

Wandelanleihen 2004: Der erste Blick trägt – besser als erwartet



Patrick Hofer
Vizedirektor
Leiter «Global Convertible Bonds»
Jefferies (Schweiz) AG, Zürich

In den letzten vier Jahren konnte das Anlagesegment Wandelanleihen kontinuierlich zulegen und sich bei Investoren und Schuldnern einer zunehmend grossen Beliebtheit erfreuen. Auf den ersten Blick hat dieser Trend indes im Jahr 2004 keine Fortsetzung gefunden. Die Gründe dafür sind vielfältig:

Die anhaltenden Unsicherheiten im arabischen Raum hatten einen direkten Einfluss auf den Rohölpreis. Wachstums- und Inflationserwartungen mussten weltweit überdacht werden, und der aufkommende Konjunkturoptimismus erstickte teilweise bereits im Keim. Dass ab Mitte Jahr praktisch nur noch die Wahlen in den USA im Vordergrund standen, erklärt das «Beiseitestehen» der Investoren. Mit oft sehr tiefen Tagesvolumen tendierten die Aktienmärkte weltweit in engen Bandbreiten – mit der Konsequenz, dass die Volatilitäten auf historische Tiefststände absackten. Entgegen den Erwartungen vieler Beobachter verteuerten sich die Kapitalkosten für die Industrie nicht. Der prognostizierte Anstieg der Zinssätze traf aufgrund

der verhaltenen Wachstumchancen nicht ein.

Zahlreiche potentielle Schuldner haben bereits im Jahre 2003 ihre Bilanzstrukturen auf Vordermann gebracht und sich am Markt zu attraktiven Konditionen Mittel beschafft. Im aktuellen Umfeld stehen viele dieser Firmen Investitionsprojekten skeptisch gegenüber und tätigen diese allenfalls über die eigenen gehaltenen oder erarbeiteten liquiden Mittel.

Wie eingangs erwähnt, hat der Wachstumstrend in Wandelanleihen im Jahr 2004 keine Fortsetzung gefunden – auf den ersten Blick. Der zweite Blick aber zeigt eine deutliche Zunahme in der Anzahl der ausstehenden Anleihen und auch in der Gesamtkapitalisierung. Waren 2003 weniger als 1800 Anleihen ausstehend, so sind es heute wieder knapp 2000. In US-Dollars gerechnet, widerspiegelt dies rund 725 Milliarden Kapitalisierung, gegenüber 650 Milliarden im Herbst 2003. Der Wertzerfall des US-Dollars spielt bei der Kapitalisierung sicher eine grosse Rolle, denn die nicht in US-Dollars denominierten Anleihen machen rund 50% des globalen Universums aus. Die Statistik zeigt aber, dass im Jahr 2004 vermehrt kleinkapitalisierte Schuldner die Vorteile der Wandelanleihe ausgenutzt haben. Das überrascht nicht, denn es liegt ja be-

kanntlich in der Natur dieser Finanzierungsart, dass wachstumsorientierte Firmen sich derer bedienen.

Am Beispiel Indiens bestätigt sich diese Aussage. Rund 20 Schuldner haben über Wandelanleihen den Zugang zu internationalem Kapital gesucht und gefunden. Anleihegrößen von weniger als 100 Millionen US\$ sind dabei leider oft Normalität, und die nach liquiden Anleihen Ausschau haltenden Investoren fühlen sich dadurch nur bedingt angesprochen. Die ebenfalls damit verbundene hohe Risikostruktur ist so oder so nur für professionelle Anleger ein Thema.

Besser zugeschnitten auf die Anlegerbedürfnisse sind die unter der Bezeichnung «Umtauschanleihen» oder «Exchangeables» lancierten Papiere. Aufgrund der «Flaute» am Emissionsmarkt sahen sich viele Investitionshäuser gezwungen, die Bedürfnisse ihrer Kunden mit strukturierten Wandelanleihen zu decken. Mit Umtauschanleihen auf British Petroleum, Canon, Citigroup, Novartis, Nestlé, Philips, Royal Bank of Scotland und Lafarge eröffnen sich beispielsweise nun auch Investitionsmöglichkeiten auf Anteile von Firmen, die zuvor oft nur durch direkte Aktienengagements eingegangen werden konnten. In der Verhaltensweise unterscheiden sich diese Strukturen nicht von den normalen Wandel-

Der globale Markt für Wandelanleihen

	November 2004	September 2003
Global	723 Milliarden US\$ 1932 Emissionen	645 Milliarden US\$ 1798 Emissionen
USA	375 Milliarden US\$ 965 Emissionen	355 Milliarden US\$ 941 Emissionen
Europa	208 Milliarden US\$ 347 Emissionen	183 Milliarden US\$ 328 Emissionen
Japan	89 Milliarden US\$ 347 Emissionen	73 Milliarden US\$ 357 Emissionen
Asien ohne Japan	51 Milliarden US\$ 273 Emissionen	34 Milliarden US\$ 169 Emissionen

Die wichtigsten Emissionen 2004

(Preise vom 26. November 2004)

Datum	Titel / Laufzeit	Emissionsbetrag (in Mio.)	Ausgabepreis	Aktueller Preis	Prämie	Rendite
20.02.04	2,375% Anglogold / 27.2.2009	1000 US\$	100,00%	97,50%	62,19%	3,000%
01.09.04	1,600% France Telecom / 1.1.2009	1150 €	100,00%	103,78%	17,60%	1,018%
21.06.04	2,650% Deutsche Post / Postbank / 2.7.2007	1082 €	100,00%	105,36%	23,59%	0,557%
27.04.04	1,250% Linde / 5.5.2009	500 €	100,00%	100,375%	23,15%	1,161%
14.09.04	1,000% APV / Gedeon Richter / 28.9.2009	639 €	100,00%	102,100%	45,09%	2,613%
18.11.04	0,000% Switzerland / Swisscom / 6.6.2006	1200 CHF	100,00%	99,56%	9,57%	0,29%
17.06.04	0,000% Switzerland / Swisscom / 28.2.2005	1200 CHF	100,00%	101,00%	2,08%	- 3,89%
31.08.04	1,000% Kanton Luzern / LUKB / 15.9.2008	100 CHF	100,00%	103,97%	13,17%	- 0,045%
18.05.04	0,625% Swisslife / 10.6.2010	317 CHF	100,00%	98,50%	35,04%	0,904%

anleihen, und oft werden damit sogar verbesserte qualitative Situationen erreicht – ein Punkt, der im aktuell unsicheren Umfeld nicht ausser Betracht gelassen werden darf, denn die Kapitalerhaltung mit bedingtem Zusatzverdienst geniesst bei vielen Investoren hohen Stellenwert. Dass die Investitionsbanken dabei auf eine bestehende und bewährte Grundlage in deren Strukturen zurückgreifen, macht diese Papiere untereinander vergleichbar und somit transparent.

Grosser Beliebtheit erfreut sich nach wie vor auch das Verschreiben von sogenannten Crossholdings via Umtauschanleihe. Die Deutsche Post hat dies beim Spin-off der Deutschen Postbank berücksichtigt und nebst der direkten Aktienplatzierung auch die Investitionsmöglichkeit über die Wandelanleihe offeriert. Dadurch hat sie die potentielle Investorengemeinschaft vergrössert und den Kapitalmarkt weniger belastet.

In der Schweiz hat vor allem *ein* Schuldner die sehr günstigen Finanzierungsmöglichkeiten in Wandelanleihen genutzt. Die Eidgenossenschaft trat zweimal als Schreiber der von ihr gehaltenen Aktien in Swisscom am Markt auf. Im Juni und November lancierte sie jeweils Papiere im Umfang von 1,2 Milliarden Franken und sehr kurzen Laufzeiten. Dank dem qualitativ absoluten Top-Standard hat sie dieses Geld nicht zu verzinsen (0%-Coupon) und würde bei Ausübung des Wandelrechtes sogar eine Prämie gegenüber dem aktuellen Verkaufspreis erzielen. Nur gerade der Kanton Luzern ist diesem Beispiel gefolgt und hat sich die von ihm gehaltene Position

in der Luzerner Kantonalbank günstig refinanziert. Aus Sicht der Steuerzahler wären solche Transaktionen zu begrüssen.

Auch wenn die Performance der gängigen Wandelanleihen-Indizes in diesem Jahr nicht zu überzeugen vermag, glauben wir nach wie vor an dieses Anlagensegment. Denn die historisch tiefen Volatilitäten zeigen bei der Preisgestaltung ihren Einfluss. Dank den Restlaufzeiten von zwei bis fünf Jahren kann sich der Investor aber genau diese tiefen Volatilitäten langfristig zunutze machen, denn eine entsprechende Partizipation bei steigenden Preisschwankungen ist ihm ge-

wiss. Genauso ist zu erwarten, dass die auf Sparflamme agierenden Firmen bei einem Anziehen der Konjunktur vermehrt neues Kapital brauchen werden. Direkte Aktienplatzierungen führen zwangsläufig zu einer Verwässerung; reine Straight-Bond-Anleihen locken die Investorenschaft vielleicht zu wenig. Die Wandelanleihe als optimales Mittel zwischen diesen beiden Anlageklassen wird so erneut eine Wiedergeburt erleben. Privatanlegern empfiehlt es sich, über einen ausgewiesenen Wandelanleihen-Fonds, z.B. den «Jefferies Umbrella Fund», an dieser Renaissance zu partizipieren. ■

Convertibles 2004: Better Than Expected

Over the past four years, convertible bonds have steadily grown in importance among both investors and debtors. At first glance, this trend was broken in 2004 due to a number of reasons from continued uncertainty in the Middle East with an immediate impact on the price of oil, to changing growth and inflation expectations. The dominating theme of the second half of the year, the U.S. elections, made investors stay on the sidelines; volumes on the equity markets remained low and volatilities reached new record lows. In addition, numerous potential debtors optimized their balance sheet structure back in 2003 and are now reluctant vis-à-vis new investment projects.

Nevertheless, 2004 showed a significant increase in the number of outstanding convertibles and in total capitalization. While the number of convertibles was below 1800 in 2003, it has almost reached 2000 today. At the same time, capitalization grew from less than US\$ 650 billion to almost US\$ 725 billion. Smaller capitalized companies in particular made use of the advantages convertibles have to offer.

While the performance of the leading convertible indexes was not really convincing in 2004, we still believe in this investment instrument. Thanks to the average remaining time to maturity of two to five years, investors may benefit from the low volatilities over the long term. And with a pickup in the economy, companies are likely to need more fresh capital. While direct stock placements entail dilutions and straight-bond issues may not be attractive enough for investors, convertibles will experience another renaissance as an optimal vehicle between stocks and bonds. It is recommended that investors participate in this renaissance by means of a tried and tested convertible-bond fund like the “Jefferies Umbrella Fund”.