

Wandelanleihen – Attraktive Renditechancen in volatilen Märkten

Die Unsicherheit an den internationalen Finanzmärkten infolge der Subprime-Krise ist nach wie vor hoch. Experten gehen davon aus, dass die Volatilität am Markt aufgrund der Rezession in den USA und der enormen Kreditausfälle noch einige Monate andauern dürfte. In unruhigen Börsenzeiten wie diesen sind zunehmend Investments gefragt, die von steigenden Aktienkursen profitieren und bei fallenden Notierungen abgesichert sind. Genau diese Anforderungen erfüllen Wandelanleihen.

Die auch als Convertibles bezeichneten Papiere sind Zwitterprodukte, da sie sowohl Eigenschaften von Aktien als auch von Anleihen aufweisen. Mit dem Erwerb einer Wandelanleihe erhalten Investoren – genau wie bei herkömmlichen Anleihen – vom Emittenten regelmäßige Zinszahlungen. Je nachdem, ob der Kurs der zugrunde liegenden Aktie zum Laufzeitende gestiegen oder gefallen ist, kann die Wandelanleihe entweder in eine vorher festgelegte Anzahl von Aktien getauscht werden oder es wird der Nennwert der Anleihe zurückgezahlt. Bei fallenden Aktienkursen kann ihr Kurs nur bis zum Anleihenwert sinken; das Abwärtspotenzial ist daher begrenzt.

Überlegenes Risiko-/Ertragsprofil

Aus der Struktur der Wandelanleihen ergibt sich für Investoren folgendes Kalkül: Die Wandlung lohnt sich immer dann, wenn die Aktien über den Tauschkurs gestiegen sind. Aus dieser Absicht erklärt sich auch der Wertverlauf von Wandelanleihen an den Märkten: Anders als traditionelle Anleihen profitieren sie von steigenden Aktienkursen, da ihr Umtauschrecht hierdurch wertvoller wird. Sinken die Kurse, verlieren sie aber nicht unbedingt an Wert. Empirische Auswertungen belegen, dass sie historisch gesehen in größerem Ausmaß an Aufwärtsschwüngen der Aktienmärkte teilgenommen

haben als an deren Abwärtsbewegungen. Im Vergleich zu herkömmlichen Anleihen und Aktienwerten liefern sie daher überlegene, risikoadjustierte Renditen. So konnten sie in der Vergangenheit an 70 Prozent der Aktienmarktgewinne teilhaben, waren jedoch nur 52 Prozent des Abwärtsrisikos ausgesetzt (Quelle: Ibbotson Associates, 2004). Ziel von Wandelanleihenportfolios ist es daher immer, diese asymmetrischen Ertragscharakteristiken optimal zu nutzen.

Geringe Korrelation

Wegen ihres überlegenen Risiko-/Ertragsprofils gehören Wandelanleihen in jedes

Dirk Skarba, Country Head Germany, Austria, Switzerland, Morley, Frankfurt am Main, und Shawn J. Mato, Fondsmanager Aviva Investors Global Convertibles Fund, Morley Fund Management Ltd, London

Dass derzeit auch Wandelanleihen wieder einmal eine vergleichsweise gute Konjunktur haben, ist nicht überraschend. Gerade in turbulenten Märkten, so erläutern die Autoren die Einsatzmöglichkeiten der Papiere, kann eine Beteiligung an der Aufwärtsentwicklung von Aktien bei gleichzeitigem Schutz vor rückläufigen Entwicklungen an den Anleihemärkten sehr attraktiv sein. Sie stützen diese Bewertung nicht zuletzt auf empirische Erhebungen. Im Vergleich zu herkömmlichen Anleihen und Aktienwerten liefern Wandelanleihen demnach überlegene, risikoadjustierte Renditen. So konnten sie in der Vergangenheit an 70 Prozent der Aktienmarktgewinne teilhaben, waren jedoch nur 52 Prozent des Abwärtsrisikos ausgesetzt. Als günstige Voraussetzungen für einen Aufschwung der Produktkategorie werten die Autoren den zyklischen Verlauf der Volatilitätsentwicklung und eine steigende Emissions-tätigkeit. (Red.)

langfristig ausgerichtete Portfolio. Ihre größte Stärke liegt darin, dass sie die Renditechancen von Aktien mit dem geringeren Risikoprofil von Anleihen verbinden. Aus einer von Merrill Lynch über den Zeitraum von Dezember 1998 bis März 2007 durchgeführten Studie ist ersichtlich, dass sie höhere risikobereinigte Renditen geliefert haben als der S&P 500* (Quelle: Merrill Lynch Convertible Research 31. März 2007, Vergleich von risikobereinigten Renditen unter Verwendung der Sharpe-Kennziffer).

Obwohl Wandelanleihen ein Zwitter zwischen Aktie und Anleihe sind, weisen sie zu beiden Anlagekategorien eine geringe Korrelation auf. Convertibles sind deshalb besonders gut zur Diversifizierung eines Portfolios geeignet. Sie sind wenig zinsensitiv und reagieren aufgrund ihrer relativ kurzen Laufzeit – in der Regel fünf Jahre – weniger anfällig auf einen Anstieg der Anleiherenditen. Unabhängig von der aktuellen Lage an den Finanzmärkten bieten sie daher einen hohen Grad an Diversifikation und einen steten Wertzuwachs für ein Portfolio.

Von volatilen Märkten profitieren

Durch ihre Zwitternatur sind Wandelanleihen in der Lage, Volatilität zu ihren Gunsten zu nutzen. Gerade in turbulenten Märkten ist die Möglichkeit, eine Beteiligung an der Aufwärtsentwicklung von Aktien mit einem gewissen Schutz vor rückläufigen Entwicklungen durch den Bond-Floor zu bieten, sehr attraktiv. Wandelanleihen sind ein ausgesprochen flexibles Tool, mit dem das Portfoliorisiko kontrolliert werden kann, und zwar entweder indem das Risiko durch den teilweisen Ersatz von Aktienallokationen reduziert oder indem das Risiko durch den Ersatz einiger Anleiheallokationen erhöht wird.

Über viele Jahre spielte das Risiko an den Finanzmärkten eine erstaunlich geringe Rolle. Die Volatilität als Messlatte dieses Risikos erreichte Mitte 2005 und Ende 2006 neue historische Tiefs. Mit dem Kollaps des US-Wohnimmobilienmarktes und den darauf folgenden Turbulenzen am Markt für Hypothekenkredite hat sich dies nachhaltig geändert: Die Volatilität ist seitdem in die Höhe geschossen. Der VIX-Index – das dreimonatige Volatilitätsmaß des S&P 500, das typischerweise als Maßstab für die Schwankungsintensität auf den internationalen Aktienmärkten verwendet wird – ist im Jahr 2008 auf ein seit Mitte 2003 nicht mehr erreichtes Niveau gestiegen.

Die historischen Entwicklungen des VIX verliefen bislang zyklisch, was darauf hindeutet, dass wir am Anfang einer neuen Periode höherer Volatilität stehen. Während die implizite Volatilität von Wandelanleihen langfristiger ist als der VIX, steigt die längerfristige Volatilität schrittweise, wenn die kurzfristige Schwankungsintensität in einem überschaubaren Zeitraum auf hohem Niveau bleibt. Diese Entwicklung kommt den Bewertungen von Wandelanleihen zugute.

Stärkung des Marktes durch Emissionen in Rekordhöhe

Darüber hinaus profitieren Investoren in Wandelanleihen von der stark gestiegenen

Anzahl der Neuemissionen. Der Umfang und die Vielfalt des Anlageuniversums haben zuletzt enorm zugenommen; gleichzeitig wurde das Gewicht von vormalis überbewerteten Regionen reduziert. Im Jahr 2007 erreichte die Emission von Wandelanleihen durch die Kreditkrise neue Rekorde. Bis Ende November betrug der Emissionswert in etwa 170 Milliarden US-Dollar (Quelle: Dealogic). Ursache für die vielen Neuemissionen sind die höheren Risikoaufschläge für Unternehmensanleihen, da die Unternehmen bestrebt sind, die hohen Kreditkosten auszugleichen.

Die USA sind nach wie vor der größte Markt für Convertibles. Mehr als 60 Prozent des Anlageuniversums sind in US-Dollar denominiert. Durch die verstärkte Emissionstätigkeit hat sich die Nachfrage der Anleger erhöht, und zwar zum einen von Long-Only-Anlegern (die auch als „outright“ bekannt sind) und zum anderen von Hedgefonds. Beide zusammen sorgen für Ausgewogenheit auf dem Markt.

Outright-Anleger verwenden Wandelanleihen zumeist als langfristige Anlagen; in einem volatilen Umfeld verleihen sie dem Markt Stabilität. Hedgefonds kümmern sich dagegen nicht um die Richtung des Marktes und nutzen Kursungleichgewichte, was für den Markt letztlich Liquidität bedeutet. Die Nachfrage hat sich auf beiden Seiten erhöht, wodurch die Bewertungen von Wandelanleihen weiter steigen sollten.

Aus europäischer Sicht kam die Nachfrage bisher größtenteils von Schweizer Investoren. In letzter Zeit haben jedoch auch deutsche und österreichische Anleger verstärktes Interesse an den Zwitterprodukten gezeigt. Deutsche institutionelle Anleger beispielsweise distanzieren sich zunehmend von gewöhnlichen Anleihen und sind stattdessen bestrebt, vermehrt Aktienwerte einzusetzen. Aufgrund von Mandatsbeschränkungen dürfen sie dies jedoch nur in beschränktem Umfang. Wandelanleihen sind hierfür eine attraktive Kompromisslösung.

Hohe Nachfrage auch in Deutschland

Was die verschiedenen Arten von Anlegern angeht, haben Dachfonds aufgrund der geringen Volatilität von Wandelanleihenfonds aus der Absolute Return- und Multi-Asset-Perspektive heraus verstärkt Gefallen an ihnen gefunden. Die Nachfrage nach Wandelanleihenfonds ist stark. Im Jahr 2007 betragen die Nettoumsätze des Sektors 4,9 Milliarden Euro. Damit lag er laut FMI unter insgesamt 180 Sektoren auf Platz 21. Durch die erhöhte Emissionstätigkeit und der Volatilität des Marktes ergeben sich für Anleger in Wandelanleihen ungeahnte Möglichkeiten. Insbesondere im gegenwärtigen Umfeld sind sie ein attraktives Investment – entweder als Mittel zur Risikoreduzierung bei Aktienallokationen oder als unabhängige strategische Allokation, die von der derzeit hohen Volatilität profitiert.

Die Aussichten für Aktien- und Kreditmärkte sind nach wie vor gemischt. Für das zweite Halbjahr 2008 ist von mehr Stabilität in den Märkten und zum Jahreswechsel von einer weiteren Erholung auszugehen. Anleihen scheinen derzeit fair bewertet zu sein, was ein Anzeichen dafür ist, dass die Erhöhung der Risikoaufschläge zur Hälfte vorüber sein könnte, da sich die Abschwächung auf absolut billige Niveaus fortsetzt. Dieses Szenarium ist mit dem Risiko verbunden, dass im Falle einer erheblich schlechteren gesamtwirtschaftlichen Situation, die von einem signifikanten Verfall der Aktienwerte und einer drastischen Verschlechterung des Kreditengpasses begleitet wird, eine extreme Volatilität, niedrigere Bewertungen von Wandelanleihen, weniger Emissionen und negative Renditen beobachtet werden könnten und Anleger ihr Kapital aus riskanten Anlageklassen abziehen würden.