

09.06.2017 | Märkte

Holinger Asset Management sieht eine spürbare Verteuerung bei Wandlern

Alexander Müller, Partner und Geschäftsführer des Wandelanleihe-Spezialisten Holinger Asset Management, kann mit einer guten und einer weniger guten Nachricht aufwarten.



Alexander Müller: "Die Risiko-Rendite Profile der Teilssegmente des Wandelmarktes und vor allem der dafür zu zahlende Preis unterscheiden sich zur Zeit wieder wie seit langem nicht mehr!"

© Holinger AM

Zu Beginn die gute Nachricht: Wandelanleihen glänzen und zeigen seit Anfang des Jahres eine bestechende Performance. "Für die gute Performance sind hauptsächlich zwei Preistreiber auszumachen. Der wichtigste ist das im Index mit ca. 50 Prozent gewichtete US-Segment, in welchem viele aktiensensitiven Technologiewandler vertreten sind und sich gegenseitig in Höchstnotierungen überbieten. Dazu zählen Tesla, AMD, Lam Research, Xilinx, Nuvasive und andere", hält Alexander Müller fest. "Der zweite Preistreiber ist kritischer zu bewerten: es handelt sich um die nachfragegetriebene Verteuerung bei Wandelanleihen aus dem europäischen Investment-Grade Segment (IG)."

Europäische IG-Wandler wurden durch institutionelle Nachfrage teurer

Nachdem 2016 von rekordhohen Mittelabflüssen bei Wandelanleihenfonds geprägt war, haben große institutionelle Investoren Wandelanleihen wiederentdeckt, derzeit dominieren die Nettozuflüsse deutlich. Müller analysiert: "Insbesondere die in den Indizes groß gewichteten IG-Titel haben sich seit Beginn des Jahres spürbar verteuert. Sollte die Neuemissionstätigkeit nicht markant zunehmen, ist davon auszugehen, dass sich die Bewertungen in diesem Segment weiter verteuern."

Good News für Investierte, Bad News für Investoren in Wartestellung

Das sind gute Neuigkeiten für all die Anleger, die in Wandelanleihenfonds mit einem Fokus auf Investment Grade investiert sind. Von einer außenstehenden Bewertungsperspektive ist dies für die Anlageklasse jedoch suboptimal, weil sich das Risiko-Rendite Verhältnis des Portfolios verschlechtert. "Für die gewünschte Konvexität des Instrumentes ist nun ein wesentlich höherer Preis zu zahlen", resümiert Müller.

Investment Grade liegt derzeit vorne (IG- vs. Fokus-Index vs. breiterem Index in USD)



Alter, neuer Trend: Syntheten sind wieder da...

Gleichzeitig ist bei den Anlageentscheidungen ein altbekanntes Phänomen zum Leben erweckt worden: der Einsatz von synthetischen Wandelanleihen wird wieder salonfähig, immer mehr Fonds greifen auf solche Strukturen zurück. Müller dazu: "Synthetische Wandelanleihen werden nicht von Unternehmen begeben, sondern am Finanzmarkt mit einer Bond und Call-Kombination nachkonstruiert. Dabei lässt sich zwischen zwei Formen unterscheiden: einerseits der synthetischen Wandelanleihe, welche von einer Investment Bank lanciert und ähnlich wie ein strukturiertes Produkt angeboten wird. Was die Rückzahlungsfähigkeit und Handelbarkeit anbelangt, trägt der Anleger das Gegenpartierisiko der Investment Bank. Diese Variante wird derzeit aufgrund von mehrheitlich schlechter Erfahrungen in der Vergangenheit weniger nachgefragt, letztendes ist man der emittierenden Investment Bank bei der Preisstellung ausgeliefert."

Investoren haben entweder vergessen - oder gehorchen der Not

Bei der zweiten Variante konstruiert sich der Fund Manager die synthetische Wandelanleihe selbst, indem der eine herkömmliche Unternehmensanleihe kauft und diese mit gelisteten oder OTC-Call-Optionen auf die zugrundeliegende Aktie ergänzt. Diese Variante gleicht der herkömmlichen Wandelanleihe stärker, allerdings gestaltet es sich schwer bis unmöglich, gelistete und langlaufende Call-Optionen auf die gewünschten Titel zu erwerben. "Oft entsteht dadurch ein beobachtungsintensiver Maturitäts-Mismatch, der rasch in unerwünschten Performanceunterschieden münden kann", weiß Müller. "Auf Anlegerseite ist, was den Einsatz von Syntheten anbelangt, ebenfalls ein Umdenken festzustellen. Für die meisten Endinvestoren war der Einsatz von synthetischen Instrumenten über lange Zeit ein

No-Go. Mittlerweile erwärmen sich wieder mehr Anleger für eine Portfolioeimischung von Synthesen. Einerseits sind die schlechten Erfahrungen in Vergessenheit geraten, andererseits zwingt die schwindende Liquidität an den Bondmärkten zu einem Zweckpragmatismus und dem Griff in die alternative Trickkiste."

Spiegelbild vom Frühling 2016?

Die derzeitige Situation erinnert Alexander Müller stark an die erste Jahreshälfte 2016, die ebenfalls von großen Mittelzuflüssen und einer starken Bewertungsverteuerung geprägt war. Doch aufgepasst: nachfragegetriebene Verteuerungen, ohne dass sich am intrinsischen Wert der Anlage etwas ändert sind immer mit Vorsicht zu genießen. Müller führt aus: "Wenn die Nachfrage plötzlich abebbt oder größere langfristige Investoren sich aufgrund der Überbewertung entscheiden, der Anlageklasse den Rücken zu kehren, kann dies rasch in Kurskorrekturen umschlagen, wie es in der zweiten Jahreshälfte 2016 schließlich auch der Fall war."

Pars pro toto

Die Airbus Wandelanleihe veranschaulicht dieses Phänomen exemplarisch. Als offiziell mit Single A eingestuftes Papier und einer Größe von 500 Millionen Euro wurde das im Juni 2015 emittierte Papier von allen großen Anlagefonds gezeichnet, obwohl es mit einem Kupon von 0 Prozent und einer Wandelprämie von über 60 Prozent versehen war. Ungeachtet dieser stolzen Bewertung verteuerte sich die Anleihe nachfragegetrieben um 8 Prozent. Als letztes Jahr dann schließlich die Phase größerer Mittelrückflüsse einsetzte, war die Anleihe dann eine der ersten, die aufgrund der guten Handelbarkeit und der Überbewertung abgestoßen wurde. Sie verbilligte sich im Nachgang um 6 Prozent. Derzeit ist das Papier wie sämtliche IG-Anleihen wieder nachgefragt und nähert sich seinen Bewertungshöchständen an. Die Verteuerung beziehungsweise Verbilligung des Airbus Wandlers im Verhältnis zum Aktienkurs zieht die folgende Grafik.



Flows geben die Richtung vor, keine Alpha-Chancen bei IG

Grundsätzlich lässt sich feststellen, dass die Anlageklasse heute zu einem erheblichen Teil Flow-getrieben und den eigentlichen Bewertungen losgelöst ist. Müller: "Das IG-Segment liefert durch die stolze Bewertung weiterhin keine Quelle für Alpha. Diese zunehmende Ausprägung sollte der involvierte Anleger kritisch und zeitnah beobachten."

Nicht alle Segmente von einer Verteuerung betroffen, BB und B sind interessant

Nun sind jedoch nicht alle Segmente bei den Wandelanleihen von dieser Verteuerung betroffen. Vor allem der Bereich der sub-Investment Grade Wandler (BB und B) ist deutlich weniger Flow-dominiert und handelt relativ stabil vor dem Hintergrund seiner intrinsischen Bewertung. Durch den industrieweiten Trend zur Größe sind die großen Wandelanleihen-Manager überproportional gewachsen. Dementsprechend ist das High-Yield Segment bei Wandelanleihen immer stärker in den Hintergrund gerückt, die typische Emissionsgröße von 150 bis 250 Millionen US-Dollar bei einem High-Yield Wandler ist für die großen Akteure zu klein und wird dadurch vernachlässigt. Diese Vernachlässigung eröffnet für einen aktiven und benchmarklosgelösten Manager attraktive Anlagechancen, die Quelle für marktunabhängiges Alpha ist dort nach wie vor vorhanden.

Kleine Emissionen von den Branchengiganten vernachlässigt

Als Paradebeispiel wäre eine Wandelanleihe wie die des schweizer Solarherstellers Meyer-Burger zu nennen, die die Vorzüge des Wandlers im Vergleich zur Aktie (Höherstellung in der Kapitalstruktur) anschaulich aufzeigt. Bei Kapitalerhöhungen verlieren Aktionäre durch die Verwässerung, Bondholder dagegen profitieren vom größeren Kapitalpolster. Für die großen Anlagefonds sind solche Titel zu arbeitsintensiv und vor allem zu klein, weiß Müller.

Meyer Burger: Wandelanleihe versus Aktie



Fazit: Kleinere Asset Manager haben größeren Opportunity-Set

Auf alle Fälle sollte sich der Endinvestor eingehend damit befassen, in welches Segment er bei den Wandelanleihen investiert (Indexnah versus indexlosgelöst, Investment Grade versus Beimischung High Yield). Die Risiko-Rendite Profile und vor allem der dafür zu zahlende Preis unterscheiden sich zur Zeit wieder wie seit langem nicht mehr. *(kb; Grafiken Bloomberg)*