

Wandelanleihen: Zauberformel der Finanzdruiden?

Kommt Zeit, kommt Rat, kommt Rendite. Dieses leicht abgewandelte Sprichwort trifft den Nagel auf den Kopf, schaut man sich die grafischen Darstellungen an, in denen Wandelanleihenindizes mit den beiden wichtigsten Anlageklassen Aktien und Obligationen verglichen werden. Und mit jedem Jahr, das verstreicht, scheint die Aussagekraft untermauert zu werden: Die Wandelanleihenindizes bleiben unangefochten an der Spitze. Konkret konnten die Wandelanleihen über eine Periode von schon mehr als zwölf Jahren die höchsten Renditen erwirtschaften. Sie haben sogar die Aktien hinter sich gelassen, und dies erst noch bei einem bedeutend geringeren Risiko als die Beteiligungspapiere. Der aufmerksame Leser mag sich die Frage stellen, ob die Zeitperiode nicht willkürlich so gewählt wurde, dass der Chart möglichst gut aussieht. Oder ist die Wandelanleihe tatsächlich ein Zauberinstrument, das für jeden Zyklus das richtige Rezept aufzuweisen hat?



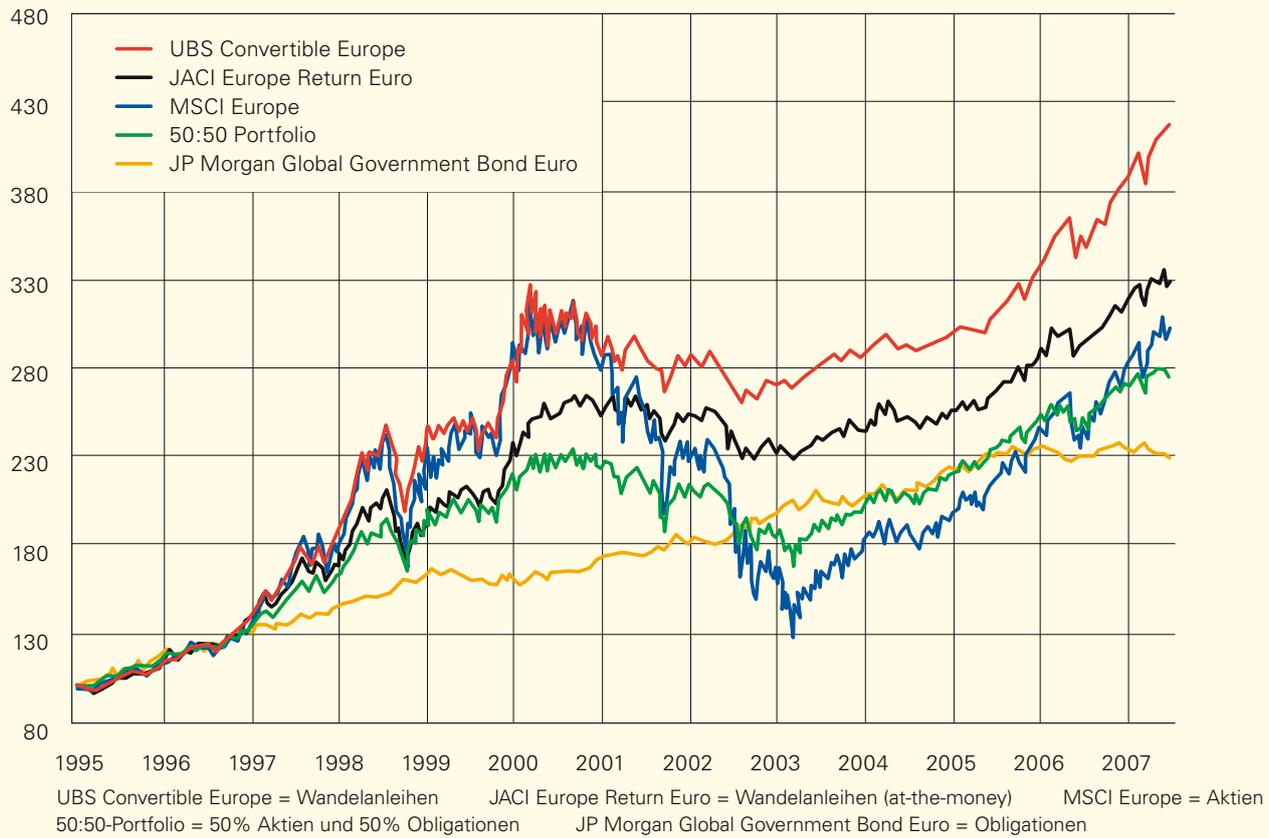
*Von Gianluca Biggi, CEFA
Senior Portfolio Manager
Jefferies (Schweiz) AG, Zürich*

Die Zauberformel für das ertragreiche Abschneiden der Wandelanleihe ist in ihrem hybriden Charakter zu suchen. Das Produkt hat jedoch nicht zuletzt aufgrund dieser hybriden Eigenschaften den Ruf, ein komplexes Finanzinstrument zu sein. Es gibt tatsächlich einfachere zu verstehende Finanzinstrumente, will man seine Zeit und vorab sein Geld investieren. Aktien und Obligationen sind weit verbreitet und auch besser bekannt. In ihren Grundzügen ist die Wandelanleihe jedoch einfach erklärt: Sie ist eine Schuldverschreibung, die dem Gläubiger freie Wahl lässt, während einer bestimmten Frist zu im voraus festgelegten Bedingungen seine Anleihe in Aktien zu wandeln. Bei Verfall ist der Wert der Wandelanleihe entweder gleich ihrem Nominalwert oder dem Wert der Aktien, in welche sie umgetauscht werden kann – welcher Wert auch immer der grössere ist.

Verhaltensmuster, Marktumfeld und Performance

Die Wandelanleihe kann während ihrer Laufzeit verschiedene Verhaltensmuster aufweisen. Und wenn man sich diese Verhaltensmuster genauer an-

Wandelanleihen, gemischte Portfolios und Indizes 1995 bis 2007



schauf, wird schnell klar, in welchem Marktumfeld die Charakteristiken einen positiven bzw. negativen Performancebeitrag leisten.

Auf welche Parameter die Wandelanleihe hauptsächlich reagiert, hängt primär davon ab, wo der Kurs der zugrundeliegenden Aktie im Verhältnis zum Wandlungspreis liegt (Preis, zu dem die Aktien bei der Umwandlung bezogen werden können). Liegt der Aktienkurs noch deutlich unter dem Wandlungspreis, ist die Wahrscheinlichkeit gering, dass der Anleiheninhaber von seinem Wandelrecht Gebrauch macht. Dementsprechend wird sich die Wandelanleihe in dieser Phase ähnlich wie eine herkömmliche Obligation bewegen. Das heisst, das Papier wird hauptsächlich auf Zinssatzveränderungen sowie auf Änderungen in den Markteinschätzungen betreffend der Bonität des Schuldners reagieren. Nur ein beträchtlicher Kursanstieg des Basiswertes hätte einen Einfluss auf den Wandelanleihenpreis. Dies bedeutet, dass die Wandelanleihe in dieser Phase fast immun gegen sinkende Aktienkurse ist, aber nur, wenn der Aktienkurs des Emittenten nicht so

stark fällt, dass die Rückzahlungsverpflichtung angezweifelt wird.

Anders sieht es hingegen aus, wenn der Kurs des Basiswertes klar über den Wandlungspreis hinaus steigt. In diesem Fall ist die Wahrscheinlichkeit, dass der Investor von seinem Wandelrecht Gebrauch macht, sehr hoch. In dieser Phase reagiert denn die Wandelanleihe auch beträchtlich auf Aktienkursveränderungen. In der Regel wird der Wandelanleihenpreis einiges über dem Nominalwert notieren, was zwar die Empfindlichkeit gegenüber Zinssatzveränderungen vernachlässigbar macht, aber das Verlustpotential bei Kursrückschlägen der Aktien erheblich erhöht.

Liegt der Aktienkurs in der Nähe des Wandlungspreises, weist die Wandelanleihe ein äusserst attraktives Risiko/Ertrags-Profil auf. Wandelanleihen in diesem Bereich werden oft auch als «echte» Wandelanleihen oder «ausgewogene» Wandelanleihen bezeichnet. Die Asymmetrie, welche die Wandelanleihe in dieser Phase aufweist, ermöglicht es ihr, bei steigendem Aktienkurs stärker zu profitieren als sie von Kursrückschlägen mitgezo-

gen würde. Dieser Bereich ist auch jener, bei dem der Wandelanleihenpreis am stärksten auf Volatilitätsveränderungen reagiert.

Wandelanleihenspezialisten können anhand der impliziten Volatilität beurteilen, ob eine Wandelanleihe teuer oder billig bewertet ist. Je günstiger die Bewertung ist, desto ausgeprägter ist die Asymmetrie des Produktes, was einem sehr attraktiven Risiko/Ertrags-Verhältnis gleichkommt.

Vergleich mit Aktien und Obligationen

In der grafischen Darstellung (s. oben), in welcher die Wandelanleihen mit den Hauptanlageklassen verglichen werden, sind zwei unterschiedliche Wandelobligationenindizes aufgeführt. Es handelt sich dabei um zwei europäische Wandelanleihenindizes, den Jafferies Active Convertible Index (JACI) Europe und den UBS Convertible Europe Index. Beide Indizes haben indes unterschiedliche Kriterien in bezug auf die Wahl der zulässigen Titel für ihren Index und deren Gewichtung. Der Hauptunterschied liegt darin, dass beim JACI Europe das Hauptaugen-

merk auf die sogenannten «echten» Wandelanleihen gelegt wird, während beim UBS Convertible Europe Index nicht nur die ausgewogenen Wandelanleihen aufgenommen werden, sondern das ganze europäische Wandelanleihenuniversum unter Einhaltung verschiedener Kriterien, wie zum Beispiel dem Emissionsvolumen oder der Liquidität. Der markanteste Unterschied zwischen den beiden Wertweiser manifestiert sich anhand der Aktiensensitivität, ausgedrückt mit dem Delta. In einer Phase steigender Aktienmärkte, wie dies seit dem Frühjahr 2003 beobachtet werden kann, bewegen sich die einzelnen Aktienkurse der Basiswerte im Durchschnitt langsam aber sicher über deren Wandlungspreis. Dies kommt einer erhöhten Aktiensensitivität gleich.

Zurzeit liegt das Delta des UBS-Indexes bei rund 65% – knapp unter dem Höchststand von nahezu 75% vor dem Platzen der Technologieblase im Jahre 2000. Mit den fallenden Aktienmärkten sind die Kurse der zugrundeliegenden Basiswerte der Wandelanleihen auch gestrauchelt und notierten mit der Zeit weit unter ihrem Wandlungspreis. Das Delta hat sich von seinem Höchststand Anfang 2000 um rund 65 absolute Prozentpunkte reduziert und nach drei Jahren bei knapp unter 10% den Tiefststand erreicht. Das Interessante hierbei ist, dass kein aktiver Entscheid gefällt werden musste in bezug auf einen allfälligen Auf- oder Abbau des Aktienrisikos. Dies hat die Wandelanleihe dank ihrem hybriden Charakter für den Investor übernommen. Bei einem «At-the-money»-Index wie dem JACI ist der Mechanismus derselbe, nur dass dieser weniger ausgeprägt ist und die Schwankungen dementsprechend geringer ausfallen.

Langfristiger Erfolgsausweis

In der Retrospektive ist es natürlich ein leichtes, den bestmöglichen Zeitpunkt zu finden, um in die jeweils optimale Anlageklasse (Aktien oder Obligationen) zu investieren. Dementsprechend können auch kürzere Zeitperioden gewählt werden, in denen entweder die Aktien- oder aber die Obligationenanlagen den bestmöglichen Ertrag erwirtschaften. Die Wandelanleihe wird

folgerichtig bei einem eindeutigen Markttrend – in welche Richtung auch immer – bei kurzfristiger Betrachtungsspanne nie den Sprung auf das Siegerpodest schaffen. Ein irisches Sprichwort besagt aber: «Als Gott die Zeit gemacht hat, hat er genug davon gemacht», und über eine langfristige Periode betrachtet behauptet sich die Wandelanleihe unangefochten auf Siegeskurs.

Eine weitere zusätzliche Komponente hilft zu verstehen, warum das Bild für die Wandelanleihe so vorteilhaft aussieht. Der Wandelanleiheninvestor ist spätestens bei Verfall der Anleihe gezwungen, sich zu entscheiden, ob er den Nominalwert zurückerstattet haben will oder ob er seine Anleihe in Aktien wandelt. Dies zwingt ihn indirekt, bei steigenden Aktienmärkten konstant Gewinne zu realisieren, sofern er nicht Aktien halten will. Bei fallenden Aktienmärkten besteht die Möglichkeit, nach der Rückzahlung in neue Papiere zu investieren, die wiederum ein attraktiveres Risiko/Ertrags-Profil aufweisen und dementsprechend eine höhere Aktienmarktpartizipation aufweisen.

Es liegt auf der Hand, dass der Wandelanleihenmarkt auf Neuemissionen angewiesen ist, ansonsten dieser über kurz oder lang austrocknet. Wenn wir den Fokus auf Europa belassen, so ist das Volumen von Neuemissionen stark zurückgekommen. Lag das Emissionsvolumen seit 1998 mit Ausnahme des Jahres 2002 immer komfortabel über 30 Mrd. Euro, so kamen die Volumina seit 2004 nicht mehr über 20 Milliarden hinaus. Zu Beginn der Emissionsschwäche hat man noch mit den limitierten Wachstumsaussichten der Unternehmen die Schwäche des Primärmarktes zu erklären ver-

sucht. Danach waren eher die verbesserten Unternehmensgewinne und der daher geringere Kapitalbedarf infolge angehäufter liquider Mittel verantwortlich.

Wandelanleihen als gefragte Finanzierungsinstrumente

Die Gefahr, dass der Wandelanleihenmarkt austrocknen wird, ist indes eher gering. Denn auch auf der Emittenten-seite findet die Wandelanleihe als Finanzierungsinstrument ihre Anhänger: Dank ihrer Flexibilität in der Ausgestaltung wählen viele Unternehmen den Weg, ihre Kapitalbedürfnisse über den Wandelanleihenmarkt zu decken. Die Wandelanleihe kann so strukturiert werden, dass sie für die emittierende Firma die tiefsten Kapitalkosten darstellt, sie erlaubt dem Unternehmen, Fremdmittel zu beschaffen, ohne gleich Aktienstimmrechte abgeben zu müssen und, last but not least, kann sie ihr das Tor zu neuen Investoren öffnen – um nur drei Beispiele zu nennen, warum die Wandelanleihe nicht so schnell vom Finanzparkett verschwinden wird.

Die Zeichen für ein erhöhtes Emissionsangebot, um die riesige Nachfrage nach diesem einzigartigen Finanzinstrument zu stillen, stehen gut. Allein im Monat Mai dieses Jahres sind in Europa beinahe 4 Mrd. Euro Neuemissionen lanciert worden.

Auch wenn die Zauberformel Wandelanleihe erklärbar ist, die Kristallkugel für die Zukunftsvorhersage bietet auch sie nicht. Es wird weiterhin spannend bleiben, zu beobachten, wie sich der Chart der Indizes mit den verschiedenen Anlageklassen in der Zukunft entwickeln wird. Ein chinesisches Sprichwort besagt: «Beobachte, was früher war, dann weisst du, was kommen wird». ●

Wandelanleihen bieten zahlreiche Vorteile ...

- Wandelanleihen sind Anleihen mit Aktienumwandlungsoption (vom Gläubiger zum Aktionär) oder, anders ausgedrückt: in Aktien wandelbare Obligationen.
- Die Wandelanleihe bietet dem Anleger so die Möglichkeit, an Kursanstiegen der zugrundeliegenden Aktie teilzuhaben.
- Die Wandelanleihe reduziert das mit dem Aktienbesitz verbundene Risiko.
- Wandelanleihen sind eine seit langem etablierte Investitionsmöglichkeit mit sehr attraktivem Risiko/Ertrags-Verhältnis. Sie partizipieren als Faustregel zu 2/3 an Kursanstiegen der Aktien, aber nur zu 1/3 bei Baissen.