

WANDELANLEIHEN ÜBERNEHMEN TIMIN

Kurt Fisch

Die globalen Märkte leiden unter der Finanzmarktkrise; die allgegenwärtige Unsicherheit reflektiert sich unter anderem in den sehr hohen Volatilitäten. In dieser Marktlage spricht einiges für Wandelanleihen. Insbesondere deren natürlicher Schutz vor weiteren Kursrückgängen und die eingebaute Timing-Hilfe bilden wichtige Aspekte bei der Anlageentscheidung.

Den Investoren dürfte es zurzeit nicht leicht fallen, Anlageentscheidungen zu treffen. Eine Umschichtung aus Aktien in Anleihen entledigt das Portfolio zwar rasch der Risiken an den Aktienmärkten, beraubt den Investor jedoch auch aller Chancen, von steigenden Aktienkursen zu profitieren. Behält der Investor hingegen seine Aktien, dann drohen bei einer langfristigen Fortsetzung der Krise weitere Kursverluste. Wandelanleihen stellen in solchen Zeiten eine elegante Lösung dar, denn ihr asymmetrisches Kursverhalten bietet einen natürlichen Schutz vor weiteren Kursrückgängen. Damit ist die Kombination aus garantiertem Rückzahlungspreis und unlimitiertem Kurspotenzial nach oben

gemeint. Die Asymmetrie könnte man auch als «Timing-Hilfe» bezeichnen: sie entspricht einer Anlagestrategie, die Verluste begrenzt, Gewinne aber laufen lässt. Entscheidend ist ebenfalls, dass zwischen Börse und Volatilität ein inverser Zusammenhang besteht.

Generell ist die Volatilität in abwärts gerichteten Märkten höher als in steigenden Märkten. Das stellt einen natürlichen Puffer für Anleger in Wandelanleihen dar. Die implizite Option wird durch eine verringerte Rendite der Wandelanleihe gegenüber einer normalen Anleihe finanziert. Steigt die Volatilität, steigt der Wert der impliziten Option – und damit der Wert der Wandelanleihe. Es ist allerdings zu beachten, dass auch andere Faktoren den Preis beeinflussen. Dazu zählt neben der Bewertung des zugrundeliegenden Wandlers auch die Kreditqualität. Je besser die Bonität des Emittenten, desto höher ist der entsprechende Wert der Anleihenkomponente.

Defensive bis aggressive Anlagestrategien

Mit Wandelanleihen lassen sich beliebige Anlagestrategien und -konzepte umsetzen. Ein Wandelanleihenportefeuille kann defensiv geführt werden und den Charakter einer Obligationenanlage aufweisen. Aber auch aggressivere Ansätze stehen zur Verfügung, deren Strategie mit Aktienanlagen oder Hedge Funds vergleichbar ist. In der Regel stellt das Risiko des Portefeuilles – d.h. die Volatilität – die Vorgabe dar. In diesem Rahmen wird der Ertrag optimiert.

Eine hybride Wandelanleihenstrategie ist das klassische Investment. Hier werden Anleihen gekauft, die plus/minus 15 Prozent am Rückzahlungspreis notieren. Daraus resultiert ein stark beschränktes Risiko. Wandler in diesem Kursbereich haben noch Anleihe-



G-FRAGE

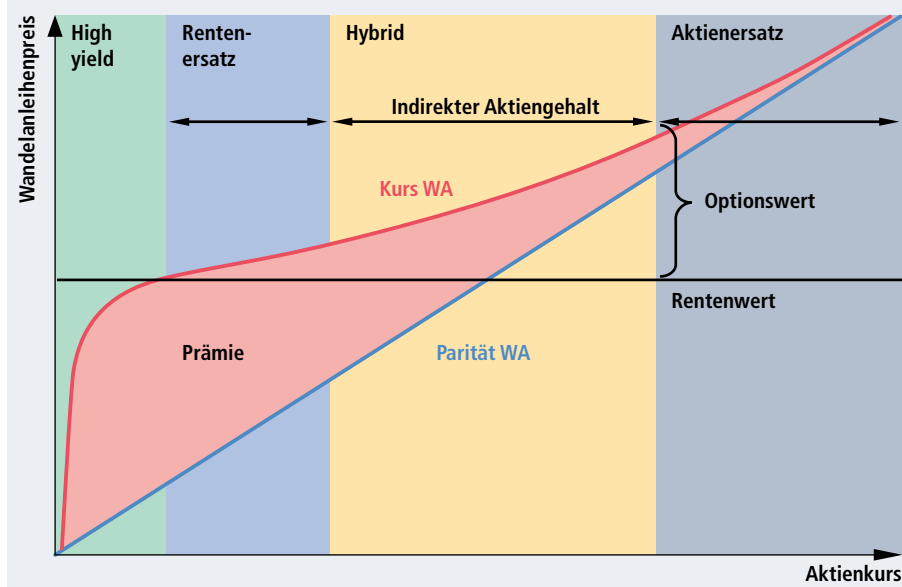


charakter: Das Kapital ist zu 90 Prozent geschützt. Trotz Kapitalschutz reagieren hybride Anleihen auf steigende Aktienkurse, ein solcher Wandler partizipiert zu rund 50 bis 60 Prozent am Anstieg der Aktie. Somit ist die hybride Wandelanleihe als gleichwertige Mischung aus einer Obligationen- und Aktienanlage zu interpretieren.

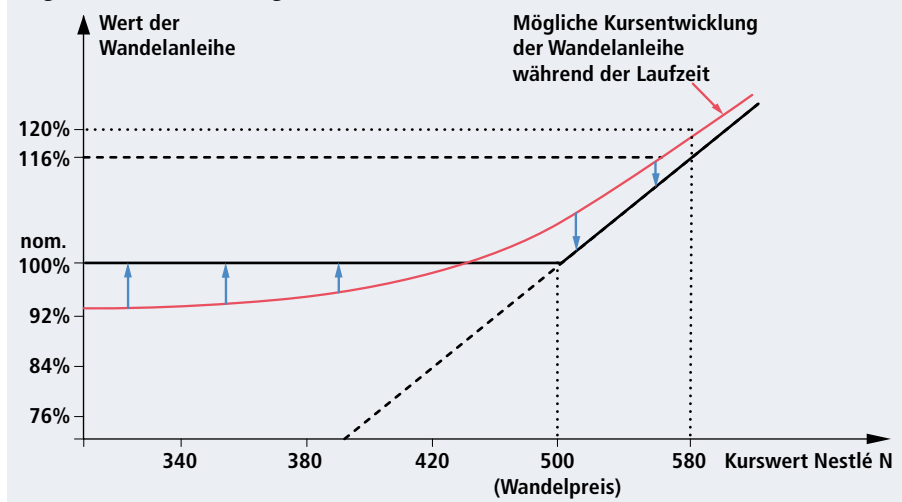
Wandler, die 50 Prozent und mehr über dem garantierten Rückzahlungspreis notieren, haben ein Rückschlagsrisiko, das mit jenem der Aktie vergleichbar ist. Für das höhere Risiko wird der Anleger allerdings mit hohem Kurspotenzial entschädigt, denn in diesem Kursbereich weisen Wandelanleihen tiefe oder überhaupt keine Wandelprämien mehr auf. Der Investor kann also die Anleihe nahezu im Verhältnis 1:1 in die Aktie tauschen. Entsprechend identisch ist das Aufwärtspotenzial der Anleihe mit jenem der Aktie. Der Kapitalschutz greift zwar später und schwächer als bei hybriden Wandlern, dennoch ergibt sich im Vergleich zum Aktieninvestment bei Rückschlägen ein deutlich kleinerer Verlust. Im Aufwärtstrend ergibt sich aber eine Partizipation von 80 bis 100 Prozent. Die aktienähnliche Strategie entspricht einem Aktieninvestment mit teilweiser Absicherung.

Geringeres Risiko bei neuen Rückschlägen
Wandelanleihen sind im historischen Vergleich auf dem heutigen Niveau günstig, da die implizite Volatilität sehr tief und die durchschnittliche Rendite auf Grund höherer Zinsen und steigender Kreditprämien gestiegen

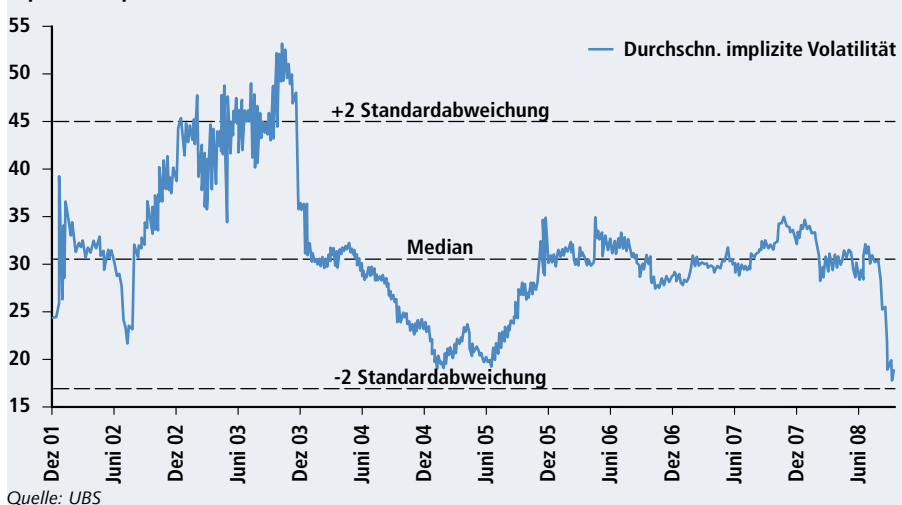
Funktionsweise einer klassischen Wandelanleihe



Mögliche Kursentwicklung einer Wandelanleihe im Zeitverlauf



Japan - Implizite Volatilität von Wandelanleihen vs Aktienmarkt



Quelle: UBS

ist. Vor dem Hintergrund der stark gefallen Aktienkurse weisen Wandler aktuell ein deutlich geringeres Risiko auf als noch zu Jahresbeginn. Das Exposure – das Mass zeigt, wie stark die Wandelanleihe auf Schwankungen der zugrunde liegenden Aktie reagiert – ist zuletzt deutlich unter den Durchschnittswert von rund 30 Prozent gesunken. Für die Attraktivität der Wandelanleihe spricht auch, dass sich die Emissionstätigkeit besonders in unsicheren Zeiten auf einem hohen Niveau befindet. Nach einem Rekordwert im Vorjahr lagen die Neuemissionen im ersten und zweiten Quartal dieses Jahres weiterhin auf hohem Niveau. Die neuen Anleihen im Volumen von gut 92 Milliarden Dollar nahm der Markt gut auf. Zwar ist im dritten Quartal 2008 ein deutlicher Rückgang der Emissionsvolumina festzustellen, was sich allerdings zum grossen Teil durch die saisonale Sommerflaute begründen lässt.

Asiatische Wandler günstig bewertet

Dank Wandelanleihen können Investoren auch von Regionen oder Sektoren mit starkem Wachstumspotenzial profitieren, dies notabene ebenfalls zu begrenztem Risiko. Asien oder Japan stellen hierfür gute Beispiele dar. Insbesondere in Asien ist man momentan mit einer Ausnahmesituation konfrontiert: Die implizite Volatilität von Wandelanleihen hat sich seit Jahresbeginn von der Aktienmarktvolatilität abgekoppelt (s. Abbildung links unten). Dies bedeutet, dass das Recht, die Obligation in Aktien zu tauschen, aktuell extrem günstig bewertet ist. Zudem muss beachtet werden, dass nicht alle Emissionen von Wandelanleihen das Mindestmass an Liquidität erfüllen. Fisch Asset Management unterstützt die Investoren hier aber bei der Wahl der Titel.

Aus dem 2300 Titel umfassenden Topix stehen Wandelanleihen-Investoren lediglich rund 200 Emissionen zur Auswahl. Die aussortierten Titel werden einer konsequenten Kreditanalyse unterzogen, denn schliesslich kann die Wandelanleihe nur dann ihren defensiven Charakter ausspielen, wenn der Bondfloor auch wirklich zum Tragen kommt

Kurzportrait Fisch Asset Management

Fisch Asset Management wurde 1994 gegründet und zählt heute europaweit zu den führenden Experten auf dem Gebiet der Wandelanleihen. Das Know-how im Bereich der Asymmetrie ist in allen Lösungen enthalten und macht sie damit einzigartig. Das Unternehmen konzentriert sich auf institutionelle Kunden wie Pensionskassen, Versicherungen, Banken, Vermögensverwalter, Family Offices und Unternehmen. Fisch Asset Management verfügt über ein eigenes Research und entwickelt im Hause selbst Software-Applikationen zur Analyse von Finanzprodukten. Dies trägt wesentlich zur Unabhängigkeit und Professionalität bei. Als entscheidender Erfolgsfaktor im Bereich der IT gilt zudem eine Gruppe von Forschern, die sich mit Ideen und Entwicklungen auf dem Gebiet der «Quantitative Finance» befasst.

– spricht: der Schuldner die Anleihen fristgerecht bedienen kann. Dieser anforderungsreiche Analyseprozess ist ausgelagert und wird vom unabhängigen Rating-Analyse-Team Independent Credit View erledigt. Dank dieser Arbeitsteilung konnte Fisch Asset Management seit ihrem Bestehen einen Schuldnerausfall in den verwalteten Portfolios vermeiden.

Fisch Japan Fund schlägt Benchmark

Investoren, die einen Fonds suchen, der die Benchmark Topix schlägt, sollten sich den Fisch Japan Fund genauer anschauen. Er schlug den Index nicht nur über drei und fünf Jahre, sondern gerade auch in der turbulenten Phase vom 30. September bis 26. Oktober 2008 (um über 6 Prozent). Hinzu kommen stille Reserven von 7 Prozent. Das bedeutet, dass eine Normalisierung am Wandelanleihenmarkt einen Anstieg der impliziten Volatilität um 10 Punkte auf den langfristigen Durchschnitt von 30 Prozent zur Folge haben wird. Daraus resultiert ein Performanceschub von 3 Prozent. Eine

Beruhigung an den Kreditmärkten wird sich ebenfalls positiv auf die Wandelanleihen im Fonds auswirken, denn tiefere Kreditspreads führen zu einem Anstieg der Wandelanleihenpreise um rund 4 Prozent. Die aktuelle Kapitalmarktsituation für den Japan Fonds ist also einmalig.

Eine Aussage betreffend Einstiegszeitpunkt bzw. Timing ist naturgemäss sehr schwierig. In der Vergangenheit hat sich mit Blick auf Japan beispielsweise ein Einstieg immer dann ausbezahlt, wenn die Nacht am dunkelsten war. Den Tiefpunkt zu erwischen ist aber wie ein Sechser im Lotto. Dem Timing weniger zugeneigte Leser mögen bezüglich der zweitgrössten Volkswirtschaft der Welt vielleicht einen Einstieg in Raten als sinnvoller erachten. Trotz oder gerade wegen den aktuellen chaotischen Zuständen an den internationalen Aktienmärkten birgt der bewertungsmässig nach diversen fundamentalen Kriterien als günstig einzustufende Kabutocho nicht nur Risiken, sondern auch Chancen. Es ist davon auszugehen, dass in nicht allzu ferner Zukunft im Land der aufgehenden Sonne nicht nur das Himmelsgestirn, sondern auch die Dividendenpapiere bald wieder steigen.



Kurt Fisch
Mitglied des Verwaltungsrats
und Gründer von Fisch Asset
Management AG,
Zürich.

