

# Wandelanleihen als risikoarmer Aktienerersatz

Wandler haben den Spagat vom Anleihen- zu einem Aktiensubstitut mit Bravour gemeistert.

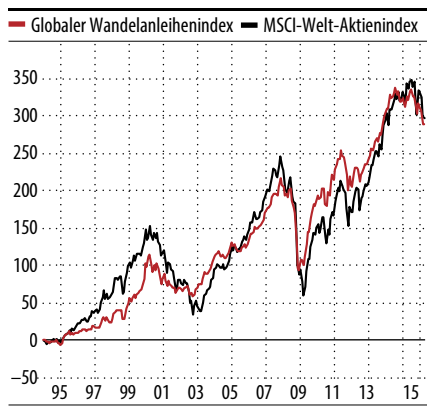
ALEXANDER MUELLER

Verrückte Zeiten: die Märkte zeigen uns mit starrköpfiger Regelmässigkeit, dass die ökonomischen Schulbuchregeln je länger, desto weniger Gültigkeit besitzen. Wie sollen sie auch? Wer hätte vor wenigen Jahren gedacht, dass es flächendeckend negative Zinsen geben und somit der gesamte Diskontierungsmechanismus auf den Kopf gestellt würde? Wer hätte vermutet, dass ein Ölpreisverfall von knapp 70% innerhalb kürzester Zeit nicht einen immensen Wachstumsschub, sondern im Gegenteil eine markante Börsenkorrektur auslösen könnte? So werden altbewährte Anlagestrategien, Gesetzmässigkeiten und Folgekettens mehr denn je auf ihre Gültigkeit und Prognostizierbarkeit hinterfragt.

Nach sieben Jahren Börsenhaus hinterfragen institutionelle Investoren auch zunehmend das Ertragspotenzial von globalen Wandelanleihen. Ursprünglich oft als «Renditetreiber mit Aktienkicker» eingesetzt, fehlt mit schwindenden Coupons die Fantasie für zukünftige Erträge. Die Einengung der Risikoaufschläge (Credit Spreads) war 2013 mehr oder weniger abgeschlossen, der Zins auf neu ausgegebenen Papieren bewegt sich mittlerweile zwischen mageren 0 und 1%, und ein weiterer Anstieg der Aktienmärkte als Kursstreiber für Wandler ist ungewiss.

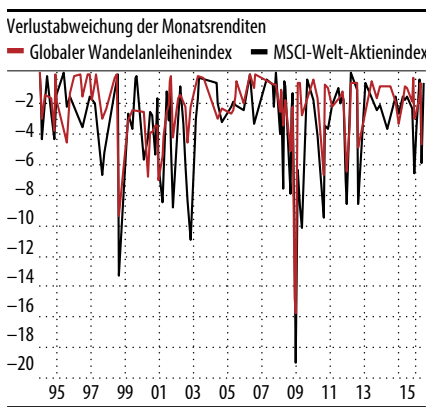
Dass Wandelanleihen den Spagat vom Zins- zu einem Aktiensubstitut mit Bravour gemeistert haben, gerät ihnen nun teilweise zum Verhängnis. Oft wird übersehen, dass sie auch im fortgeschrittenen Wirtschaftszyklus grosse Vorzüge gegenüber Realwerten wie Aktien aufweisen.

## 1 Performance Wandelanleihen und Aktien



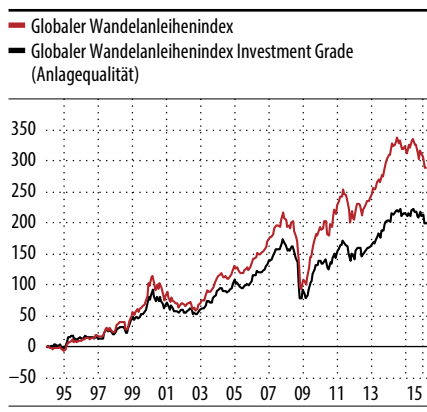
Quelle: Hologer AM / Grafik: FuW, mg

## 2 Verluste Wandelanleihen und Aktien



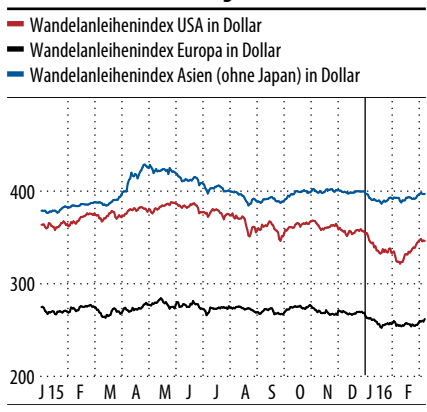
Quelle: Hologer AM / Grafik: FuW, mg

## 3 Gute Bonität bleibt zurück



Quelle: Hologer AM / Grafik: FuW, mg

## 4 Wandelanleihen in Regionen



Quelle: Hologer AM / Grafik: FuW, mg

vor hoher Volatilität geschützt. Grund dafür ist hauptsächlich im Crowding-Effekt zu finden, da diese Anleihen in nahezu allen grossen Anlageportfolios vertreten sind und sich der Diversifikationseffekt somit schnell mindert. Wenn Anleger in Krisenphasen ihre Fondsanteile verkaufen, werden oft diese liquiden Positionen zuerst veräussert, was den Verkaufsdruck weiter verstärkt.

Da die meisten IG-Wandelanleihen aber über ihrem theoretischen Wert notieren, finden sich in der Abwärtsbewegung keine natürlichen Käufer. Hedge Funds oder Value Funds, welche auf Unterbewertungen aus sind, wären erst bei viel tieferen Kursen gewillt, ein Engagement einzugehen. In solchen Stressphasen ist der Bond Floor (Untergrenze, Obligationenwert) nicht mehr als ein theoretisches Konstrukt, welches alles andere als fest betont ist.

In Aufschwungphasen sind IG-Wandler dagegen deutlich schlechter gelaufen, einerseits weil das Zinseinkommen tiefer ist, andererseits weil die Papiere bereits zu teuer emittiert worden sind und das Aufwertungspotenzial durch eine ursprüngliche Überbewertung geschmälert wird oder gar nicht erst vorhanden ist.

Für langfristig orientierte Investoren müsste der Allokationsentscheid klar sein. Ein Vergleich über die letzten 22 Jahre zeigt, dass der breite Wandelanleihenindex das IG-Segment um 88% geschlagen hat oder +1,2% pro Jahr (vgl. Grafik 3).

Diese Mehrrendite wurde nicht mit grösserem Risiko erzielt. Die monatliche Verlustabweichung des breiten Index ist mit 12,2% geringfügig höher als bei IG mit 11,1%. Die Sharpe-Ratio ist mit 0,41 deutlich höher als bei Investment Grade Wandelanleihen mit 0,26. Anleger sind somit schlecht beraten, bei Wandelanleihen ein reines IG-Portfolio zu investieren. Der vermeintlich höhere Kapitalschutz wird in der Praxis zu teuer eingekauft, indem man jährlich auf mehr als 1% an Performance verzichtet.

## Regionale Performance

Bewertungstechnisch handeln Wandelanleihen mittlerweile unter ihrem fairen Wert (Fair Value). Japan und Asien sind dabei deutlich am günstigsten und rund 5% zu günstig bewertet. An Asien haben in den letzten Jahren viele internationale Anleger das Interesse verloren, was den Bewertungsabschlag begründet. Es ist allerdings sehr unwahrscheinlich, dass sich diese Unterbewertung noch stärker ausweit. Wann immer einzelne Wandelanleihen unter Druck kommen, sieht man am asiatischen Markt aktive Hedge Fonds,

welche grössere Blöcke dieser fehlbewerteten Papiere ins Portfolio nehmen, sich durch den Aktienverkauf absichern und somit äusserst günstige Volatilität/Konvexität einkaufen.

In Europa ist das Gegenteil zu beobachten. Einzelne Hedge Fonds verkaufen überbewertete Wandler im IG-Bereich und hoffen auf eine Korrektur in der Bewertung. Eine solche könnte etwa durch anziehende Emissionstätigkeit oder den verstärkten Einsatz von synthetischen Wandelanleihen (Syntheten) hervorgerufen werden. Falls aber nur wenig Neuemissionen herausgegeben werden und das Interesse an der Anlageklasse weiterhin anhält, ist es durchaus möglich, dass aus teuren Wandelanleihen noch teurere werden.

Die Regionalperformance bei Wandelanleihen fällt über die letzten 14 Monate höchst unterschiedlich aus. Ironischerweise hat die günstigste Region, Asien mit China als einem der «Verursacher» der globalen Wirtschaftsverlangsamung, im Regionalvergleich am besten abgeschnitten und liegt rund 9% vorn. Verrückte Zeiten also auch hier.

Alexander Mueller ist Partner und Geschäftsführer von Hologer Asset Management in Zürich.

## Wandler

Unternehmen geben **traditionelle Wandelanleihen (Convertibles)** aus, um sich zu finanzieren. Anleger begnügen sich mit einem niedrigeren Coupon als in normalen Anleihen, weil sie das Recht erhalten, die Wandelobligationen in Aktien des Unternehmens zu tauschen. Steigt deren Kurs, wandelt der Investor und erhält Aktien. Sinkt der Kurs, zahlt der Schuldner den Nominalwert zurück.

**Strukturierte Wandelanleihen (Exchangeables, Umtauschanleihen, auch synthetische Wandler)** werden von Banken ausgegeben. Diese treten somit als Schuldner auf, Anleger sollten deren Bonität (Rating) beachten. Exchangeables beziehen sich aber nicht auf Aktien der Bank, sondern auf andere Titel. Banken können sie auf Nachfrage von Investoren kreieren und später die fremden Aktien liefern, sollten die Anleger wandeln.

**Da Wandler aus einer Anleihe und einer Call-Option zusammengesetzt sind, verhalten sie sich asymmetrisch resp. konvex.** Mit tiefen Aktienkursen hat der Wandler Anleihencharakter, mit hohen Kursen Aktiencharakter. Zudem gewinnt die Call-Option an Wert, wenn die Aktienkurse heftiger ausschlagen, wenn also die Volatilität steigt. Aktiv verwaltete Wandelanleihen-Portefeuilles nutzen diese Eigenschaften. **BEG**

## Licht Anlegen

ETF als Konkurrenz zu Fonds und ihre Arbeitsteilung mit Tracker-Zertifikaten.

Wandelanleihen haben einen guten Erfolgsausweis, langfristig erzielten sie dieselben Kursgewinne wie Aktien mit einem geringeren Risiko (vgl. Artikel nebenan). Wichtig ist die Diversifikation, gerade auch weil die Mehrzahl der Schuldner ein Rating im spekulativen Bereich – oder aber gar keine Bonitätsnote – aufweist und somit zum Junk-Bond-Segment gehört. Anleger können in Fonds investieren. Deren Manager manövrieren zwischen den Kursbewegungen der Aktien, ihrer zu- und abnehmenden Volatilität und dem Zinsniveau. Das ist komplex und erfordert spezialisiertes Wissen. Oft werden Wandelanleihen deshalb als Anlagensegment betrachtet, das eine aktive Verwaltung erfordert.

Seit knapp eineinhalb Jahren gibt es aber auch börsenhandelte Fonds (Exchange Traded Funds, ETF) auf Wandelanleihen. ETF bilden einen Index passiv ab, da gibt es keine Optimierung in dem – dank der eingebauten Call-Option – asymmetrischen Auszahlungsprofil. Wandler weisen je nach Kursentwicklung Eigenschaften von Obligationen und Aktien auf. Gleichwohl scheint auch hier zu gelten, was für Aktien und Obligationen viele Studien zeigen: Erstens gelingt es nur wenigen aktiven Fondsmanagern, nach Abzug der Verwaltungskosten den Index zu schlagen. Und zweitens investieren viele Fonds ziemlich nahe am Index und getrauen sich nicht, einen eigenen Weg zu gehen.

Die ETF sind recht teuer im Vergleich zu ihren Pendanten, die sich auf Aktienindizes beziehen. Ich hoffe, dass ihr Anlagevolumen zunimmt, ebenso wie die Auswahll. Dadurch steigt der Wettbewerbsdruck, und folglich sinken die Kosten für den Anleger. Das wiederum hilft,

bei den Fonds die Spreu vom Weizen zu trennen. Sogenannte Index-Huggers, die die Benchmark umarmen und vergleichsweise hohe Verwaltungskosten aufweisen, werden es schwerer haben, Kapital anzuziehen. Wirklich aktive Manager hingegen, mit einer überzeugenden Strategie, der sie auch treu bleiben, wenn ihr Fonds dem Index hinterhinkt, sollten auch künftig reüssieren. Dann hat der Investor eine echte Wahl zwischen aktiven Fonds und ETF.

Vor Jahren, ich erinnere mich, lancierte ein Emittent ein strukturiertes Produkt auf Wandelanleihen. Das Tracker-Zertifikat bildete einem Korb aus Wandelanleihen zu eins ab, die Funktionsweise ist analog zu einem ETF. Ein solcher ist jedoch in der Regel für ein langfristiges Investment besser geeignet, denn mit einem Tracker trägt der Anleger das Bonitätsrisiko des Emittenten. Ein ETF hingegen umfasst ein separates, rechtlich geschütztes Sondervermögen.

Die Arbeitsteilung zwischen dem Tracker als Schuldverschreibung und dem ETF als Fonds ist meines Erachtens recht klar. Im Gegensatz zum monatelangen Bewilligungsverfahren für ETF kann der Tracker vom Emittenten in wenigen oder manchmal nur einem Tag konzipiert und ausgegeben werden. Eine gute Gelegenheit lässt sich schnell ergreifen, etwa wenn in einer generellen Baisse auch ein Marktsegment fällt, dessen Fundamentaldaten gut sind. Die Aktien nach sinnvollen Kriterien auswählen, einen Tracker drum herum, und die Erholung kann kommen.

Ihr Derivatun

## Kotierte Zertifikate

Valor	Bank	Produkt	Coupon / Basiswert Schutz	Verfall	Lib.	Ausgabepreis <sup>1</sup>	Insertat auf
30179840	LEON	Bonus-Zertifikat	Novartis/Novo Nordisk/Roche	05.03.18	14.03.16	1000 Fr.	
30179850	LEON	Multi Bar. Rev. Conv.	8.4% ABB/Richemont/Swiss Re	06.03.17	14.03.16	1000 Fr.	
30179848	LEON	Multi Bar. Rev. Conv.	11% Actelion/Galenica	06.03.17	14.03.16	5000 Fr.	
30179855	LEON	Multi Bar. Rev. Conv.	20% Barrick Gold/Glencore	05.12.16	14.03.16	1000 Fr.	
30179841	LEON	Multi Bar. Rev. Conv.	5.8% Euro Stoxx 50/S&P 500	04.09.18	14.03.16	1000 Fr.	
30179844	LEON	Multi Bar. Rev. Conv.	6.6% Gold/Palladium/Silber	05.03.18	14.03.16	1000 Fr.	
30856804	BAER	Bar. Rev. Conv.	7.4% Emmi	08.12.16	15.03.16	5000 Fr.	
30856805	BAER	Bar. Rev. Conv.	7.4% Kaba	08.12.16	15.03.16	5000 Fr.	
30856802	BAER	Bar. Rev. Conv.	6.9% Novartis	08.12.16	15.03.16	1000 Fr.	
30856803	BAER	Bar. Rev. Conv.	7.4% Sika	08.12.16	15.03.16	5000 Fr.	
31541402	UBS	Kick-In GOAL	10% Novartis/Roche/Valeant	09.03.17	16.03.16	1000 Fr.	
31629454	UBS	Kick-In GOAL	9.25% BP/ENI/Total	16.03.17	16.03.16	1000 Fr.	
31541477	UBS	Kick-In GOAL	10% Michelin/Continental/Ferrari	09.03.17	16.03.16	1000 Fr.	
31541421	UBS	Kick-In GOAL	7.5% Euro Stoxx 50/Nikkei/S&P 500	09.03.18	16.03.16	1000 Fr.	
31541474	UBS	Kick-In GOAL	6% Nestlé/Novartis/Roche	09.03.17	16.03.16	1000 Fr.	
31451887	NP	Multi Bar. Rev. Conv.	6.2% Danone/Kellogg/Nestlé	12.03.18	18.03.16	1000 Fr.	
31451890	NP	Multi Bar. Rev. Conv.	4.8% Nestlé/Novartis/Roche	11.09.17	18.03.16	1000 Fr.	
31525504	NP	Multi Bar. Rev. Conv.	5.6% Nestlé/Novartis/Roche	11.03.20	18.03.16	1000 Fr.	
31451883	NP	Multi Bar. Rev. Conv.	7.5% Roche/Swatch/Zurich Ins.	11.09.17	18.03.16	1000 Fr.	
31451896	NP	Tracker Zertifikat	CS Group/UBS	12.03.18	18.03.16	1000 Fr.	
30179862	LEON	Multi Bar. Rev. Conv.	13.2% E.ON/RWE	12.06.17	21.03.16	1000 Fr.	
30179867	LEON	Multi Bar. Rev. Conv.	9% Aktien Basket Ausland	12.06.17	21.03.16	1000 Fr.	
30179873	LEON	Multi Bar. Rev. Conv.	13% Aktien Basket Ausland	12.12.16	21.03.16	1000 Fr.	
30179869	LEON	Multi Bar. Rev. Conv.	8% Aktien Basket Schweiz	12.06.17	21.03.16	1000 Fr.	
30179863	LEON	Multi Bar. Rev. Conv.	13% Amazon/Netflix	12.06.17	21.03.16	1000 Fr.	
30179868	LEON	Multi Bar. Rev. Conv.	9% Axa/Swiss Re/Zurich Ins.	12.06.17	21.03.16	1000 Fr.	
30179861	LEON	Multi Bar. Rev. Conv.	16% BMW/Daimler/Tesla Motors	12.06.17	21.03.16	1000 Fr.	
30856812	BAER	Bar. Rev. Conv.	5.4% Baloise	15.03.17	22.03.16	1000 Fr.	
30856814	BAER	Bar. Rev. Conv.	9.4% CS Group	15.03.17	22.03.16	1000 Fr.	
30856815	BAER	Bar. Rev. Conv.	4.65% Roche	15.03.17	22.03.16	1000 Fr.	
30856813	BAER	Bar. Rev. Conv.	8.85% UBS	15.03.17	22.03.16	1000 Fr.	
31629432	UBS	Kick-In GOAL	10.5% Actelion/Basilea/Sonova	16.03.17	23.03.16	1000 Fr.	
31629456	UBS	Kick-In GOAL	7.75% Baloise/Swiss Life/Zurich Ins.	16.03.17	23.03.16	1000 Fr.	
31629455	UBS	Kick-In GOAL	8.25% CS Group/Leonteq/Julius Baer	16.03.17	23.03.16	1000 Fr.	
31629433	UBS	Kick-In GOAL	6.25% DAX/SMI/S&P 500	16.03.18	23.03.16	1000 Fr.	
31629435	UBS	Kick-In GOAL	6.25% Nestlé/Novartis/Roche	16.03.18	23.03.16	1000 Fr.	
<b>31861098</b>	<b>BCV</b>	<b>Bar. Rev. Conv.</b>	<b>7.25% Nestlé/Roche/Swisscom</b>	<b>17.03.17</b>	<b>24.03.16</b>	<b>1000 Fr.</b>	<b>Seite 22</b>
<b>30012984</b>	<b>CS</b>	<b>Cal. Bar. Rev. Conv.</b>	<b>7.5% Nestlé/Roche/Novartis</b>	<b>18.09.17</b>	<b>24.03.16</b>	<b>1000 Fr.</b>	<b>Seite 11</b>
31451911	NP	Bar. Rev. Conv.	7% Credit Suisse	17.03.17	24.03.16	1000 Fr.	
31451902	NP	Multi Bar. Rev. Conv.	8.8% ABB/Swatch/Zurich Insurance	18.09.17	24.03.16	1000 Fr.	
31451903	NP	Multi Bar. Rev. Conv.	9% Citigroup/UBS/Visa	18.09.17	24.03.16	1000 Fr.	
<b>31451900</b>	<b>NP</b>	<b>Multi Bar. Rev. Conv.</b>	<b>7.8% Baloise/Swiss Life/Swiss Re</b>	<b>18.09.17</b>	<b>24.03.16</b>	<b>1000 Fr.</b>	<b>Seite 7</b>
31451908	NP	Multi Bar. Rev. Conv.	5.8% Danone/Nestlé/Unilever	18.09.17	24.03.16	1000 Fr.	
31451909	NP	Multi Bar. Rev. Conv.	4.8% Euro Stoxx 50/S&P 500/SMI	18.03.19	24.03.16	1000 Fr.	
31451904	NP	Multi Bar. Rev. Conv.	8% Geberit/LafargeHolcim/Novartis	18.09.17	24.03.16	1000 Fr.	
31595715	ZKB	Bar. Rev. Conv.	5% Emmi	17.03.17	24.03.16	1000 Fr.	
30514084	ZKB	Bar. Rev. Conv.	4.45% SMI/Euro Stoxx 50/S&P 500	19.03.18	24.03.16	1000 Fr.	
<b>31727310</b>	<b>LEON</b>	<b>Multi Bar. Rev. Conv.</b>	<b>14.8% ABB/Swatch/Zurich Ins.</b>	<b>19.06.17</b>	<b>29.03.16</b>	<b>1000 Fr.</b>	<b>Seite 4</b>
31727312	LEON	Multi Bar. Rev. Conv.	10.6% Actelion/Logitech	19.06.17	29.03.16	1000 Fr.	
31727317	LEON	Multi Bar. Rev. Conv.	22% Barrick Gold/Glencore/Goldc.	19.12.16	29.03.16	1000 Fr.	
31727309	LEON	Multi Bar. Rev. Conv.	19% Ferrari/Porsche/Tesla	19.06.17	29.03.16	1000 Fr.	
30179880	LEON	Multi Bar. Rev. Conv.	7.8% Nestlé/Novartis/Roche	19.03.18	29.03.16	1000 Fr.	
31613838	VT	Defender Vonti	6.5% Nestlé/Roche/Swisscom/Zurich	22.03.19	01.04.16	1000 Fr.	
31613836	VT	Multi Defender Vonti	6% BP/Exxon/Royal Dutch Shell/Tot.	22.03.19	01.04.16	1000 Fr.	
31752771	UBS	Kick-In GOAL	7.25% Aryzta/Barry Callebaut/Nestlé	28.03.17	04.04.16	1000 Fr.	
31691975	UBS	Kick-In GOAL	4% Nestlé/Roche/Zurich Ins.	25.03.19	04.04.16	1000 Fr.	
31752767	UBS	Kick-In GOAL	16.5% Nestlé/Roche/Zurich Ins.	28.03.17	04.04.16	1000 Fr.	
<b>31612760</b>	<b>VT</b>	<b>Zertifikat</b>	<b>Industry 4.0 Perf. Index</b>	<b>Open End</b>	<b>08.04.16</b>	<b>101.5 Fr.</b>	<b>Seite 18</b>
28980428	BAER	Bar. Rev. Conv.	7% LafargeHolcim	Open End	06.10.16	100 Fr.	
28980427	BAER	Bar. Rev. Conv.	5% Swiss Life	Open End	06.10.16	100 Fr.	
28980475	BAER	Multi Bar. Rev. Conv.	7.5% Novartis/Roche/Actelion	Open End	14.10.16	100 Fr.	
29258000	VT	Multi Defender Vonti	6% Aktien Basket Ausland	Open End	16.10.18	100 Fr.	

Die publizierten Neuemissionen wurden der «Finanz und Wirtschaft» direkt vom Emittenten mitgeteilt. Alle Angaben ohne Gewähr. <sup>1</sup> Indikativer

Alle Konditionen der neu lancierten Zertifikate finden Sie unter [www.fuw.ch/zertifikate-neuemissionen](http://www.fuw.ch/zertifikate-neuemissionen)

