



Ewig junger Klassiker – Wandelanleihen

Sicherheit plus Aktienchance – Anleihen mit Wandlungsrecht bieten durchaus unterschiedliche Strategien

Von PATRICK GÜGI

Wandelanleihen (auch Wandler oder Convertibles genannt) verfügen über eine lange Tradition. Bereits vor über 150 Jahren wurden zur Finanzierung von Eisenbahngesellschaften in den USA diese Instrumente herausgegeben. Und trotz ihres hohen Alters – im Vergleich zu vielen anderen Vehikeln im Anlageuniversum – sind sie keineswegs aus der Mode gekommen. Im Gegenteil: Die Wandelanleihe mit ihrer einfachen Grundkonstruktion (feste Laufzeit, Rückzahlung zum Nominalwert und Verzinsung) und der Erweiterung um die interessante Komponente „Wandelrecht“ erfährt seit Jahren eine stetig wachsende Nachfrage und macht sie zum ewig jungen Klassiker.

Wenn die Wandlung interessant wird

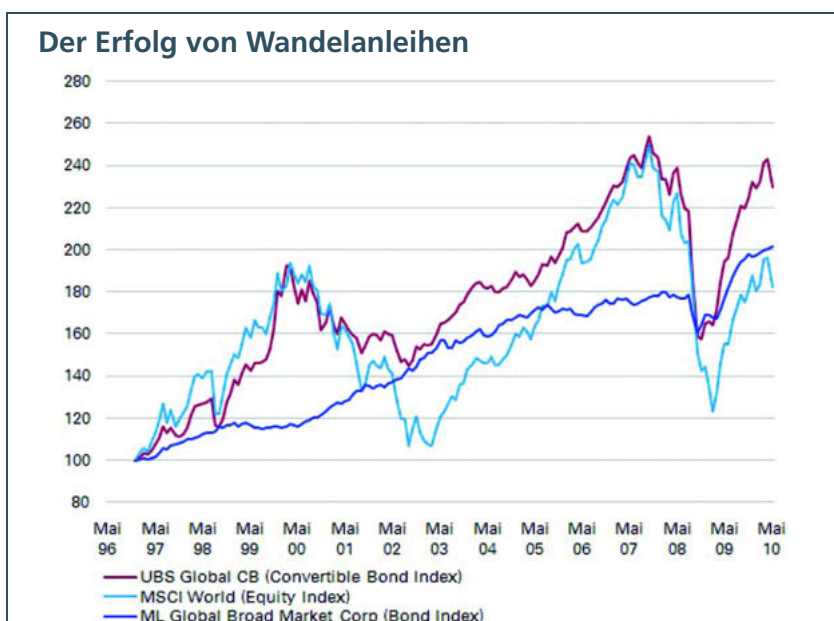
Die Wandlung in Aktien wird dann interessant, wenn die betreffenden Aktien über den Nominalwert der Anleihe steigen. Bei fallenden Aktienkursen hingegen kann die Anleihe mit der festen Verzinsung bis zur Fälligkeit gehalten werden. Diese Kombination von Sicherheit durch den Kapitalschutz und einem möglichen Kursgewinn ist der große Vorteil einer Wandelanleihe. Anleger, institutionelle wie auch private, erkennen immer häufiger, dass sie nicht vor der Frage stehen, Aktien oder Anleihen,

sondern mit diesem Zwitter erfolgreich investieren können.

Zahlen belegen den Erfolg der Wandler – wie in der Grafik zu sehen ist. Beim Vergleich von drei Benchmarks aus den Segmenten Wandelanleihen, Aktien und Anleihen im Zeitraum von 1997 bis Mai 2010 geht der „UBS Global CB (Convertible Bond Index)“ mit einem Wertzuwachs von 130% als Sieger hervor. Der

„ML Global Broad Market Corp (Bond Index)“ steht mit einem Plus von 101% immerhin noch vor dem Aktienindex MSCI World (82%). Wer also Wandelanleihen bevorzugt hat, konnte gegenüber direkten Investments in Aktien und Anleihen einen Mehrertrag generieren.

Die Wandelanleihe mit ihren besonderen Eigenschaften verhilft zu einer außergewöhnlichen Optimierung des Markt-



timings. Dabei erzeugt sie Effekte, die weit über die Möglichkeiten einer normalen Aktien/Anleihen-Strategie hinausgehen, wie auch die erwähnten Zahlen belegen. Dabei sind mit Wandelanleihen verschiedene Strategien vom Charakter einer Anleihenanlage bis zu äußerst aggressiven Ansätzen möglich. Nachfolgend werden die drei Basisstrategien erklärt, die Investoren überwiegend in professionell verwalteten Anlageprodukten, wie zum Beispiel Fonds, wählen können.

Die „Hybride-Wandelanleihen-Strategie“ ist die klassische Art, in Wandelanleihen zu investieren. Hier kauft der Investor Papiere, die in der Nähe (+/- 15%) des Rückzahlungspreises notieren. Daraus resultiert ein stark beschränktes Risiko. Eine Wandelanleihe in diesem Kursbereich hat noch Anleihencharakter – das Kapital ist zu 90% geschützt. Trotz des Kapitalschutzes reagieren hybride Anleihen auf steigende Aktienkurse. Aufgrund mathematischer Bewertungsmodelle partizipiert ein solcher Wandler zu rund 50 bis 60% an einem Anstieg der Aktie. Somit kann eine hybride Wandelanleihe als Mischung (zu je rund der Hälfte) aus einer Obligationen- und Aktienanlage interpretiert werden.

Der Kapitalschutzmechanismus greift nur, wenn der Schuldner des Wandlers trotz fallender Aktienkurse jederzeit zahlungsfähig bleibt und die Anleihe bedienen kann. Die hybride Wandler-Strategie im klassischen Sinn verfügt daher über eine hohe Schuldnerqualität. Entscheidend ist zudem, dass ein hybrides Wandelanleihenportfolio stets im hybriden Kursbereich gehalten wird. Denn bei starken Kursanstiegen der Börsen steigen auch die Kurse der Wandler. Damit verlieren diese aber ihren hybriden Charakter und weisen zunehmend das Risiko einer direkten Aktienanlage auf. Denn eine Wandelanleihe, die bei Kursen um 150% oder höher notiert (Rückzahlung bei 100%), hat immerhin ein Rückschlagsrisiko von mindestens 33%. Daraus folgt, dass die Papiere nach einem starken Kursanstieg verkauft und in defensivere Titel getauscht werden müssen. Das sichert gleichzeitig die bisher erzielten Gewinne.

Bei fallenden Märkten verlieren ursprünglich gekaufte Wandelanleihen immer mehr den Kontakt zur Aktie. Die Wandelprämie steigt (=die Wandlung

wird uninteressant) und die Anleihe wird quasi zur gewöhnlichen Anleihe, die nicht mehr auf Bewegungen der unterliegenden Aktie reagiert. Auch in diesem Fall läuft ein hybrides Portfolio mit der Zeit aus dem vorgegeben Bereich und die Positionen müssen ersetzt werden (durch aggressivere Titel). Damit kann bei einer Kurserholung der Börse wieder profitiert werden. Zusammenfassend gilt: Eine fachgerecht umgesetzte hybride Wandelanleihen-Strategie baut Risiko (=Aktienexposure über Wandelanleihen) nach einem Kursanstieg ab und erhöht das Aktienexposure nach Rückschlägen oder kurz formuliert: Buy low, sell high!

Wandelanleihen statt Aktien

Wandelanleihen, die 50% und mehr über dem garantierten Rückzahlungspreis notieren, haben ein Rückschlagsrisiko, das mit jenem einer Aktie verglichen werden muss – daher aktienähnliche Wandelanleihen. Für das höhere Risiko wird der Anleger aber mit hohem (ebenefalls aktienähnlichem) Kurspotenzial entschädigt. Denn in diesem Kursbereich weisen die Wandelanleihen eine tiefe oder überhaupt keine Wandelprämie mehr auf. Das bedeutet, die Anleihe kann nahezu im Verhältnis eins zu eins in die Aktie getauscht werden. Dementsprechend ist das Aufwärtspotenzial der Anleihe identisch mit jenem der Aktie.

Interessant ist nun die Tatsache, dass trotz hoher Aktienähnlichkeit solche Convertibles bei starken Rückschlägen der Börse besser abschneiden als direkte Aktienanlagen. Dieser Kapitalschutz greift zwar später und schwächer als etwa bei einer hybriden Wandelanleihe. Dennoch ergibt sich im Vergleich zu einem Aktieninvestment bei Rückschlägen ein deutlich kleinerer Verlust. Im Aufwärtstrend ergibt sich aber eine Partizipation zwischen 80 bis 100%. Die aktienähnliche Wandelanleihenstrategie entspricht einem Aktieninvestment mit teilweiser Absicherung.

Partizipation am Aktienmarkt

Bei einer anleihenähnlichen Strategie werden Wandler gekauft, die eine positive Verfallrendite aufweisen, unabhängig davon, ob die Aktienmärkte steigen oder fallen. Dabei werden meist Papiere gekauft, die unterhalb ihres Rückzahlungs-

preises notieren. Wandelanleihen in diesem Bereich weisen Wandelprämien von 25% und mehr auf und reagieren deshalb nur sehr abgeschwächt auf Bewegungen des Aktienmarktes. Im Vergleich zu einer hybriden Strategie ergibt sich hier eine höhere laufende Verzinsung des Portfolios, dafür aber weniger Kurspotenzial im Fall von steigenden Aktienmärkten. Zu den obligationenähnlichen Wandler-Strategien zählen Portfolios, die über ihre Wandelrechte ein Aktienexposure im Bereich von 20 bis 30% aufweisen und zu 70 bis 80% Anleihencharakter verkörpern. Wichtig: Die Gesamtvolatilität eines solchen Portfolios ist nur minimal höher als ein reines Anleihenportfolio.

Auch hier führen die vorteilhaften Eigenschaften der Wandelanleihe (günstige Wandelrechte) zu einem besseren Chancen/Risikoverhältnis als eine entsprechende direkte Aktien-Obligationenanlage. Letztlich erhält man über die Wandelanleihe eine äußerst günstige Partizipation am Aktienmarkt. Auch hier ist stets darauf zu achten, dass der Aktienanteil (indirekt über die Wandelanleihen) die festgelegte prozentuale Richtlinie nicht übersteigt bzw. nicht unter ein Mindestmaß abfällt. Andernfalls muss umgeschichtet werden, um eine konsistente Strategie zu gewährleisten. Ganz besonders wichtig ist bei dieser Strategie die Schuldnerbonität. Denn hier liegt der reine Anleihenanteil (70 bis 80%) des Investments wesentlich höher als bei einer hybriden oder gar aktienähnlichen Wandelanleihenstrategie. Die Strategie eignet sich für besonders konservative Investoren.

„Diese Kombination von Sicherheit durch den Kapitalschutz und einem möglichen Kursgewinn ist der große Vorteil einer Wandelanleihe. Anleger, institutionelle wie auch private, erkennen immer häufiger, dass sie nicht vor der Frage stehen, Aktien oder Anleihen, sondern mit diesem Zwitter erfolgreich investieren können.“

Dr. Patrick Gügi, CEO,
Fisch Asset Management AG,
Zürich