

Wandelanleihen: überdurchschnittliche Renditen bei geringem Risiko



Obligationen bieten Anlegern stabile Erträge, allerdings zum Preis eines begrenzten Kurssteigerungspotentials. Bei Aktien ist dieses Potential, aber auch das Risiko, wesentlich höher. Wandelanleihen – festverzinsliche Obligationen, die in Aktien umgewandelt werden können – vereinen die Vorteile beider Extreme.

*Von Adrian Hope
Managing Director
Jefferies Asset Management AG*

Wandelanleihen bieten die Vorzüge von Obligationen mit regelmässigen Zinszahlungen, festen Rücknahmedaten und hoher Sicherheit; gleichzeitig verfügen sie über das praktisch unbegrenzte Kurssteigerungspotential von Aktien.

Die Coupons auf Wandelanleihen liegen in der Regel tiefer als bei herkömmlichen Obligationen, und der Wandelpreis liegt gegenwärtig über den aktuellen Aktienkursen. Insbesondere für Unternehmen, die ihren Aktienkurs als zu niedrig und die Aktie selber als zu wenig liquid erachten, um eine Eigenkapitalfinanzierung zu rechtfertigen, sind Wandelanleihen

eine interessante Emissionsalternative. Wandelanleihen eignen sich aber auch für Unternehmen, die auf möglichst tiefe Fremdfinanzierungskosten achten müssen. So betrachten vor allem auch viele Wachstumsgesellschaften Wandelanleihen als attraktive Finanzierungsform. Reifere Unternehmen – namentlich in Europa – sehen in Wandelanleihen ein interessantes Instrument zur Veräusserung strategischer Beteiligungen an anderen Gesellschaften. In solchen Fällen sind die Wandelanleihen so beschaffen, dass sie in Aktien der Tochtergesellschaft und nicht des Emittenten umgetauscht werden können.

2500 Wandelanleihen für US\$ 550 Milliarden

Wandelanleihen gehören auf dem Kapitalmarkt seit langem zu den etablierten Emissions- und Anlageinstrumenten. Der boomende Eisenbahnbau in den USA in den 1850er Jahren führte zu einer Emissionsflut, die seither nicht mehr abgeflaut ist.

Heute umfasst der Wandelanleihenmarkt schätzungsweise 2500 Einzulemissionen mit einer Marktkapitalisierung von insgesamt rund US\$ 550 Milliarden. Besonders in Europa sind die Wachstumsraten enorm. So hat sich der Markt hier in den vergangenen drei Jahren nahezu verdreifacht und weist heute ein Volumen von US\$ 150 Milliarden auf. Aber auch in den Vereinigten Staaten legte der Markt im letzten Jahr markant zu und stieg von US\$ 120 Milliarden auf US\$ 150 Milliarden.

Obwohl US\$ 550 Milliarden eine beachtliche Marktkapitalisierung darstellen, ist der Wandelanleihenmarkt verglichen mit dem Aktien- oder Obligationenmarkt nach wie vor verschwindend klein. In den USA entspricht er beispielsweise erst knapp 5% der Gesamtkapitalisierung des Aktienmarktes.

Wandelanleihen als eigene Anlagekategorie

Wandelanleihen werden von traditionellen Anlegern in ihrer globalen Asset Allocation oft vernachlässigt. Damit eröffnet sich spezialisierten Vermögensverwaltern die Möglichkeit, besondere Anlageverfahren anzubieten, die das Potential dieses Marktes bestmöglich ausschöpfen.

Eine der häufigsten Formen solcher spezialisierter Anlagestrategien sind Hedge Funds zur Wandelanleihen-Arbitrage. In der Tat zählt diese Form von Hedge Funds, die seit einigen Jahren beeindruckende Performancezahlen ausweist, zu den am weitesten verbreiteten. Diese Fonds stützen sich auf ausgeklügelte mathematische Modellberechnungen, um von den Kursdifferenzen zwischen den Wandelanleihen einerseits und den ihnen zugrundeliegenden Aktien- und Kreditmärkten andererseits zu profitieren.

Chancen und Risiken

Solche Strategien sind zwar erfolgreich, sie stützen sich aber auf Techniken, die ein erhebliches Risiko mit sich bringen. So braucht es einen hohen Fremdkapitalanteil, um aus kleinen Preisdifferenzen attraktive Anlageerträge zu realisieren. Damit diese Rechnung aufgehen kann, sind überdies hoch liquide und volatile Aktienmärkte, frei belehbare Aktien und stabile Kreditbedingungen unabdingbar. Diese Voraussetzungen waren im Jahr 2000 gegeben und resultierten in beeindruckenden Performancezahlen. Wenn sich die Rahmenbedingungen aber ändern, könnte es zu Geldabflüssen aus diesen Fonds und zu einer Liquiditätskrise kommen. Dies war bereits 1994 und erneut 1998 der Fall. Das Risiko, dass sich ein solches Szenario in der Zukunft wiederholt, kann nicht ausgeschlossen werden.

Ertragssteigerung bei beschränktem Risiko

Jefferies Asset Management verfolgt eine andere Strategie. Ziel ist es, unter Einsatz eines aktiven Anlageprozesses vom Potential der Wandelanleihen zu profitieren. Diese Strategie erwirtschaftet – ohne Fremdfinanzierung – im Vergleich zu traditionellen und nicht-traditionellen Anlagen bei geringerem Risiko und höherer Stabilität überdurchschnittliche Erträge. Als Massstab dient dabei der «AAA-Obligationenanleger», der nach Möglichkeiten sucht, seine Ertragssituation zu verbessern, ohne ein übermässiges Risiko einzugehen. Dieses Ziel kann erreicht werden, indem ein kleiner Teil eines Portfolios in alternative Anlageinstrumente, die sich durch ein unabhängiges Kursverhalten auszeichnen, investiert wird. Dazu gehören hoch verzinsliche Obligationen und Aktien genauso wie nicht-traditionelle Anlagen.

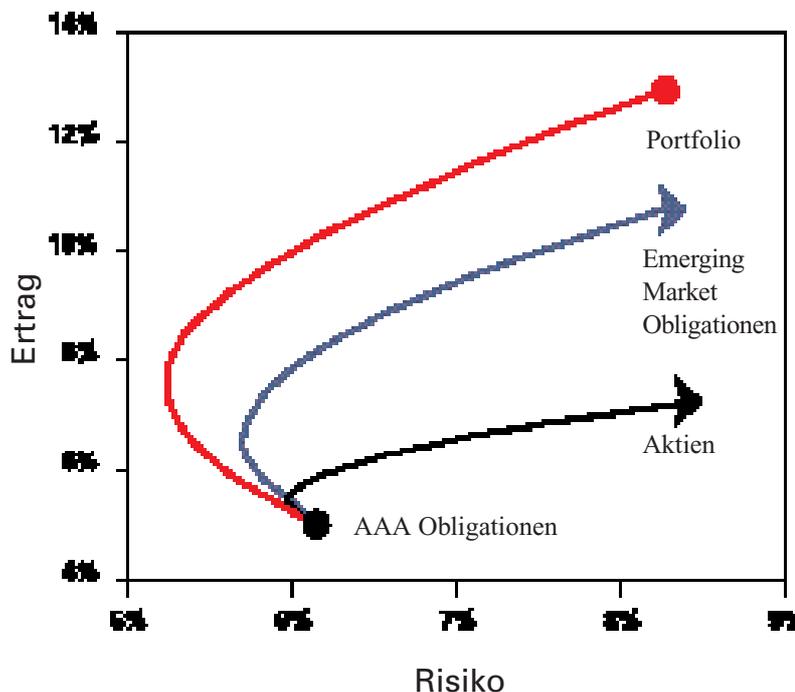
Portfolio-Diversifikation mit Wandelanleihen

Das wichtigste Argument, das für Wandelanleihen spricht, ist die Tatsache, dass Wandelanleihen für Obligationenanleger mit geringer Risikoneigung ein optimales Instrument darstellen, die Erträge ihrer Portfolios zu steigern, ohne das Risiko zusätzlich zu erhöhen.

Jefferies Asset Management unterhält eine einzigartige Datenbank mit

Risiko und Ertrag im Vergleich

Wandelanleihen-Portfolio, Aktien und Obligationen; Februar 1995 bis Juni 2000



Mit dem Einsatz von Wandelanleihen («Portfolio») lässt sich ein markant besseres Risiko-Ertrags-Verhältnis erzielen als ausschliesslich mit Aktien oder Obligationen.

Informationen über die Kursentwicklung von Wandelanleihen auf allen wichtigen Märkten der Welt, die bis ins Jahr 1993 zurückreicht. Darüber hinaus verfügt die Gesellschaft über einen lückenlosen Track Record im Management reiner, langfristig orientierter und nicht spekulativer Anlagen in Wandelanleihen seit Januar 1995.

Die Grafik «Risiko und Ertrag im Vergleich» vergleicht die Performance einer Strategie, die Wandelanleihen einsetzt, mit herkömmlichen Anlageinstrumenten; die Vorteile, die eine Portfolio-Diversifikation mit Wandelanleihen mit sich bringt, sind offensichtlich. Der Hinweis auf historische Erfolgsdaten ist indes nicht genug. Ebenso wichtig ist das Verständnis, wie und unter welchen Voraussetzungen diese Ergebnisse möglich wurden, damit sich die Erfolge in der Zukunft wiederholen lassen.

In einem Marktumfeld rückläufiger Kurse kann die Performance von Wandelanleihen im Vergleich zu Aktien stets mit beeindruckenden Zahlen aufwarten. Bei steigenden Märkten dagegen fällt die Performance von Wandelanleihen gegenüber Aktien immer bescheidener aus. Aussagekräftige Schlussfolgerungen sind deshalb nur dann möglich, wenn das Preisverhalten von Wandelanleihen in verschiedenen Marktzyklen und über einen längeren Zeitraum hinweg überprüft werden kann.

Der Jefferies Umbrella Fund

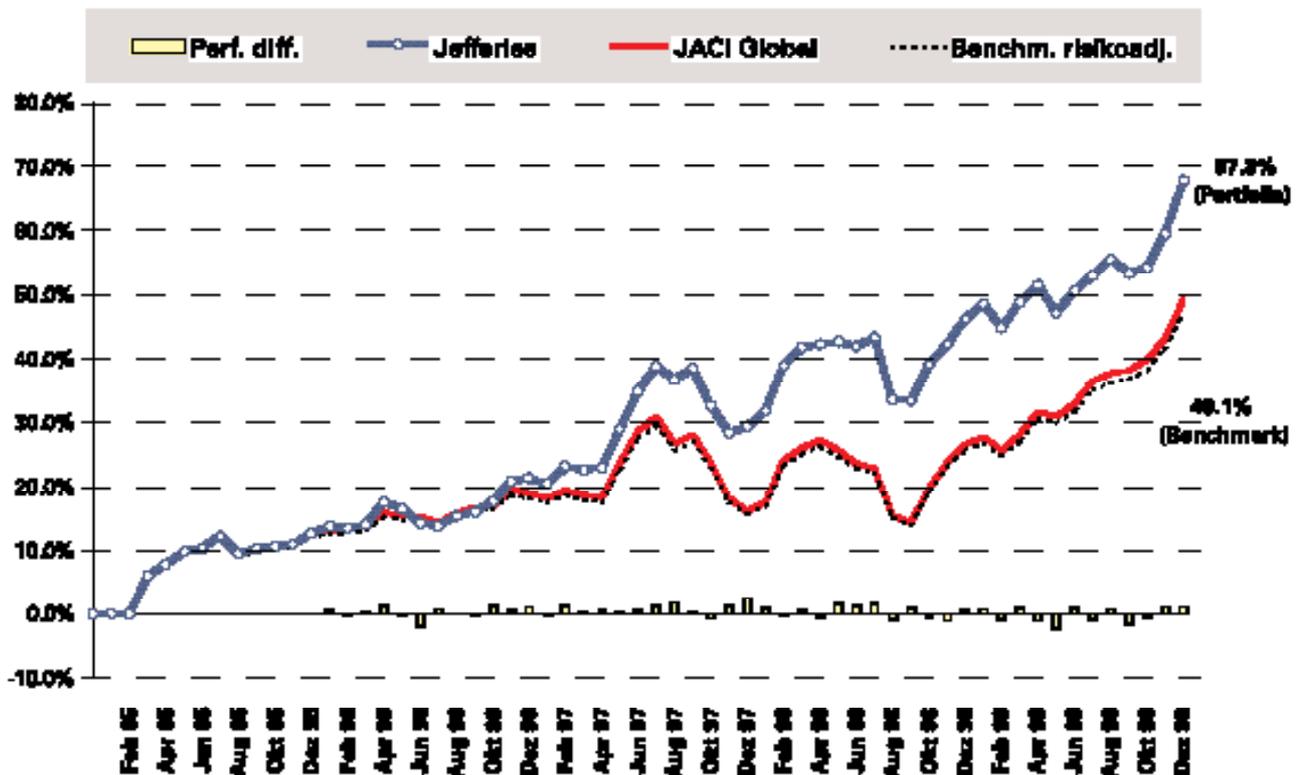
Jefferies Asset Management bietet seinen Kunden neben der individuellen Mandatsverwaltung neu auch einen speziellen Wandelanleihenfonds an, den Jefferies Umbrella Fund.

Der Jefferies Umbrella Fund ist ein modularer Fonds, der sich sowohl für institutionelle als auch für private Investoren eignet, die ihr Portfolio mit einem attraktiven Spezialprodukt diversifizieren und optimieren möchten.

Der Jefferies Umbrella Fund, eine Investmentgesellschaft mit variablem Kapital nach Luxemburger Recht, entstand im September 2000 durch Umstrukturierung des «The Managed Convertible Fund». Das Gesuch für die Anpassung der bestehenden Vertriebsbewilligung durch die Eidg. Bankenkommision ist in Vorbereitung (Stand November 2000).

Performancevergleich

Jefferies-Portfolio und Benchmark, monatlich (Säulen) und kumuliert (Linien)



Seit 1995 erzielte das Jefferies-Wandelanleihen-Portfolio eine deutliche Überperformance gegenüber dem Benchmark.

Wandelanleihen – unterschätzt und zu wenig genutzt

Die tatsächlichen Vorzüge von Wandelanleihen sind der breiten Öffentlichkeit auch heute noch wenig bekannt und werden oft falsch eingeschätzt. Jefferies Asset Management hat aus diesem Grund eine Studie über Wandelanleihen publiziert, die zum besseren Verständnis beitragen soll (s. Buchtip auf Seite 75). Die detaillierten

Informations- und Researchdaten werden für die Weiterentwicklung des eigenen Anlageprozesses herangezogen.

Wandelanleihen werden trotz ihrer unbestrittenen Vorteile von den Anlegern nach wie vor zu wenig genutzt. Der Umstand, dass sie wegen ihrer geringen Verbreitung und ihren komplexen Charakteristiken von Preisineffizienzen geprägt sind, eröffnet speziali-

sierten Asset Managern die Chance, ihren Kunden zu Ertragssteigerung bei bescheidenem Risiko zu verhelfen. Gerade im derzeit besonders anspruchsvollen Anlageumfeld wären sowohl institutionelle als auch private Anleger gut beraten, sich noch mehr mit den Vorteilen auseinanderzusetzen, die ihnen Wandelanleihen nachweislich bieten können.

Die schönsten Hotels der Schweiz, Deutschlands, Österreichs,
Lichtensteins, Spaniens und Tansanias

www.private-magazine.ch