

GASTBEITRAG

Attraktiver Zwitter: Wandelanleihen

Börsen-Zeitung, 16.4.2014
Sie werden gern als Zwitter bezeichnet und plakativ als Chamäleon oder Schmetterling abgebildet: Wandelanleihen. Zu verdanken haben sie das ihrer Konstruktion, die aus der Anleihe ein Aktieninvestment werden lassen kann. Und das schon seit über 150 Jahren. Zur Finanzierung von Eisenbahngesellschaften in den Vereinigten Staaten wurden die ersten Convertible Bonds emittiert. Doch zum alten Eisen gehören Wandler in keiner Weise, obwohl sie bis heute kein Mainstream-Investment im Finanzmarkt sind. Ein langfristiger Vergleich der Segmente Wandelanleihen, Aktien und Anleihen belegt die Attraktivität des Zwitter für Investoren. Im Zeitraum von Dezember 1996 bis Ultimo Februar 2014 geht der Wandelanleihenindex UBS Global Convertible Bond mit einer jährlichen Rendite von 7,33 % als Sieger hervor. Und der Anleiheindex ML Global Broad Market Corp (Bond Index) steht mit einem jährlichen Plus von 5,52 % hinter dem Aktienindex MSCI AC World TR (LOC) mit einem durchschnittlichen Zuwachs von 6,39 % pro Jahr.

Strahlende Investoren

Gerade die vergangenen zwei Jahre ließen Wandelanleiheninvestoren strahlen. Die Aktienkursexplosionen waren der treibende Einflussfaktor auf die Kursgewinne der Wandler. Aber auch die Entwicklungen der Credit Spreads und der impliziten Volatilitäten stützten die Assetklasse Wandelanleihen. Zwischen 10 und 15 %, je nach Strategie von defensiv bis offensiv, erzielte in der Regel ein Wandelanleihen-Portfolio im Jahr 2013 und war damit von keinem anderen Anleihensegment zu schlagen.

Der vierte wichtige Einflussfaktor auf Convertibles, die Zinsentwicklung, schlug dabei kaum zu Buche. Denn der Zinsanstieg war nicht besonders hoch. Und da Wandler im Schnitt keine sehr langen Restlaufzeiten aufweisen, reagierten sie deutlich weniger als andere Anleihegattungen. Zwar haben Wandelanleihen ebenfalls eine Zinskomponente, doch es besteht eine deutlich tiefere Zinssensitivität gegenüber „normalen“ Anleihen.

Für Wandler gilt: je höher die Zinsen, desto höher der Wert des Wandelrechts. Das ist ein positives Merk-

mal. Noch wichtiger ist jedoch das volle Umtauschrecht. Wandelanleiheninvestoren haben nicht nur das Recht die Aktie zu bekommen, sie veräußern dabei auch die Anleihe! Ein Kursverlust aus steigenden Zinsen bei gleichzeitig positiven Aktienmärkten kann im Vergleich zu einem gemischten Portfolio aus Renten und Aktien vermieden werden.

Eine Gratwanderung

Bei Investoren dürfte gerade in Erwartung des Ausstiegs aus der überliquiden Geldpolitik und deren Auswirkungen auf die Anleihenkurse gepaart mit Zinserhöhungstendenzen immer häufiger die Frage auftauchen, welche Assetklasse sich in diesem Umfeld eignet. Denn diese Marktsituation gleicht einer Gratwanderung und Investoren müssen sich für verschiedene Szenarien rüsten: für die Partizipation an weiter steigenden Aktienkursen und für den Schutz vor heftigen Rückschlägen.

So ist das asymmetrische Verhalten der Wandler sicher das Hauptargument für Anleger in diesem Jahr. Dieses Kursverhalten, welches nur Wandelanleihen innehaben, ist gleichbedeutend mit einer Timinghilfe. Die Timinghilfe entspricht einer Anlagestrategie, die Verluste begrenzt und Gewinne laufen lässt. Schwierige Investmententscheide werden dem Investor dadurch zum Großteil abgenommen. Die Wandelanleihe reduziert gewissermaßen selbstständig das Aktienexposure (= über die Wandelanleihe indirekt gehaltenes Aktienrisiko aufgrund der Wandoption) bei fallenden Märkten und erhöht es bei steigenden Börsen. Dieser Bremseffekt und dann wiederum das Einschalten des Turbos ist der entscheidende Unterschied zu einer Aktien/Renten-Strategie ohne Wandelanleihen. Denn häufig halten Anleger Verlustpositionen zu lange oder verkaufen im Aufschwung zu früh.

Beschränktes Risiko

Besonders hybride Wandelanleihen können im aktuellen Marktumfeld eine Lösung sein. Hier kauft man Papiere, die in der Nähe (+/- 15 %) des Rückzahlungspreises notieren. Daraus resultiert ein beschränktes Risiko. Denn eine Wandelanleihe in

diesem Kursbereich hat noch Anleihencharakter, damit ist das Kapital zu 90 % geschützt. Trotz des Kapitalschutzes reagieren hybride Wandelanleihen auf steigende Aktienkurse und partizipieren zu rund 50 bis 60 % an einem Anstieg der Aktie. Eine hybride Wandelanleihestrategie im klassischen Sinn verfügt daher über eine hohe durchschnittliche Schuldnerqualität, um dem Faktor Kapitalschutz gerecht zu werden.

Dabei ist entscheidend, dass ein hybrides Wandelanleihenportfolio ausnahmslos 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. Eine Wandelanleihe, die bei Kursen um 150 % oder höher notiert (Rückzahlung bei 100 %), hat immerhin ein Rückschlagrisiko von mindestens 33 %. Daraus folgt, dass die Papiere nach einem starken Kursanstieg verkauft und in defensivere Titel getauscht werden müssen. Das sichert gleichzeitig bisher erzielte Gewinne.

Nicht nur für Wandelanleiheninvestoren zeigt sich ein interessantes Umfeld. Auch für die Unternehmen verbesserten sich in jüngerer Vergangenheit die Rahmenbedingungen zur Lancierung von Convertibles. Das hängt zum einen mit den steigenden Aktiennotierungen und den Zinserhöhungstendenzen zusammen – und zum anderen mit verbesserten Wirtschaftsaussichten. Besonders Wachstumsunternehmen erkannten, dass sie sich in diesem Umfeld erfolgreich mit Wandlern refinanzieren können.

Viele Neuemissionen

Von den 2013 emittierten 96,5 Mrd. Dollar Neuemissionsvolumen (gemäß UBS und Thomson Reuters) entfallen daher rund zwei Drittel auf den Bereich Sub-Investment Grade. Doch seit September ist zu beobachten, dass Unternehmen mit dem besseren Rating Investment Grade wieder vermehrt Wandelanleihen emittieren. Sehr viel Neuemissionstätigkeit verzeichnete zum Beispiel Japan. Auch hinsichtlich der einzelnen Volumen kamen jüngst große Platzierungen auf den Markt. Elektromobil-Produzent Tes-

la sei genannt – die Firma emittierte zwei Papiere im Umfang von 0,8 und 1,2 Mrd. Dollar.

Der Markt der Wandelanleihen gehört zwar nach wie vor zu den kleineren Segmenten in der großen Anlagewelt, doch er ist sehr liquide. Nach zwei schwächeren Emissionsjahren legte das Volumen im Jahr

2013 immerhin um ein Drittel gegenüber 2012 zu. Nach einem ruhigen Januar entwickelte sich die Wandelanleihen-Emissionstätigkeit im Februar erfreulich. Mit 13 Emissionen im Umfang von 6,4 Mrd. Dollar standen nordamerikanische Unternehmen im Mittelpunkt. Und bei einem sich beruhigenden politischen

Umfeld darf in den kommenden Monaten mit einer breiten Palette weiterer Wandelanleiheemissionen gerechnet werden.

.....
Beat Thoma, Chief Investment Officer und Geschäftsführer Fisch Asset Management