

gang des Verbrauchervertrauens und der Beschäftigung machten eine starke Konjunkturabkühlung oder gar eine Rezession wahrscheinlich. Die Reaktion der Aktienmärkte war rasch und heftig. Auch die schlechten Nachrichten aus dem Finanzsektor rissen nicht ab: Die Grossbanken erhöhten ihre Kreditrückstellungen weiter, die Société Générale kündigte einen Verlust an, der selbst die grössten Zyniker in Erstaunen versetzte, und am wenigsten blieben die Aktionäre von Bear Stearns verschont.

### **Günstiges Umfeld für Wandelanleihen**

Die Investoren sind risikoaverser geworden und suchen Finanzinstrumente, die in einem volatilen Umfeld gut abschneiden können. Die Wandelanleihe ist für ein solches Umfeld geradezu prädestiniert, schafft dieses Instrument es doch, die Volatilität eines Portfolios erheblich zu minimieren, ohne dabei einen Anstieg der Aktienmärkte verpassen zu müssen.

Der Wandelanleihenmarkt verlor etwa halb so viel wie der Aktienmarkt. Trotzdem hat der Investor auf einen geringeren Verlust gehofft, doch der Markt musste auch einen starken Anstieg der Kreditspreads verdauen. Zwar ist die Stimmung an den Finanzmärkten gedrückt, aber dass wir einer Rezession entgegensteuern, ist nicht sicher – obwohl dies mit einer hohen Wahrscheinlichkeit in den Märkten so eingepreist ist. Denn es gibt auch Faktoren, die dem Jahr 2008 trotz grauer Wolken zu Sonnenschein verhelfen könnten. Hierbei zu erwähnen sind die tiefen Aktienkursbewertungen, die Möglichkeit, dass die Ölpreise von ihrem hohen Niveau herunterkommen

und somit die Konsumentenausgaben stützen, ein Ansteigen von Übernahmeaktivitäten, keine weiteren Abschreibungen im Finanzsektor, weiterhin unterstützende Massnahmen seitens der Zentralbanken für das Wirtschaftswachstum und natürlich positive Unternehmensgewinne und -aussichten.

Mit einem Neuemissionsvolumen von fast 200 Mrd. US\$ hat der globale Wandelanleihenmarkt 2007 ein Rekordergebnis an den Tag gelegt. Über 800 Emittenten haben im vergangenen Jahr die Wandelanleihe als Finanzierungsform gewählt. Dies lag vor allem daran, dass die Zinsersparnisse einer Wandelobligation im Verhältnis zur reinen Anleihe zugenommen haben. Auch im Jahr 2008 macht der Wandelanleihenmarkt – trotz des schwierigen Umfelds – weiterhin beständig Fortschritte. Im 1. Quartal gab es bereits ein Emissionsvolumen von über 30 Mrd. US\$. Die Emissionen stammen aus vielfältigen Quellen, unter anderem aus China, dem Nahen Osten wie auch aus den Industrieländern.

### **Zuversichtlich für den weiteren Verlauf 2008**

Die anhaltende Emissionstätigkeit ist für die Anlagekategorie Wandelanleihen ein äusserst positiver Faktor. Die rasante Zunahme der Neuemissionen im Jahr 2007 hat sich im 1. Quartal 2008 fortgesetzt. Dies schafft nicht nur mehr Möglichkeiten zur Generierung von Alpha, sondern hält den Markt auch systematisch unterbewertet. In der gegenwärtigen Zyklusphase kommen die Neuemissionen besonders gelegen, da sie zu niedrigeren Umwandlungskursen angeboten werden und der Wandelanleihenmarkt dadurch mit gering bewerteten Aktien gefüttert wird. Ausserdem haben momentan die Preise von Wandelanleihen die erhöhte Volatilität von Aktien noch nicht vorweggenommen. Eine grössere Auswahl an Aktien mit niedrigeren Umwandlungskursen und preislich attraktiven impliziten Volatilitäten kann auch künftig für eine gute Performance sorgen, was für den weiteren Verlauf des Jahres 2008 zuversichtlich stimmt.

[www.jefferies.ch](http://www.jefferies.ch) ●

### **Wandelanleihen bieten zahlreiche Vorteile ...**

- Wandelanleihen sind Anleihen mit Aktienumwandlungsoption (vom Gläubiger zum Aktionär) oder, anders ausgedrückt, in Aktien wandelbare Obligationen.
- Die Wandelanleihe bietet dem Anleger damit die Möglichkeit, an Kursanstiegen der zugrundeliegenden Aktie teilzuhaben.
- Die Wandelanleihe reduziert das mit dem Aktienbesitz verbundene Risiko.
- Wandelanleihen sind eine seit langem etablierte Investitionsmöglichkeit mit sehr attraktivem Risiko/Ertrags-Verhältnis. Der Anleger partizipiert – als Faustregel – zu 2/3 an Kursanstiegen der Aktien, aber nur zu 1/3 bei Baissen.