

01.07.2019 | Märkte

Wandelanleihen im Finanzparadigma des betonierten Tiefzinses

Marktbeobachter, die bereits vor Jahren zum Urteil gelangten, dass das einzige von Bestand Bleibende die Unsicherheit sei, fühlen sich durch die Zunahme disruptiver Kräfte in allen gesellschaftlichen Bereichen (Technologie, Innen- und Geopolitik, Wertewandel und Umweltfragen) zweifellos bestätigt.



Alexander Müller (Bild), Partner und Geschäftsführer der auf das Management von Wandelanleihen spezialisierten Investment-Boutique Holinger Asset Management AG in der Schweiz.

© Holinger Asset Management

Wenn darüber hinaus die mächtigsten Zentralbanken in einer großen konzertierten globalen Aktion einen überraschenden Paradigmenwechsel signalisieren, von der sukzessiven Normalisierung der Geldpolitik mit strukturell höheren Zinsen die Kehrtwende zurück zur zinslosen Ökonomie mit unbeschränkter Kreditverfügbarkeit einzuleiten, wenn die Stimmen vielbeachteter Anlagekönige wie eines Ray Dalio plötzlich eine Institutionalisierung des Nullzinses bei gleichzeitiger Abschaffung jeglicher Obergrenzen für die Staatsverschuldung befürworten, kann dies das Gefühl zunehmender Unsicherheit nur weiter zementieren.

Anlageentscheidungen im Nebelmeer

"Dies ist die Situation, in der wir uns heute befinden", sagt Alexander Müller und führt weiter aus: "Zu einem Minimum an Verlässlichkeit auf die Verbindlichkeit gesetzter Spielregeln, die die notwendige Orientierungshilfe für eine sinnvolle langfristige Finanzplanung bieten, gesellt sich ein Maximum an negativ gefärbten Überraschungen, deren Tragweite tagtäglich abgeschätzt werden muss." Beides geschehe vor dem Hintergrund rekordhoher Marktpreise, die derzeit wieder nur eine Richtung zu kennen scheinen und sich vom Hintergrunddrauschen unbeeindruckt zeigen. Entscheidungsträgern im Bereich der finanziellen Vorsorge sei es nicht zu verübeln, wenn sie in dieser neuen Realität zunehmend Mühe bekundeten, Allokationsentscheidungen zu treffen. Einerseits sei der Spielraum samt Freiheitsgraden, regulatorisch bedingt, deutlich eingeschränkt worden, andererseits fehle durch mangelnde Sichtweite oft die klare Überzeugung, wohin sich die Märkte in naher Zukunft entwickeln werden. Im Resultat zeigt sich ein abnehmender Aktionismus bei aktiven Anlageentscheidungen, zunehmende Delegation hin zu passiven Anlagestrategien, zunehmende Berücksichtigung von Private Markets und die Tendenz, am Status quo getroffener Allokationsentscheide festzuhalten, solange sich diese im Rahmen der Zielsetzung vertreten lassen.

Sämtliche Anlageklassen haben sich verteuert, wengleich teuer immer relativ ist

Tatsächlich präsentieren die Finanzmärkte ein Bild, das mehr Rätsel aufgibt als es Antworten liefert. Rekordtiefe Zinsen an den Bondmärkten werfen die Frage auf, worin der Sinn in vermeintlich sicheren, aber garantiert verlustbringenden Anlagen liegt. Falls die fallenden Zinsen auf eine bevorstehende Wirtschaftsabschwächung hindeuten sollten, müsste dies weiterhin in den Aktienmärkten reflektiert werden, so Müller, doch diese befänden sich nach wie vor auf ihren Höchstständen: "Obwohl die Wirtschaft läuft und der Arbeitsmarkt kein Problem darstellt, zeigt sich in immer mehr Bondmärkten das Bild negativer Realzinsen. Darüberhinaus signalisieren die Zentralbanken ihre Bereitschaft, zusätzliche stimulierende Maßnahmen zu ergreifen."

Dem gegenüberstehend und spiegelbildlich zu den Aktienmärkten befänden sich die Risikoaufschläge für spekulative Kredite nahe ihren historischen Tiefständen, es scheine, als würden die Aktien- und Kreditmärkte einem liquiditätsgetriebenen Melt-Up die größere Wahrscheinlichkeit beimessen. Immerhin zeige sich mit dem erstmaligen Hinterfragen von Legitimation und Wirkung dirigistischer geldpolitischer Eingriffe ein neues Denkmuster am Markt, was die Nachfrageexplosion bei Gold und Kryptowährungen zu beweisen scheine. In diesem nicht stimmig erscheinenden Marktbild präsentieren sich einzelne Anlageklassen wie folgt (Bloomberg, in US-Dollar):

	YTD	Entfernung Höchststand	ann. Rendite seit Feb 2009
Globale Aktien	16.7%	all time high	13.3%
Globale Wandelanleihen	10.5%	all time high	9.4%
S&P 500	17.8%	all time high	16.1%
US HY Corporate Debt	10.6%	-13% (2014)	9.9%
US IG Corporate Debt	11.6%	all time high	6.5%
US 1-3 Yr Treasuries	2.3%	-1% (2016)	1.0%
US 7-10Yr Treasuries	6.6%	-2.6% (2016)	3.8%
US 20+ Yr Treasuries	10.5%	-5.5% (2016)	5.7%
Gold	10.5%	-23% (2011)	3.2%
Bitcoin	210%	-40% (2017)	n.a.
Global Hedge Funds	4.0%	-9.5% (2007)	1.8%

Rückblickend werden die Folgejahre der Finanzmarktkrise als Dekade überdurchschnittlicher jährlicher Renditen in sämtlichen Anlageklassen in Erinnerung bleiben. Bei der Frage nach Preisstabilität gibt es mit zwei unterschiedlichen Antworten zwei unterschiedliche Wahrheiten. Müller: "Während sich die an einem Warenkorb festgemachte Inflation auf mysteriöse Weise

verflüchtigt hat, zeigt sie sich in anderer Gestalt bei einer polarisierenden Vermögensverteuerung in ihrer vollen Größe."

Wandelanleihen haben sich historisch behauptet



	ann. Rendite	Volatilität	Sharpe-ratio
Globale Aktien	7.6%	14.5%	0.18
Globale Wandelanleihen	6.7%	10.8%	0.24

Quelle: Bloomberg

Für Convertibles gilt: Mission Accomplished

Wandelanleihen haben in der letzten Dekade - wie bereits davor - die Erwartungen erfüllt. Müller dazu: "Am Aufschwung der Aktienrenditen haben sie etwa mit zwei Drittel partizipiert, in der Risiko-Rendite Charakteristik ähneln sie dem Segment High Yield Debt. Bei näherer Analyse der risikoadjustierten historischen Rendite zeigt sich gegenüber globalen Aktien ein noch positiveres Bild: seit Auflage des Index im Januar 1994 weisen globale Wandelanleihen ein aktienähnliches Ergebnis bei deutlich tieferen Preisschwankungen auf, was in einer höheren Sharpe Ratio resultiert. Die manchmal zutage tretende Enttäuschung einzelner institutioneller Investoren mit der Anlageklasse rührt vermutlich daher, dass Manager zu viel versprochen und damit falsche Erwartungen geweckt hatten, oder aber dass sie die Benchmarkrenditen nicht erzielen konnten und damit unbefriedigende Resultate geliefert haben." Der Anlageklasse sei indessen kein Vorwurf zu machen.

Kategorisch betrachtet: Wandler als risikomindernder Aktiersatz

Spätestens hier wird offensichtlich, dass sich die Frage nach der Kategorisierung von selbst beantwortet. Obschon sie rechtlich zu den Schuldscheinen zählen, sind Wandler in ihrem Risiko-Rendite Verhalten viel näher bei Aktien anzusiedeln. Dass sie das Wort Anleihe im Namen tragen, kann ihnen gelegentlich zum Verhängnis werden. Für manch bekennden Aktienanleger ist jegliches Finanzinstrument, welches das Wort Anleihe in sich trägt, kategorisch ein Anathema, selbst dann, wenn es sich um eine Aktienanlage in anderem Gewand handelt. Es zählt zu einer der Hauptaufgaben eines Wandelanleihenmanagers, traditionellen Aktienanlegern aufzuzeigen, dass es auch außerhalb des herkömmlichen Universums aktienähnliche Anlageinstrumente gibt, die sich zur Portfoliooptimierung und Diversifikation anbieten: Wandelanleihen gehören definitiv dazu. Auf der anderen Seite des Spektrums sollten dem sicherheitsbedürftigen Investor, dessen Renditeziel den Aspekten Planbarkeit, Verbindlichkeit und Kapitalerhalt untergeordnet ist, reiner Wein mit der objektiven Beurteilung eingeschänkt werden, dass Wandelanleihen meist ungeeignet sind, um diese Ansprüche erfüllen zu können und sehr wahrscheinlich in Enttäuschung münden.

Wenngleich andere Renditetreiber nicht zu vernachlässigen sind

Auch wenn die Aktienkomponente das größte Gewicht besitzt, wird man Wandlern nicht gerecht, wenn man sie auf diesen Renditetreiber reduzieren würde. Sämtliche anderen vorhandenen Renditetreiber wie Kredit, Zinsen und Volatilität leisten innerhalb der Möglichkeiten ebenfalls wertvollen Performancebeitrag. In dieser Hinsicht weisen sie eine Gemeinsamkeit mit Makro- oder Multiasset Ansätzen auf, die sich lediglich darin unterscheidet, dass Makro und Multiasset aktiv Top Down gesteuert ist, während Wandelanleihen dazu nicht gleichermaßen prädestiniert sind.

Konvexität als innerer Steuerungsmechanismus

Die große Stärke und Einzigartigkeit der Wandelanleihe liegt vor allem darin, dass sämtliche Renditetreiber von Beginn angelegt sind und sich auf erstaunlich bemerkenswerte Weise auf ein eigenbalancierendes Zusammenspiel einlassen. Ein gutes Wandelanleihenportfolio muss nicht notwendigerweise gesteuert werden, dank seiner innewohnenden Konvexität es sich von selbst. Es bietet sich vielmehr an um optimiert zu werden, an Einzelstellen die laufende Rendite zu erhöhen, die Konvexität des Portfolios zu maximieren oder das Delta in solchen Namen zu konzentrieren, wo die Überzeugung groß ist. In gleichem Atemzug gehört dazu der Verzicht auf überbezahlte Namen mit unvorteilhaften Risiko-Rendite oder fantasielosen Profilen, denen intern das Label „totes Geld“ verliehen wird.

Renditetreiber der typischen Wandelanleihe beurteilt nach ihrer Relevanz

Auf die Frage, durch welche Haupttreiber die genannte langfristige Durchschnittsrendite von 6,7 Prozent bei einer Volatilität von 10,8 Prozent zustande kommt, lässt sich laut Müller grob folgende Antwort geben, sie steht gleichzeitig exemplarisch für die Anlageklasse:

Aktien - zu recht wird dem Wandelanleihenmanager die Frage nach der Aktienlastigkeit und Deltasteuerung häufig als erstes gestellt, denn durch die aktive Steuerung lässt sich ein Wandelanleihenportfolio defensiv im Sinne von wenig aktiensensitiv (Delta 20-30), balanciert als ausgewogene Kombination von Ertrags- und Renditequellen (Delta 30-60) oder dynamisch im Sinne von hoch aktienkorreliert (Delta 60-100) strukturieren. Das Delta der Anlageklasse selbst verändert sich auch über längere Phasen hinweg nur graduell, seit der Finanzkrise hat es sich von ca. 35 auf heute 55 bewegt und befindet sich fast ausschließlich im balancierten Bereich. Lediglich in äußerst seltenen Extremfällen zeigt sich die Anlageklasse entweder stark zins- oder aktienlastig, was sich dadurch erklärt, dass der Index durch Wandlung und Verfall, sowie durch Neuemissionen kontinuierlich durchmischt und automatisch rebalanciert wird.

Credits - weit weniger häufig erkundigt sich der Interessierte nach der Sensitivität eines Wandelanleihenportfolios im Hinblick auf eine Veränderung der Credit Spreads. Müller führt aus: "Teilweise erklärt sich das durch den beträchtlichen Teil an institutionellen Investoren, die regulatorisch dazu angehalten sind, in reine Investment Grade Strategien zu investieren. Bei diesen rückt die Relevanz des Credits deutlich in den Hintergrund. Aber selbst Investoren mit hohen Freiheitsgraden, die die Berücksichtigung des gesamten Anlageuniversums mit einem Großteil an BB-B Schuldnern ausdrücklich wünschen, scheint die Frage nach der Creditsensitivität nicht auf den Nägeln zu brennen." Umso wichtiger liege es dann am Portfolio Manager darauf hinzuweisen, dass Aktien und Credits hoch korreliert, die beiden Deltas gleichgerichtet sind und als Risikofaktor in ihrer Summe begriffen werden müssen.

Volatilität - bei der Volatilität als Renditetreiber handelt es sich genau genommen um die implizite Volatilität der inhärenten Wandeloption. Bei der Berechnung ergibt sich diese unter Berücksichtigung des aktuellen Aktienkurses, Credit Spreads und Zinsniveaus als ein Residuum von Delta, Credit und laufzeitgerechten Zins und wird dadurch vielfach missverstanden. Kein Zweifel besteht darüber, dass die Optionalität des Wandlers eine risikomindernde Eigenschaft darstellt, welche den beiden gleichgerichteten Risikofaktoren Aktien- und Credit-Exposure entgegenwirkt. Das Missverständnis entsteht in der Annahme, dass die implizite Volatilität in Stressphasen der tatsächlichen Volatilität im selben Ausmaß folgen müsse. Das jedoch sei nicht der Fall, so Müller: "Es wäre sogar denkbar, dass die implizite Volatilität als reines Residuum durch den Verkaufsdruck auf Aktie, Credit und Wandler temporär fällt. Im gleichen Zug bewegt sich jedoch die implizite Volatilität im vergleichbaren Optionsmarkt nach oben, dort herrscht freie Handelbarkeit und die sprunghafte Nachfrage nach Absicherung wird auf abnehmendes Angebot treffen. Wenn die Volatilitäten also strukturell gestiegen sind, die implizite Volatilität des Wandlers jedoch nicht, entsteht eine Arbitrage-Situation, die spezialisierte Hedge Fonds rasch für sich nutzen werden. Mit einer Verzögerung wird die implizite Volatilität des Wandlers schließlich auch steigen."

Somit stimmt die Grundvorstellung der Optionalität als einem konvexen Asset, aber ohne Garantie auf einen Automatismus. Realistisch betrachtet nimmt sich der von der Volatilität hervorgerufene Preisanstieg des Wandlers im Verhältnis zum Kursverlust durch die Aktie und den tieferen theoretischen Bond Floor sehr klein aus.

Zinsen - was manchen überraschen wird: Obwohl Wandelanleihen Zinsinstrumente sind, spielen Zinsveränderungen als Renditetreiber keine nennenswerte Rolle. Die durchschnittliche Duration der Anlageklasse liegt historisch bei unter zwei Jahren, dementsprechend klein ist die Zinssensitivität. Obwohl die meisten Wandelanleihen eine Laufzeit von fünf Jahren aufweisen, räumen viele Wandler dem Investor nach zwei Jahren das Rückgaberecht (Put) ein, die Anleihe vorzeitig zu 100 Prozent zu kündigen. Müller: "Die Frage nach der Zinssensitivität von Wandlern gewann insbesondere im letzten Jahr an Aktualität, als es ausgemacht schien, dass die Fed die Zinsen strukturell auf ein deutlich höheres Niveau anheben würde. Das Problem hat sich mit der diesjährigen Zinswende nach unten von selbst gelöst, aber auch wenn sich die Befürchtung wesentlich höherer Zinsen bewahrheitet hätte, wäre die negative Auswirkung auf Wandelanleihen vernachlässigbar gewesen."

Strukturelle Risiken: Marktkapitalisierung, Handelbarkeit, Emissionstrends, Mittelflüsse

Marktkapitalisierung - die Markttiefe der Anlageklasse zeigt sich über Jahre unverändert stabil bei etwa 530 Milliarden US-Dollar. Der globale Wandelanleihenindex beansprucht davon rund 300 Milliarden, die restlichen 230 Milliarden aller ausstehenden Wandelanleihen sind in keinem der Indizes enthalten. Die im Vergleich zu den großen Anlagensegmenten eher bescheiden wirkende Marktkapitalisierung mit schwacher Benchmarkdurchdringung könnte auf einen ersten Blick als Risiko erscheinen, entpuppt sich aber bei näherem Hinsehen als Vorteil, schafft sie ein nährreiches Biotop für Alpha, welches sich durch aktive, benchmarkunabhängige Anlagestrategien nachhaltig realisieren lässt.

Handelbarkeit - die Liquidität bei Wandelanleihen ist wie in sämtlichen anderen Anleihe-segmenten heute deutlich tiefer als vor zehn Jahren. Die Anzahl der Investmentbanken hat sich stark verringert, Eigenhandel- und Risikolimiten für "overnight risk" sind deutlich gesunken, und die personelle Besetzung der Trading Desks lediglich ein Schatten von einst. Erstaunlicherweise funktionieren Preisfindung und Abwicklungsfähigkeit immer noch äußerst gut, die heutigen Handelsabteilungen haben sich angepasst und gelernt, mit dieser neuen Welt umzugehen. Dabei spielt ganz sicher auch eine große Rolle, dass Leverage (mehrfach gehebelte Wandelanleihenpositionen von Hedge Funds) heute nur noch in sehr geringem Ausmaß zum Einsatz kommt, insbesondere bei Wandelanleihen ist jegliches spekulatives Element dem langfristigen Anlagemotiv gewichen.

Emissionstätigkeit - nach einem Rekordjahr 2018 für Neuemissionen hat sich 2019 bisher ebenfalls als starkes Jahr für Neuemissionen gezeigt. Alleine in USA wurden letztes Jahr über 70 Wandler (ca. 28 Milliarden US-Dollar) an den Markt gebracht, die Mehrheit davon in den disruptiven Sektoren Biotechnologie und Software. Die erste Jahreshälfte zeigt sich nicht minder aktiv, bis Ende Juni wurden in den USA 50 Neuemissionen gezählt. Müllers Fazit: "Nach wie vor werden Wandelanleihen als Finanzierungsform eingesetzt, dabei mehr denn je von Unternehmen aus transformativen und wachstumsstarken Segmenten."

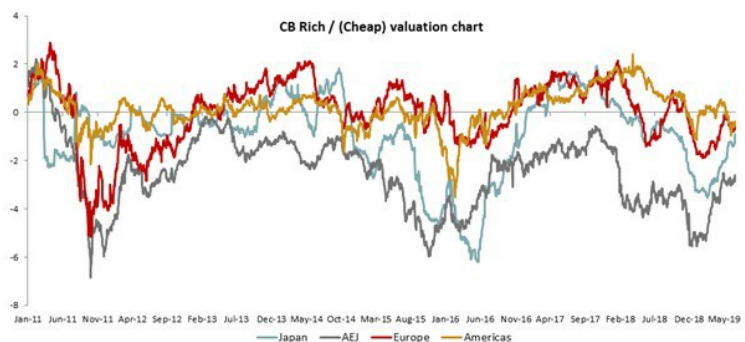
Fund Flows - spiegelbildlich zum positiven Emissionstrend, der das Anlageuniversum aufgefrischt und verbreitert hat, haben institutionelle Anleger der Anlageklasse in den letzten beiden Jahren tendenziell den Rücken gekehrt, was sich an den geschätzten Nettoabflüssen von über fünf Milliarden US-Dollar 2018 und drei Milliarden in diesem Jahr zeigt. Über die Ursachen dieser Abkehr von der Anlageklasse, die grundsätzlich äußerst gute Ergebnisse geliefert hat, lassen sich nur Vermutungen aufstellen- Müller dazu: "Sicher sind gestiegene regulatorische Anforderungen an Versorgungseinrichtungen mitverantwortlich dafür, dass das Risikobudget an anderer Stelle, meist bei den alternativen Anlagen veranschlagt wird. Weiterhin lässt sich nicht leugnen, dass viele der als „defensiv“ bezeichneten Wandelanleihenstrategien im Investment Grade Bereich zuletzt Mühe bekundeten, die kundenseitig gestellten Renditeerwartungen zu erfüllen. In diesem Fall muss der Vorwurf in der leichtfertigen Art von Kommunikation gesucht werden, die Erwartungen schürt, die von Teilssegmenten dieser Nischenanlageklasse kaum je erfüllt werden können."

Wandelanleihen als Diversifikationsbaustein

In den zuvor beschriebenen strukturellen Charaktereigenschaften sind die Gründe zu finden, weshalb Wandelanleihen bis heute ein Nischendasein fristen. Dies prädestiniert sie geradezu als idealen Baustein für zusätzliche Portfoliodiversifikation, insbesondere dann, wenn es ruhig um sie wird und sie wie heute fast schon ein Dornröschendasein fristen. Immer wenn keiner mehr von Wandlern spricht, sinkt gleichzeitig die Gefahr, diesen konvexen Diversifikationsbaustein überteuert einzukaufen.

Marktbewertung gegenüber der theoretischen Bewertung

Von Überbewertung keine Spur



Quelle: Nomura

Realisierbare Fehlbewertung oder Value Trap?

Zwar haben sich Trendfolgestrategien mit einem Fokus auf solche Assets, denen die Anlegermehrheit nachjagen, in der letzten Dekade bewährt. Contrarians jeglicher Gestalt sehen sich nicht nur durch die entstandenen Opportunitätsverluste verunsichert, sondern ebenfalls bei der herkömmlichen Definition von Value. Gleich wie günstig sie optisch erscheinen mögen, ist der Bestand langwährender traditioneller Geschäftsmodelle in der heutigen disruptiven Gegenwart nicht länger gesichert. Niemand vermag zu garantieren, dass sich eine identifizierte Unterbewertung eines Aktienunternehmens in absehbarer Zeit in Kursgewinnen niederschlägt. Ganz anders bei Wandelanleihen, welchen ein unvermeidlich näherrückendes Verfalldatum in die Hände spielt. Zwar können einzelne Wandelanleihe-segmente über längere Zeitperioden strukturell unterbewertet handeln (wie beispielsweise Asien). Die einzelne Wandelanleihe an sich erfreut sich spätestens bei Fälligkeit und Rückzahlung/Wandlung eines Zahltags zu festgelegten Konditionen, der bisher bestehende Fehlbewertungen in realisiertes Alpha verwandelt.

Wandelanleihen für welche Art von Investor?

Nicht alleine die historische Korrelation der Anlageklasse, sondern ebenfalls das Zerlegen der Wandelanleihe in ihre Einzelbestandteile, um die Wirkungsweise zu verstehen, kommen zum selben eindeutigen Ergebnis: Wandelanleihen befinden sich klar im Lager der mit Aktienrisiko behafteten Anlagen. Wer absolute Sicherheit sucht, wessen Risikobudget sehr eng gefasst ist oder wer eine dezidiert pessimistische Sicht auf die Aktienmärkte besitzt, ist mit Wandelanleihen schlecht beraten und gehört zur falschen Zielgruppe. In Risk-Off-Phasen und Drawdowns kann mit Wandelanleihen keine positive Rendite erzielt werden. Dass Wandler dann vielleicht weniger schlecht abschneiden als vergleichbare Anlageklassen, ist nicht mehr als ein schwacher Trost.

Risiko als Chance begreifen

Dafür sprechen Wandelanleihen die andere Sorte von Anlegern an, die zu risikobehafteten Anlagen keine Alternative sehen und ihre Bemühungen darauf richten, möglichst kalkuliertes Risiko mit guten Chancen einzugehen und für das eingegangene Risiko angemessen entschädigt zu werden. Müller: "Für den Investor, der Risiko immer auch als Chance begreift, sind Wandler als strategischer Baustein in der Asset Allokation prädestiniert, bieten sie gleichzeitig Aktienexposure, Konvexität und eine Höherstellung in der Kapitalstruktur, die die Rückzahlungswahrscheinlichkeit erhöht. Zudem sind Wandelanleihen als komplexes und unübersichtliches Nischensegment mit sporadisch auftretenden Fehlbewertungssituationen bis heute eine Alpha-Quelle und bieten wertvolles Diversifikations-Potential abseits des Herdentriebs und Anlage-Mainstreams." (kb)