

## Wandelanleihen – verschiedene Regionen, verschiedene Märkte

Derzeit wird das Volumen des globalen Wandelanleihenmarkts auf 555 Milliarden US-Dollar geschätzt. Das Marktvolumen stieg besonders zu Beginn des zweiten Quartals 2007: Noch Ende des ersten Quartals belief sich die Größe des Marktes auf 517 Milliarden US-Dollar.

Der globale Markt wird derzeit von den USA mit einem Anteil von 56 Prozent deutlich dominiert. Entsprechend ist diese Region in den globalen Wandelanleihenportfolios im Vergleich zum Index oft untergewichtet. Dennoch ist sie immer ein Schwergewicht, das ein globaler Manager – ungeachtet seiner Meinung zum amerikanischen Markt und dem US-Dollar – nicht ignorieren kann. Insbesondere, weil in den USA eine rege Neuemissionstätigkeit zu verzeichnen ist. Neben den USA hat Europa einen Anteil von 24 Prozent, Asien von zehn Prozent und Japan von acht Prozent am globalen Wandelanleihenmarkt.

Bemerkenswert ist auch, dass die Performance in den USA letztes Jahr nahezu derjenigen von Aktien entsprach, dieses Jahr per Ende Mai mit 7,98 Prozent (Merrill Lynch VR10) die Aktienperformance des S&P 500 mit 7,92 Prozent sogar leicht übertroffen hat. Ein Grund hierfür ist die Tatsache, dass der Markt eine relativ hohe Konvexität aufweist, bedingt durch den Strom an Neuemissionen in der Region.

### Asymmetrische Partizipation an der Aktienkursentwicklung

Die konvexe, also asymmetrische Partizipation an der Aktienkursentwicklung ist einer der Haupttreiber für den Mehrwert von Wandelanleihen. Neuemissionen stabilisieren den Markt im hybriden und somit asymmetrischen Bereich. Grundsätzlich ist

der Wandelanleihenmarkt auf Neuemissionen angewiesen. Viele interessierte Investoren haben bisher kaum wahrgenommen, dass die Aktivität am Neuemissionsmarkt deutlich zugenommen hat. Dies ist vermutlich durch die stark wachsende Nachfrage nach Wandelanleihen bedingt sowie die Tatsache, dass die Emissionen der Rekordjahre 2001 und 2003 entweder auslaufen oder häufig zwangskonvertiert werden. Nettoabflüsse in den Regionen waren über einen langen Zeitraum die Folge davon. Dieser Trend wurde im Mai mit Ausnahme von Japan unterbrochen. Das ist möglicherweise ein erstes Indiz einer Trendwende (Abbildung 1).

Verlaufen die Neuemissionen 2007 linear weiter, kann man von einem Rekordjahr ausgehen. Dominant in der Statistik sind nach wie vor die USA. Doch es kann auch ein deutlicher Anstieg an asiatischen und europäischen Emissionen festgestellt wer-

den. Die Flut an Neuemissionen zeigt jedoch ihre Spuren auch in der Bewertung der Papiere.

Die Entscheidung, ob eine Wandelanleihe zu günstig oder zu teuer ist, wird aufgrund der impliziten Volatilität gefällt (Abbildung 2). Ein wichtiger Aspekt der impliziten Volatilität ist ihr Einfluss auf das asymmetrische Kursverhalten der Wandelanleihe bezüglich des Aktienmarkts. Je geringer diese Volatilität, desto höher ist das Gamma einer Wandelanleihe. Damit erhöht sich im Falle von steigenden Kursen die Kursbeteiligung sehr schnell. Im gegenteiligen Fall baut sich die Kursbeteiligung bei fallenden Aktienmärkten sehr rasch ab, was einen effizienten Kapitalschutz bietet.

### Unterschiedliche Bewertungen und Kreditqualitäten in den Regionen

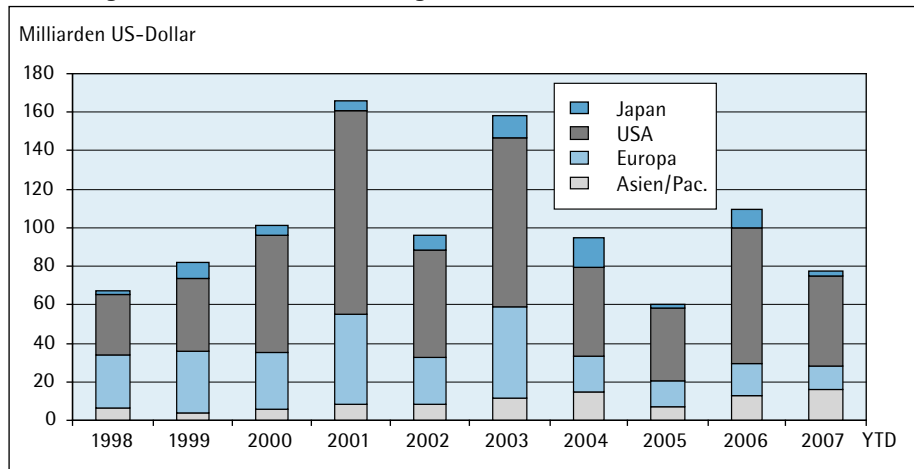
Europäische Wandelanleihen haben zum Zeitpunkt der Korrektur Ende Februar 2007 relativ zum Aktienmarkt stärker korrigiert als dies in Asien der Fall war. Bedingt durch höhere Volatilität haben sie eine geringere Konvexität aufgewiesen und konnten sich daher von der Abwärtsbewegung nicht so schnell abkoppeln.

Auffällig war insbesondere die Verteuerung des europäischen Marktes. Ursache war die hohe Nachfrage und die geringere Zahl an Neuemissionen im Vergleich zu Fälligkeiten. So konnten alle Neuemissionen lange am oberen Ende der indizierten Preisspanne platziert werden. Auch dies hat sich aufgrund der vielen emittierten Papiere zur Freude der Investoren relativiert. Die Frage, warum Wandelanleihen auf hohem Niveau immer noch so stark gesucht werden, kann einfach beantwortet werden: aufgrund der Liquidität. Die Replikation einer Wandelanleihe ist durch die Zusammensetzung eines Rentenpapiers

*Markus Bossard, Portfoliomanager Wandelanleihen, RMF, Investment Manager, Man Investments, Pfäffikon (Schweiz)*

*Das Marktvolumen von Wandelanleihen, so verdeutlicht der Autor anhand neuer Statistiken, ist besonders zu Beginn des zweiten Quartals des laufenden Jahres deutlich gestiegen und hat insgesamt zu anziehenden Neuemissionen geführt, die bei anhaltendem Verlauf zu einem Rekordjahr führen könnten. Besonders am europäischen Markt registriert er der hohen Nachfrage wegen im Vergleich der wichtigen Regionen eine spürbare Verteuerung, während er Asien nach wie vor als günstig bewertet einstuft. Mit Blick auf die Kreditqualität bevorzugt er Europa. Und in den USA sieht er im Rahmen seiner aktuellen Marktbetrachtung die Produktinnovationen insbesondere durch Steueroptimierung geprägt. (Red.)*

Abbildung 1: Neuemissionen nach Regionen



Quelle: Merrill Lynch

und einer Option durchaus möglich. Wenn allerdings entsprechende Laufzeiten im Optionsteil gewünscht sind, ist dies meist nur durch Speziallösungen möglich.

**Asien als günstige Region**

Das hat jedoch zur Folge, dass zum einen Probleme mit der Liquidität und zum anderen mit der fairen Preisstellung auftauchen können. Verdeutlicht hat sich dies zum Beispiel im Mai/Juni 2006, wo einige Anleger mit mangelnder Liquidität in synthetischen Anleihen konfrontiert waren. Damit kann

ein Großteil der Attraktivität dieser Kombination zunichte gemacht werden.

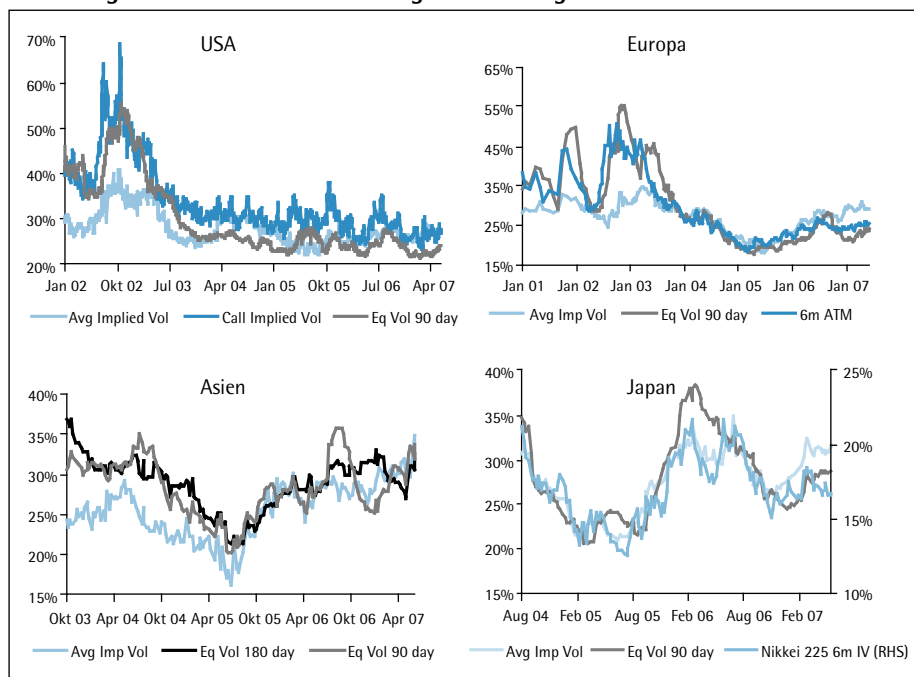
Asien ist nach wie vor eine vergleichsweise günstige Region, wobei hier mehr als in anderen Regionen zwischen hedgeable und non-hedgeable Emissionen (die Aktie wird leerverkauft gegenüber der Long-Position in der Wandelanleihe) unterschieden werden muss. Falls in einer Aktie der Aufbau einer Short-Position nicht möglich ist, kann auch von Hedge-Fonds die relative Attraktivität einer Wandelanleihe nicht genutzt werden. Dies gilt nicht für Inves-

toren, welche auf steigende Kurse setzen (outright long). Beim Kauf einer solchen Anleihe sollte allerdings nicht mit Kursgewinnen durch den Anstieg der impliziten Volatilität gerechnet werden. Es muss der Vorteil von erhöhter Asymmetrie ins Auge gefasst werden.

**Kreditqualität:** Bezüglich Kreditqualität sind die Unterschiede in den Regionen ebenfalls deutlich. Europa weist mit einem Durchschnittsrating von A (Standard & Poor's) die beste Qualität aus. Die anderen Regionen bewegen sich im BBB Bereich. Ursache ist vor allem, dass sowohl in den USA als auch in Asien Wandelanleihen oft zur Wachstumsfinanzierung begeben werden. Entsprechend schwächer sind die Kredite.

**Strukturelle Unterschiede:** Die USA fallen durch Innovationen insbesondere in Hinblick auf Steueroptimierung auf. Es werden darum immer wieder neue Strukturen kreiert. Demgegenüber sind in Asien die Strukturen oft sehr investorenfreundlich, mit dem Ziel, die Attraktivität der Wandelanleihen zu steigern. So sind in dieser Region sogenannte Refixs durchaus noch anzutreffen. Dies bedeutet, dass im Falle einer schlechten Aktienperformance nach Emission der Wandelanleihe die Conversion Ratio angepasst wird (Investor kann pro Anleihe in mehr Aktien wandeln als ursprünglich vorgesehen). Viele Wandelanleihen verfügen zudem über die Möglichkeit einer vorzeitigen Rückgabe des Papiers, was die Laufzeit verkürzt.

Abbildung 2: Wandelanleihen im Vergleich der Regionen



**Wirkung von Übernahmerüchten und Übernahmen**

Eher schwierig kann sich in Asien allerdings die Wandlung des Papiers herausstellen. In Ländern wie Taiwan oder Malaysia ist der Markt in Bezug auf Aktienverkäufe nicht frei zugänglich. Hierzu braucht der Anleger eine lokale Zulassung, welche jedoch nur einige Wandelanleihenmanager besitzen. Da viele Emittenten Wachstumsfirmen sind, verfügen die meisten Wandelanleihen über einen guten Schutz einer allfälligen Dividendenerhöhung, was auch in Europa der Fall ist. In dieser Region ist aber immer noch die Frage nach den Übernahmeklauseln ein wichtiger Punkt. Je nach Kursentwicklung können Wandelanleihen beim Aufkommen von Übernahmerüchten respektive effektiven Übernahmen überdurchschnittlich profitieren.