

Rund um Wandelanleihen: Warum Convertibles einem Obligationen- oder Aktienportfolio gut anstehen (Teil 1)

Aufwärts fast voll dabei – abwärts zur Hälfte geschützt

Von EMCORE Asset Management, Zug

Die ersten Wandelanleihen (Convertibles) wurden Ende des 19. Jahrhunderts in den USA von Eisenbahn- und Telefongesellschaften an den Markt gebracht. Sie finanzierten mit diesem Instrument ihr Wachstum. In den Siebzigerjahren feierte die Wandelanleihe dank der steigenden Inflation eine Renaissance, weil Investoren eine gegen die Teuerung weniger anfällige Alternative zu Obligationen suchten. In den vergangenen Jahren haben Europa und die USA abermals einen kräftig wachsenden Wandelanleihenmarkt erlebt. Der Nominalwert der ausstehenden Wandelanleihen erreicht heute global rund 500 Mrd. \$. Auch in Asien steigt die Zahl der Neuemissionen wieder, nachdem die Region durch die Asienkrise 1998 ihre zuvor bedeutende Rolle als Wandelanleihenmarkt und das Vertrauen der Anleger verloren hatte.

Zeit für Wandelanleihen ist reif

Das derzeitige Umfeld macht das Produkt für Unternehmen und Investoren gleichermaßen attraktiv. Ein Unternehmen kann nach den Kursrückgängen der letzten Monate durch die Emission einer Wandelanleihe anstelle einer Aktienplatzierung eine Prämie auf den aktuellen Kurs verlangen. Zudem ist dank des Optionscharakters die Zinsbelastung geringer als durch die Emission einer normalen Obligation, was sich in einem tieferen Coupon niederschlägt. Anleger ihrerseits können dank dem Kurszerfall der letzten Monate ein Engagement in Aktien auf – trotz der Prämie – interessantem Niveau eingehen. Sie müssen dabei nicht wie beim Direktengagement auf den Kapitalschutz verzichten, was verständlicherweise vielen Investoren ein grosses Anliegen ist.

Wandelanleihen, deren Call-Option weit aus dem Geld liegt (d.h., der Wandelpreis markant höher ist als der aktuelle Aktienkurs), weisen oft nahezu dieselbe Rendite wie normale Anleihen auf. Sie eignen sich daher als Alternative zu Obligationen. Steigen die Aktienkurse deutlich, partizipieren die Anleger zunehmend daran und erzielen somit eine Renditeverbesserung. Sinken die Aktienkurse jedoch, ist lediglich mit dem Verlust der Renditedifferenz von Wandelanleihe und Obligation zu rechnen (auf den Verfall bezogen).

Der Einsatz von ausgewogenen Wandelanleihen (Wandelpreis nahe Aktienkurs) in einem Bondportfolio ist im Sinne der Diversifikation in Betracht zu ziehen. Die Korrelation zwischen Wandelanleihen und Staats- oder Unternehmensanleihen ist sehr gering. Die Rendite von Wandlern hat über die letzten 30 Jahre jede andere Anleihenkategorie geschlagen. Natürlich lässt sich das Bondportfolio auch diversifizieren, indem Aktien beigemischt werden.

Doch belegen Studien, dass durch den richtigen Einsatz von Wandelanleihen anstelle von Aktien mit gleichem Risiko eine höhere Rendite erzielt werden kann. Wegen der drastischen Korrektur der Aktienkurse in den letzten beiden Jahren zeigt die «Effizienzkurve» derzeit indes ein atypisches Bild (vgl. Grafik): Seit November 1995 haben europäische Aktien weniger abgeworfen als Bonds, obschon das Risiko höher lag. Gemäss der modernen Portfoliotheorie ist offensichtlich, dass die Beimischung von Wandelanleihen die optimale Ergänzung zu Obligationen darstellt.

Für ein Aktienportfolio sind Wandelanleihen mit geringer Prämie, so genannte aktiensensitive Anleihen, als Alternative zum Direktengagement zu prüfen. Oft sind solche Wandler attraktiv, weil die laufende Verzinsung über der Dividendenrendite liegt. Da die Prämie klein ist, partizipiert die Anleihe beim Anstieg des Aktienkurses fast vollständig. Sinkt dagegen der Kurs, wirkt der Obligationenteil der Wandelanleihe absichernd, entsprechend einer Put-Option für den Anleger.

Wie ein Obligationenportfolio kann auch ein Aktienportfolio mit Wandelanleihen diversifiziert werden. Studien haben gezeigt, dass über längere Zeit Wandelanleihen 70% an steigenden Aktienkursen, aber lediglich 56% an sinkenden Kursen partizipieren. Somit kann mit der Beimischung einer ausgewogenen Auswahl von Wandelanleihen das Aktienportfolio in einer Baisse zwar nicht gänzlich vor Kursrückschlägen bewahrt werden, aber eine gewisse Absicherung gegen unten bieten.

Wandler zähmen die Volatilität

Wandler reduzieren in einem Aktienportfolio die Volatilität. Der Verkauf einer Aktie nach einer kräftigen Kurssteigerung und der Kauf einer Wandelanleihe, der dieselbe Aktie zu Grunde liegt, helfen, die erreichte Performance zu schützen. Vor dem erwarteten Anstieg eines Aktienkurses wird durch den Kauf einer entsprechenden Wandelanleihe ein besseres Risiko-Rendite-Verhältnis geschaffen als durch ein Direktengagement. Zudem wird das Risiko verringert, nicht oder sogar falsch positioniert zu sein. Hier kommt der hybride Charakter des Produkts Wandelanleihe zum Tragen: die Kombination von unlimitiertem Gewinnpotenzial mit limitiertem Risiko.

Wandelanleihen werden teilweise lediglich als Mischung von Obligationen und Aktien angesehen und somit nicht als eigene Anlagekategorie berücksichtigt. Gemäss einer Definition ist aber eine Anlage als separate Anlagekategorie anzusehen, wenn durch ihre Beimischung in ein Wertschriftendepot das Risiko-Rendite-Profil entsprechend der modernen Portfoliotheorie verbessert werden kann. Diese Erkenntnis beginnt sich durchzusetzen. Goldman Sachs hat als erstes grosses Wertschriftenhaus Wandelanleihen mit 5% in der Asset allocation berücksichtigt.

Grafik zum Artikel: http://www.finanzinfo.ch/upload/archiv/dossiers/artikel/dossier_pdfs/36-grafiken/36-1-S13-G1.pdf