

EWIG JUNGER KLASSIKER: WANDELANLEIHEN

Wandelanleihen stehen hoch im Kurs bei Investoren wie am Markt. Aufgrund der Rallye an den Aktienmärkten, der Entwicklung der Credit Spreads sowie der impliziten Volatilität stellen sie die Performance vieler anderer Investments, die oft mit deutlich höheren Risiken behaftet sind, in den Schatten. Gern unterschätzt werden die positiven Nebeneffekte, die Convertibles zu bieten haben.

VON KURT FISCH (Gründer von Fisch Asset Management, Zürich)

Seit fast vier Jahrzehnten verfolge ich die Finanzmärkte intensiv – für eine kurze Zeit als Finanzjournalist, für lange Zeit als Portfolio-Manager. Im Schatten der großen Themen wie Aktien, Devisen oder Staats- und Unternehmensanleihen faszinierte mich recht bald eine Anlageklasse: die Wandelanleihe. Der Grund dafür liegt in ihrer einmaligen Konstruktion, die schon vor mehr als 150 Jahren zur Finanzierung von Eisenbahngesellschaften in den Vereinigten Staaten ins Leben gerufen wurde. An Aktiengewinnen partizipieren, aber bei Aktienverlusten die Sicherheit von Anleihen genießen: genial.

Für mich sind Wandelanleihen ein ewig junger Klassiker. Sie stellen zwar bis heute kein Mainstream-Investment am Finanzmarkt dar und sind in der Berichterstattung in der Regel ein Nebenthema, doch das ist ungerechtfertigt. Gerade

hinsichtlich ihres eingebauten Airbags kommen Wandler doch so vielen Investoren in ihrem Naturell entgegen. Zwar sind Wandelanleihen keine eierlegende Wollmilchsau, doch generell ist das Chance-Risiko-Verhältnis beachtenswert.

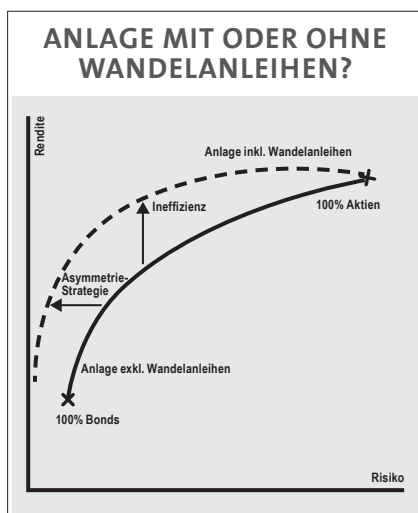
Langfristiges Ergebnis: rund zwei Prozent Mehrrendite

Zum Beweis dient ein langfristiger Vergleich. Der Zeitraum von Dezember 1996 bis ultimo April 2014 bringt es ans Licht: der Wandelanleihenindex UBS Global Convertible Bond geht mit einer jährlichen Rendite von 7,23 Prozent als Sieger hervor. Und der Anleihenindex ML Global Broad Market Corp (Bond Index) folgt mit einem jährlichen Plus von 5,54 Prozent dem Aktienindex MSCI AC World TR (LOC) mit einem durchschnittlichen Zuwachs von 6,39 Prozent pro Jahr. Das sind immerhin fast zwei Prozent Mehrrendite gegenüber herkömmlichen Anleihen und ein knappes Prozent Outperformance im Vergleich zu Aktien. In meinem erwähnten Beobachtungszeitraum gab es nur einen heftigen Ausreißer nach unten, als im Krisenjahr 2008 Hedge Funds mit ihren Verkäufen den Wandelanleihenmarkt in Bedrängnis brachten. Die Performance unterstreicht die dauerhafte Attraktivität der Wandler in der Asset Allocation. Mithilfe von Wandelanleihen lassen sich Effekte erzeugen, die weit über die Möglichkeiten einer normalen Aktien/Anleihen-Strategie hinausgehen. Die Wandelanleihe verhilft zu einer erstaunlichen Optimierung des Markttings in Verbindung mit einem effizienten Kapitalschutz. Zusätzlich kommt

es durch die Beimischung von Wandelanleihen zu einer enormen Reduktion des Gesamtrisikos im Portfolio, also zu einem spürbaren Diversifikationseffekt.

Erster positiver Zusatzeffekt: Asymmetrisches Kursverhalten

Auf den ersten Blick scheint die Wandelanleihe nichts anderes zu sein als eine Mischung aus einem Aktien- und einem Anleiheninvestment. Tatsächlich ergibt sich beim Einsatz von Wandelanleihen aber eine Reihe zusätzlicher Effekte, die selbst von professionellen Anlegern vielfach übersehen werden. Und gerade institutionellen Anlegern bietet die Wandelanleihe besonders interessante Eigenschaften: Ein wichtiges Merkmal ist das asymmetrische Kursverhalten – die Kombination aus garantiertem Rückzahlungspreis, der das Risiko begrenzt, und dem unlimitierten Kurspotenzial nach oben. Dank des Wandlungsrechts profitiert der Convertible-Bond-Investor von steigenden Aktienmärkten. Da aber kein Zwang zur Wandlung besteht, behält er bei schlechter Börsenlage die Anleihe und sichert sich damit eine garantierte Rückzahlung. Daher bietet die Wandelanleihe einen effizienten Kapitalschutz. Im Vergleich dazu sind Absicherungsstrategien über Put-Optionen wesentlich teurer. Damit entspricht der Wandler ganz besonders den Anforderungen von Anlegern, denen Sicherheit wichtig ist. Asymmetrie kann in einem Portfolio mit Aktien und Anleihen auch nur erzeugt werden, indem man Aktien in steigenden Märkten zukauf beziehungsweise in fallenden Märkten verkauft. Diese Strategie, Port-



Quelle: Fisch Asset Management

folio Insurance genannt, ist aber mit enormen Kosten verbunden. Hinzu kommt die Schwierigkeit, bei sehr schnellen Marktbewegungen nicht mehr rechtzeitig handeln zu können. Damit bleibt ein „gap risk“, ein Risiko im Fall schneller Marktbewegungen, bestehen. Sowohl dieses als auch hohe Handelskosten entfallen bei Wandelanleihen, was sich auf die Effizienz der Investition auswirkt.

Zweiter positiver Zusatzeffekt: Timing-Hilfe in kritischen Zeiten

Aus der angesprochenen Asymmetrie ergibt sich zusätzlich noch ein vielerorts wenig beachteter Effekt. Denn Asymmetrie ist gleichbedeutend mit „Timing-Hilfe“. Die Timing-Hilfe entspricht einer Anlagestrategie, die Verluste begrenzt und Gewinne laufen lässt. Schwierige Anlageentscheidungen bleiben dem Investor dadurch teilweise erspart. Denn der Wandler reduziert gewissermaßen „selbstständig“ das Aktien-Exposure in fallenden Märkten und erhöht es bei steigenden Börsen. Und dies ist der entscheidende Unterschied zu einer Aktien/Renten-Strategie ohne Wandelanleihen. Häufig halten Anleger – auch professionelle – Verlustpositionen zu lange oder verkaufen im Aufschwung zu früh. Man kann daher auch sagen, dass die Wandelanleihe hilft, Denkfehler in der Anlegerpsychologie auszuschalten. Besonders nützlich ist diese Timing-Hilfe durch Wandler in schwierigen und volatilen Börsenphasen. Hier werden mit reinen Aktienanlagen in der Regel kostspielige Fehler begangen, die sich mit Wandelanleihen-Investments elegant umgehen lassen. Für die äußerst angenehme Eigenschaft der Asymmetrie beziehungsweise der Timing-Hilfe ist selbstverständlich ein Preis zu zahlen. Denn Wandelanleihen weisen gegenüber gewöhnlichen Anleihen eine niedrigere Verzinsung sowie einen – allerdings nur leichten – Zeitwertverfall auf, wenn sich an der Börse nicht viel bewegt.

Dritter positiver Zusatzeffekt: Reduzierte Zinssensitivität

Wie gewöhnliche Anleihen reagieren Wandelanleihen auch auf Zinsschwan-

kungen. Doch es besteht eine deutlich niedrigere Zinssensitivität. Es handelt sich hier um eine Folge der Bewertungsmodelle. Es gilt: je höher die Zinsen, desto höher der Wert des Wandelrechts. Denn aus theoretischer Sicht ist das Wandelrecht nichts anderes als eine Call-Option. Und Call Options reagieren Black & Scholes zufolge positiv auf steigende Zinsen. Damit wird ein Teil des Verlusts auf der Anleihenseite kompensiert.

Was die Performance betrifft, ist aber nicht nur die langfristige Betrachtung erfreulich; auch die vergangenen zwei Jahre ließen Wandelanleihen-Investoren strahlen. Die Rallye an den Aktienmärkten war der treibende Faktor für die Kursgewinne der Wandler. Aber auch die Entwicklung der Credit Spreads und der impliziten Volatilitäten stützten die Assetklasse Wandelanleihen. Der wichtige Einflussfaktor für Wandler, die Zinsentwicklung, schlug dabei kaum zu Buche. Denn der Zinsanstieg war nicht besonders stark. Und da Wandler im Schnitt keine sehr langen Restlaufzeiten aufweisen, reagierten sie deutlich weniger als andere Anleihengattungen. Zwischen zehn und 15 Prozent Rendite, 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.

Beschränktes Risiko: Hybride Wandelanleihen

Bei Investoren dürfte gerade in Erwartung des Ausstiegs aus der extrem liquiden Geldpolitik und angesichts dessen Auswirkungen auf die Anleihenkurse gepaart mit Zinserhöhungstendenzen immer häufiger die Frage auftauchen, welche Assetklasse sich in diesem Umfeld eignet. Die 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 und im kommenden Jahr. Besonders hybride Wandelanleihen können im aktuellen Marktumfeld eine Lösung sein. Hier erwerben Investoren

tiAmKOMPAKT

- ➔ 2013 brachten Wandelanleihen-Portfolios zwischen zehn und 15 Prozent Ertrag; auch langfristig zählen sie zu den Outperformern.
- ➔ Positive Nebeneffekte wie das asymmetrische Kursverhalten oder die geringe Zinssensitivität werden oft übersehen.
- ➔ Im Vergleich zu herkömmlichen Anleihen unterliegen Convertible Bonds meist einem Zeitwertverfall und sind mit einem niedrigeren Kupon ausgestattet.
- ➔ Hybride Wandelanleihen mit aktuellen Konditionen erscheinen attraktiv, da sie zu 90 Prozent Anleihencharakter haben und daher viel Sicherheit bieten.

Papiere, die in der Nähe (plus/minus 15 Prozent) des Rückzahlungspreises notieren. Daraus resultiert ein beschränktes Risiko. Denn eine Wandelanleihe in diesem Kursbereich hat noch Anleihencharakter, damit ist das Kapital zu 90 Prozent geschützt. Trotz des Kapitalschutzes reagieren hybride Wandelanleihen auf steigende Aktienkurse und partizipieren zu rund 50 bis 60 Prozent an einem Anstieg der Aktien. Eine Strategie mit hybriden Wandelanleihen im klassischen Sinn zeichnet sich daher durch eine hohe durchschnittliche Schuldnerqualität aus und wird so den Anforderungen an den Kapitalschutz gerecht.



Autor: Kurt Fisch
Gründer von Fisch Asset
Management, Zürich