

# Der Wandlermarkt belohnt aktive Strategien

Pensionskassen suchen ein konvexes Risiko-Rendite-Profil – Indextitel sind nicht mehr günstig bewertet

Von Alexander Mueller

Es kommt einem vor wie gestern: Noch eben verabschiedete man das fulminante Börsenjahr 2006 – nun hat man bereits über die Hälfte der Wegstrecke 2007 hinter sich. Mit der dominierenden positiven Stimmung zeigt sich aber auch ein immer wiederkehrendes Dilemma: In steigenden Märkten möglichst exponiert zu sein, um ein Maximum an Rendite zu erwirtschaften, und auf der anderen Seite das Risiko eines Abschwungs im Auge zu behalten, um die erzielte Rendite nicht einzubüssen.

Vermehrt bewältigen institutionelle Anleger diesen Spagat, indem sie der Asset Allocation alternative Instrumente beimischen, die entweder mit den traditionellen Anlageklassen wenig korrelieren oder aber ein konvexes Risiko-Rendite-Profil aufweisen. Die ersten weisen ein Eigenleben auf, das vom Verlauf der Rendite traditioneller Anlagen wie Aktien und Obligationen losgelöst ist. Konvexe Instrumente dagegen korrelieren mit den Börsen, aber die Abhängigkeit ist nicht linear, sondern nimmt mit fallenden Märkten ab. Wandelanleihen zählen dazu und vereinen asymmetrische Eigenschaften in der Renditeverteilung: Das Potenzial für Kursgewinne ist grösser als das Verlustrisiko, das durch den Wert der Obligation nach unten beschränkt ist.

Aus der Sicht eines Managers, der Obligationenportfolios verwaltet, lässt sich durch die Beimischung von Wandelanleihen die zu erwartende Rendite aufbessern, ohne dass das Risiko drastisch erhöht wird. Auf der anderen Seite des Spektrums kann ein Aktieninvestor durch die Beimischung das Risiko erheblich vermindern, ohne das Renditepotenzial nennenswert einzuschränken. Wandelanleihen weisen eine herausragende Risiko-Rendite-Bilanz aus und haben in den letzten zwanzig Jahren Anlageklassen wie Aktien und Obligationen komfortabel geschlagen.

Diese konvexen Eigenschaften gepaart mit einer ansehnlichen Rendite haben in den letzten Jahren dazu geführt, dass Wandler zunehmend in die globale Asset Allocation integriert wurden, was die

Nachfrage merklich stimulierte. Nach unseren Schätzungen sind 50% der deutschen Versorgungseinrichtungen bereits exponiert oder dabei, ein Engagement in der Anlageklasse zu prüfen.

In der Schweiz hat die Beimischung von Wandlern für Pensionskassen eine Tradition, die bis in die Mitte der Neunzigerjahre zurückreicht. Aber auch private Vermögensverwalter setzen gerne neben strukturierten Produkten Wandelanleihen als Instrumente mit Absolute-Return-Charakter ein.

Diese Nachfrage blieb den Emittenten nicht verborgen. Annualisiert man die weltweite Emissionstätigkeit des laufenden Jahres, zeigt sich eine Zunahme von 64% gegenüber 2006 (vgl. Grafik). Am schnellsten wächst Asien, wo sich das Volumen fast verdoppelt hat. Europa dagegen verzeichnet per saldo ein negatives Wachstum, da die Rückzahlungen die Neuemissionen übersteigen. Der aktuelle Nachfrageüberhang lässt sich auch daran ablesen,

dass heute lediglich jede zehnte Neuemission ein offizielles Rating trägt. Offenbar ist das Rating kein Kriterium mehr, um eine Anleihe erfolgreich zu platzieren.

Der unvermeidliche Nebeneffekt der steigenden Nachfrage ist ein steigender Preis. Bereits in Wandlern investierte Anleger profitieren davon. Für Neuanleger stellt sich aber die Frage des Preises in zweifacher Hinsicht: Ist das Bewertungsniveau für einen Einstieg gegenwärtig noch attraktiv? Wie verhalten sich Wandler in einer Korrektur – wird die vielzitierte defensive Komponente nicht überschätzt?

Die erste Frage lässt sich differenziert beantworten: Wandler sind sicher nicht mehr günstig bewertet, und die Zeiten, in denen sich Unterbewertung durch Arbitrage realisieren liess, sind vorbei. Allerdings bietet das Gesamtuniversum mit rund 2300 Titeln vielfältige Anlage- und Ausweichmöglichkeiten. Es zeigt sich in der Bewertung eine grosse Diskrepanz zwischen den überbewerteten Benchmarkschwergewichten und den kleineren Emissionen, die zum Teil noch günstig sind.

Die Bewertungsunterschiede sind wesentlich akzentuierter als beim naheliegenden Vergleich zwischen gross- und kleinkapitalisierten Aktien. Auch auf regionaler Ebene sind die Unterschiede gross. Europäische Wandelanleihen sind aufgrund des schrumpfenden Anlageuniversums in den letzten Jahren wesentlich teurer geworden als Wandler in den USA. Am günstigsten ist im Quervergleich die asiatische Region, wo sich noch immer Instrumente finden lassen, die unterhalb des fairen Wertes notieren.

Beim Versuch, die zweite Frage zu beantworten, begeben wir uns auf Neuland. Legt man die Indizes zugrunde, sind Wandler mit einem Delta von über 60% heute stark aktiensensitiv. Falls die Aktienmärkte 10% korrigieren würden, verlören Wandler rund 6%. Je nach Heftigkeit der Korrektur ist davon auszugehen, dass zugleich die Risikobereitschaft nachlasse. Die Credit Spreads (Renditeaufschlag von Unternehmens- zu Staatsanleihen) würden sich ausweiten. In welchem

Ausmass dies Wandler in Mitleidenschaft zöge, bleibt Spekulation. Die Jahre 2002 und 2003 haben allerdings gezeigt, dass das Kreditrisiko nur von den wenigsten Marktteilnehmern richtig eingeschätzt wurde.

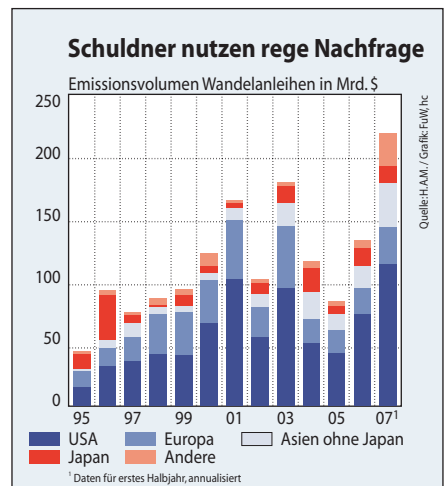
Mehr noch als in anderen Anlageklassen spricht in Wandlern vieles für eine aktive, von der Benchmark losgelöste Strategie. Der Hauptgrund liegt in der Prozyklizität der Indizes, die mit steigenden Märkten zunehmend aktiensensitiv und damit volatiliter werden. Eine aktive Strategie kann dieser Zyklichkeit entgegenwirken, indem die Titelmischung so gewählt wird, dass die Ausrichtung im Portfolio gesamthaft defensiver wird. Die aktive Strategie, die sich nicht an der Benchmark orientiert, kann zudem in einem Ausmass von Bewertungsanomalien profitieren, wie es in Indextiteln heute nicht mehr möglich ist. Schliesslich kann diese Strategie gewisse regionale und sektorische Engpässe und Überbewertungen umgehen, indem sie sich auf andere Themen und Nischen konzentriert, wo die Chancen, Mehrwert zu generieren, grösser sind. In der Konsequenz lässt sich so ein Portfolio strukturieren, das dem Absolute-Return-Charakter Rechnung trägt.

Der Vergleich über fünf Jahre zwischen globalen Aktien, globalen Wandelanleihen (Index) und der aktiven, benchmarkunabhängigen Strategie des H.A.M. Global Convertible Bond Fund zeigt, dass besonders in Phasen des wirtschaftlichen Abschwungs der Zyklichkeit entgegengewirkt werden kann und wesentlich kleinere Kursverluste entstehen. Als Nebeneffekt wird gleichzeitig die Volatilität der Renditen gesenkt (vgl. Tabelle). Die Strategie ermöglicht grössere Flexibilität, differenziertere Anlagebeurteilung und verbesserte -verwendung. Ein Ansatz, der die Indizes als Gradmesser für die erwartete Rendite von Wandlern verwendet, verbaut sich Ertragsquellen, die das aktive, von der Benchmark losgelöste Management nutzen kann.

Alexander Mueller ist Fondsmanager der Hologer Asset Management, Zürich.

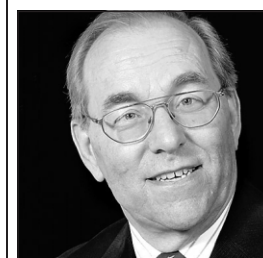
	MSCI	Wandlerindex	UBS-Fonds	H.A.M.-Fonds
Gesamttrendite in %	62,2	45,0	63,9	
pro Jahr in %	10,1	7,7	10,3	
Volatilität in %	14,4	7,3	4,9	
Sharpe-Ratio in %	0,3	0,4	1,1	

vom 28. 6. 2002 bis 29. 6. 2007, in Franken Quelle: H.A.M.



Auslandkommentar

## Ärzte des Todes



Von René Bondt

Terror in Europa: Das ist keine Exklusivität des 21. Jahrhunderts. Er war eine blutige Begleiterscheinung der Inquisition, des Dreissigjährigen Kriegs, der Französischen Revolution, der anarchistischen Bewegung, der totalitären Diktaturen Hitlers und Stalins. Und das Geschichtsbuch der Scheusslichkeiten endet mit einem Kapitel, dessen Inhalt noch nicht endgültig ausformuliert ist: Es handelt von IRA und ETA, von RAF und Roten Brigaden, von korsischen Nationalisten und Balkanmilizen. Ihren ideologisch, ethnisch oder auch nur durch pathologischen Vernichtungsdrang motivierten Verbrechen liegt das Faktum zugrunde, dass sie – salopp formuliert – auf «europäischem Mist» gewachsen sind.

Aber so, wie die Globalisierung alle wirtschaftlichen und gesellschaftlichen Bereiche durchdringt, wandelt sich auch der Terror zu einem von der universellen Mobilität geförderten Exportprodukt. «Nine-eleven», in islamistischen Zellen auf europäischem Boden ausgeheckt, dann in den USA als Schreckenstat ausgeführt, steht nicht am Anfang einer von martialischem Fanatismus geschmiedeten Ereigniskette. Leicht gerät in Vergessenheit, dass Europa und die Europäer schon vor fast vier Jahrzehnten ins Fadenkreuz von Tätergruppen nahöstlicher Provenienz gerieten. Der Zürcher Flughafen war 1969 Schauplatz eines palästinensisch-israelischen Feuergefechts mit tödlichem Ausgang. Im Folgejahr stürzte ein Swissair-Flugzeug nach einer Bombenexplosion mit 47 Passagieren an Bord in Würenlingen ab. Einige Monate später entführte die Volksfront zur Befreiung Palästinas eine weitere Swissair-Maschine in die jordanische Wüste, wo das Flugzeug gesprengt wurde.

Mit dem netzwerkartigen Wirken von Al Kaida haben nun neue Spielarten des Dschihad gegen die Kultur des Westens den europäischen Kontinent erreicht. Die opferreichen Attentate gegen anheungslose Pendler im Madrider und Londoner Werktagsverkehr förderten Terroristentypen zutage, die in gut integrierten Familien orientalisches-magrebischer Herkunft heimisch waren, aber von islamistischen Hasspredigern zu Rekruten des Todes umfunktioniert wurden. Die Ärzte-Gang, die in London und Glasgow mit Massenmordabsichten zum Ziel zu gelangen versuchte, führt auf eine andere Fahrte: Ihre soziale Herkunft und Stellung widerspricht – wie schon die Biografien der Manhattan-Attentäter – dem Klischee der leicht verführbaren Jugend aus Elendsverhältnissen. Und die jungen Akademiker, die, aus welchen Gründen auch immer, für eine gewalttätige Auslegung des Korans empfänglich wurden, kamen erst im Zuge ihres Einstiegs in die berufliche Praxis nach Grossbritannien.

Die unangenehmsten Fragen, die sich im Zusammenhang mit den «Doctors of Death» stellen, hat der britische Gesundheitsdienst zu beantworten. Der NHS musste zugeben, dass ausländische Mediziner, darunter ungefähr 6000 Ärzte aus Nahost, zwar bisher auf Berufseignung und landläufige Delikte, aber nicht auf Kontakte zu terroristischen Kreisen hin überprüft worden sind. Die Bevölkerung ihrerseits fragt sich, wie es denn komme, dass professionelle Heiler über Nacht zu Mördern avancieren. Gegenfragen: Ist Hitlers KZ-Arzt Mengele vergessen? Und wie steht es mit Osama Bin Ladens Stellvertreter Sawahiri, dem Chirurgen? Wie mit dem Schilddrüsen-Spezialisten, der Hamas-Aussenminister wurde? Oder mit George Habash, dem Kinderarzt und Gründer der Palästina-Volksbefreiungsfront? Antwort: Keine Medizin ist frei von Nebenwirkungen.

Länder-, Regionen- und Branchenfonds

## Technologie-Aktien haben Nachholbedarf

Im seit März 2003 anhaltenden Wiederanstieg der weltweiten Aktienbörsen ist der Technologiesektor zurückgeblieben. Der Hauptgrund dafür ist der Umstand, dass zahlreiche Investoren vorher in diesem Sektor viel Geld verloren hatten. Dabei wird oft übersehen, dass inzwischen viele Unternehmen gemessen an ihrem Wachstum günstig bewertet sind und der Geschäftsgang durch anziehende Ersatzinvestitionen günstig beeinflusst wird.

Viele Technologieunternehmen haben einen grossen Bestand an flüssigen Mitteln und zahlen inzwischen eine Dividende. Die im Folgenden vorgestellten Fonds haben unterschiedliche Schwerpunkte und eignen sich als Beimischung in ein diversifiziertes Portfolio. Anleger müssen sich bewusst sein, dass der Technologiesektor

Name (Währung)	Valoren-Nr.	Kurs	Fondsgrösse in Mio.	Manager	Börse
MFS Meridian Technology (\$)	2 196 311	5.59	28	MFS Investment Mgt.	Open End.
JPM Europe Technology (€)	2 051 113	15.87	199	JPM Asset Mgt.	Open End.
Pioneer Global TMT (€)	1 183 704	2.46	221	Pioneer Investments	Open End.

Quelle: GI Global Invest

höheren Schwankungen unterliegt als allgemein die Aktienmärkte. Daher sind eine erhöhte Risikotoleranz und eine langfristige Ausrichtung wichtige Voraussetzungen für Investitionen in diesen Sektor.

Den Schwerpunkt in den USA setzt der MFS Meridian Technology des gleichnamigen US-Vermögensverwalters. Investiert wird v. a. in die Bereiche Computersoftware und -hardware, Halbleiter sowie Netzwerk-

und Telecommunikationsausrüstung. Der Fonds misst sich am Goldman Sachs Technology Index. Drei Viertel des Portfolios sind in klassischen US-Technologieunternehmen wie Intel, Microsoft, Google, Oracle, Adobe und Cisco angelegt, auch wenn der Fonds weltweit ausgerichtet ist. Die Titelauswahl basiert auf den Fundamentalanalysen des haus-eigenen Technologieteam. Investiert wird in Wachstumstitel aller Kapitalisierungen.

Ausschliesslich in europäische Unternehmen mit Technologiebezug (der Name sagt es) legt der JPM Europe Technology Fund an. Er wird vom europäischen Aktienteam unter der Führung von Jonathan Ingram verwaltet. Der Fonds hält ein diversifiziertes Portfolio aus Aktien der wichtigsten Teilsegmente des Technologiebereichs. Darunter fallen IT-Hardware, IT-Software und Dienstleistungen, Elektronik und elektrische Ausrüstung sowie Telekommunikation und Medien. Der Fonds misst sich am Morgan Stanley Eurotec Index, ist aber, was die Positionierung angeht, nicht an diese Benchmark gebunden. Die Risikokontrolle ist eher absolut als relativ. Der Fonds wird stilneutral verwaltet, d. h., in der Titelauswahl wird sowohl wert- als auch wachstumsorientiert vorgegangen. Gesamthaft hält der Fonds hundert Positionen, die grössten sind momentan Siemens, Vodafone, Nokia, Cap Gemini, Philips und Infineon.

Der Pioneer Global TMT gehört zur Fondsfamilie von Pioneer Investments. TMT steht für Telecom, Medien und Technologie. Der Fonds misst sich an einer massgeschneiderten Benchmark, die aus den jeweiligen MSCI-Sektorindizes zusammengesetzt ist. Gegenwärtig umfasst Telecom etwas über der Hälfte des Vermögens, IT beansprucht rund 40%. In der Titelauswahl wird Fondsverwalter Marco Mencini von den haus-eigenen Telecom- und Technologieanalysten unterstützt. Der Anlagestil kann als «Wachstum zu einem vernünftigen Preis» beschrieben werden. Der Fokus liegt auf Unternehmen mit starken Fundamentaldaten und hoher Marktkapitalisierung. Situativ können auch mittelkapitalisierte Gesellschaften beigemischt werden. Mit dreissig bis fünfzig Positionen ist das Portfolio eher konzentriert.

David J. Saaty und Lukas Dörig  
GI Global Invest, Zürich

