

Wandelanleihen: stille Stars unter den Wertpapieren

In letzter Zeit wurde in den Medien immer mehr über die Vorzüge von Wandelobligationen berichtet. Die Wandelanleihe ist zum stillen Star der Wertpapiere avanciert. Verschiedene Studien untermauern die Steigerung der Effizienzgrenze durch die Beimischung von Wandelobli-

gationen in einem Portfolio: Mit 10% Wandelanleihen in einem diversifizierten Portfolio lässt sich im Vergleich zu einem Portfolio ohne Wandelanleihen der Ertrag bei gleichem Risiko steigern oder mit weniger Risiko der gleiche Ertrag erzielen.



Von Gianluca Biggi
Portfolio Manager
und Stellvertretender Direktor
Jefferies Asset Management AG, Zürich

Die Gründe für diese Resultate sind so vielfältig wie das Finanzinstrument selbst. Eine Wandelanleihe bietet dem Investor die Option, seine Titel während der gesamten Laufzeit in Aktien umzutauschen, was ihm ermöglicht, von steigenden Aktienmärkten zu profitieren. Er kann seine Papiere aber auch bis zum Verfalldatum behalten, sollte sich der Aktienkurs nicht nach seinen Vorstellungen entwickeln, was ihn zur Rückerstattung des Nominalwertes berechtigt. Wird der gesamte Wandelanleihenmarkt betrachtet, so gilt als Faustregel, dass Wandelanleihen die Aufwärtsentwicklung von Aktien zu rund zwei Dritteln mitmachen, die Abwärtsbewegung jedoch nur zu rund einem Drittel – ein optimales Verhältnis von Ertrag und Risiko. Die Lebendig-

keit des Wandelanleihemarktes erklärt einen grossen Teil der Attraktivität von Wandlern. Da diese, im Gegensatz zu Aktien, eine Laufzeit aufweisen, muss sich der Markt mit Neuemissionen ständig regenerieren. Dies bedeutet für den Anleger, dass er ein Papier nicht unendlich lange halten kann, sondern maximal bis zu dessen Verfall. Dies wiederum zwingt ihn indirekt, bei steigenden Aktienmärkten Gewinne ins Trockene zu bringen, und bewahrt ihn vor allfälligen Verlusten bei Kursrückschlägen. Bei fallenden Aktienmärkten kann er nach der Rückzahlung in neue Papiere investieren, mit einer höheren Aktienmarktpartizipation.

Neuemissionen kommen in der Regel 1 bis 4% zu günstig auf den Markt – ein angenehmer Preisvorteil für die Investoren. Dank ihrem hybriden Charakter können Wandler während ihrer Laufzeit zu Aktien oder Obligationen mutieren. Je mehr sich der Aktienkurs dem Ausübungspreis nähert, desto aktiensensitiver wird die Wandelanleihe. Im Fall von sinkenden Aktienkursen nimmt sie die Eigenschaften von herkömmlichen Obligationen an. Entsprechend kann sich die Aktiensensitivität während der Laufzeit ständig verändern. Was für den Investor den Vorteil hat, dass sich ohne sein Eingreifen sein Aktienexposure bei boomenden Märkten erhöht, während es sich bei fallenden Märkten reduziert. Dies nimmt dem Anleger den schwierig zu fällenden und oft verpassten Timingentscheid ab.

Obwohl die Wandelobligation in den Grundzügen schnell einmal verstanden wird, gibt es dennoch einige Fallstricke, die ein spezialisiertes Know-how erfordern. Gerade in unsicheren Zeiten ist der defensive Cha-

rakter des Wandlers mit seiner Obligationenkomponente besonders gefragt. Der entscheidende Faktor hierbei ist der Bond Floor. Er widerspiegelt den Wert des Obligationenteils des Wandlers ohne die Umtauschoption. Zu seiner Berechnung werden folglich diejenigen Parameter beigezogen, die zur Kalkulation von herkömmlichen Obligationen benötigt werden, wie Zinscoupons, Verfalldatum, Art der Obligation (z.B. nachrangig), Rückzahlungspreis, allfällige Call Features und der Kreditspread. Letzterem kommt eine bedeutende Rolle bei der Bestimmung des Bond Floors zu, und so wird zur Bewertung von Wandlern oft auf das Kreditspread-Modell abgestützt. Der Kreditspread reflektiert indirekt die Bonität eines Unternehmens und lässt sich vom Wert des Unternehmens ableiten. Somit fliesst der Aktienkurs bei der Bewertung der Wandelanleihe, und vor allem deren Bond Floor, mit

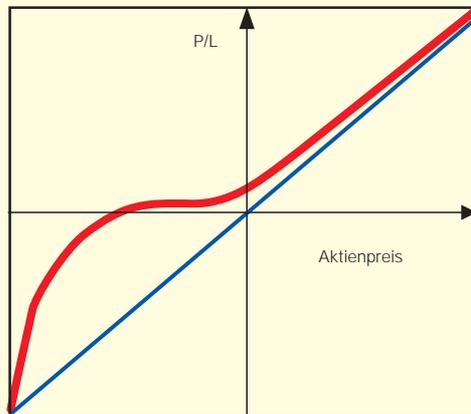
Eine Wandelanleihe bietet dem Investor die Option, seine Titel während der gesamten Laufzeit in Aktien umzutauschen, um von steigenden Aktienmärkten zu profitieren. Er kann seine Papiere aber auch bis zum Verfall behalten, was ihn zur Rückerstattung des Nominalwertes berechtigt.

ein. In diesem Modell ist die Obligationenkomponente keine Konstante mehr, sondern schwankt mit der Veränderung des Aktienkurses: Je tiefer die Aktie notiert, desto höher ist die Kreditrisikoprämie, und folgerichtig fällt der Bond Floor. In die andere Richtung gelten dieselben Mechanismen mit umgekehrten Vorzeichen. Die Abhängigkeit zwischen Kreditspread und Aktienkurs lässt sich mit der Konkurs-Wahrscheinlichkeit erklären. Je tiefer die Aktie fällt, desto mehr wird das Überleben einer Firma in Frage gestellt. Dies und die Berücksichtigung des Verfalldatums der Wandelanleihe sind insofern bei der Analyse des Bond Floors einzubeziehen, als dieser das Verlustpotential aufzeigt. Dementsprechend sind die Kreditqualität des Schuldners und die Struktur der Wandelobligation besonders wichtig.

Europa bietet hier die beste Plattform. Gut 80% der ausstehenden Wandler bewegen sich im Investment-Grade-Bereich. Eine interessante Klasse bilden die sogenannten «Exchangeable Bonds». Diese erlauben dem Investor, in ein Unternehmen zu wandeln, das nicht identisch mit jenem des Schuldners ist. Emittenten begeben solche «Exchangeable Bonds» oft zur Reduktion oder Eliminierung von Beteiligungen. Es könnte nun argumen-

Das Renditeverhalten von Wandelanleihen

Wandelanleihe



- Anleihe mit Aktienumwandlungsoption für Anleger
- Gläubigerstatus mit unbegrenztem Aufwärtspotential
- Bevorzugtes Finanzierungsinstrument für wachstumsstarke Sektoren
- Komplexes derivatives Instrument

Wandelanleihen machen die Aufwärtsbewegungen von Aktien zu zwei Dritteln mit, die Abwärtsbewegungen jedoch nur zu einem Drittel – ein optimales Risiko-/Ertrags-Verhältnis.

tiert werden, dass solche Bonds risiko-behafteter sind als klassische Wandelobligationen, da zwei Unternehmen analysiert werden müssen. Dies ist jedoch nicht der Fall, da der Investor faktisch doppelt profitieren kann. Der Zusammenhang zwischen Kreditspread und Aktienkurs entfällt bei diesen Papieren vollständig. Sinkt der Aktienkurs, bedeutet das nicht, dass sich die Kreditqualität des Schuldners verschlechtert, da es sich ja um zwei verschiedene Firmen handelt. Somit entfällt der Schutz des Bond Floors nicht just in jenem Moment, in dem er am nötigsten wäre. Bei einer Verschlechterung der Kreditqualität des Schuldners hat der Anleger die Möglichkeit, den Wandler zugunsten der Aktie umzutauschen. Je unterschiedlicher die Sektoren des Emittenten und der unterliegenden Aktie sind, desto mehr Schutz bietet ein «Exchangeable Bond». Speziell in Europa wurde in letzter Zeit diese Emissionsweise von Staaten genutzt, die so ihre Staatsbeteiligungen reduzieren konnten, wie der europäische Telekomsektor gut belegt.

Der Bond Floor ist indes nur ein Mosaikstein beim Wandelanleihen-

Management, denn in erster Linie ist für den Investor das Potential nach oben von Interesse. Sensitivitätsanalysen sind ein adäquates Instrument hierzu. Damit diese eine verlässliche Aussage in bezug auf Risiko/Ertrag eines Wandlers machen können, ist auf die korrekten Inputfaktoren und die Ausgestaltung der Wandelobligation zu achten: Sind Fremdwährungen einzubeziehen? Wie werden die Dividenden behandelt? Was passiert bei Übernahmen? Hat die Anleihe Calls, Puts oder sonstige Hürden? Mit mathematischen Modellen kann zwar der «faire Wert» des Wandlers ermittelt werden – es ist indes entscheidend, den Wald vor lauter Bäumen nicht zu übersehen. Die fundamentalen Daten der Wirtschaft und der einzelnen Unternehmen liefern wichtige Grundlagen, dennoch bleibt das Verwalten von Wandelobligationen trotz der Vielzahl quantitativer Kriterien keine exakte Wissenschaft. Genausowichtig für den spezialisierten Portfolio Manager sind auch seine Erfahrung, sein Instinkt und der «richtige Riecher», um für den Anleger die beste Performance zu erzielen. ■

Das Verwalten von Wandelobligationen bleibt trotz der Vielzahl quantitativer Kriterien keine exakte Wissenschaft. Genausowichtig sind die Erfahrung, der Instinkt und der «richtige Riecher» des Portfolio Managers, um für den Anleger die beste Performance zu erzielen.