

GASTBEITRAG: WANDELANLEIHEN RISIKOMINDERNDE BAUSTEINE IN DER GLOBALEN ASSET ALLOCATION

Bei vielen Versorgungseinrichtungen dominiert die Einschätzung, dass das Niedrigzinsumfeld auf absehbare Zeit anhalten wird, und die Einführung von Negativzinsen auf Barmittel schafft den risikofreien Zinssatz ab. In dieser neuen Anlagewelt stehen Entscheidungsträger vor einem Dilemma: Einerseits müssen Renditeversprechen erreicht, andererseits Portfoliorisiken im Zaum gehalten werden. Wandelanleihen können dabei helfen, Mehrrenditen nicht mit zusätzlichem Risiko zu bezahlen.

Um der derzeit schwierigen Anlagesituation zu begegnen, ist die Diversifizierung in wenig korrelierte Anlageformen ein erster Schritt. Ein zweiter Schritt ist die Optimierung der

Anlageklassen, etwa durch den Einsatz aktiv verwalteter Produkte. Das Ziel dabei sollte sein, für ein gegebenes Risiko eine höhere Rendite zu erwirtschaften. Für eine entsprechende Neuausrichtung bei risikobehafteten Anlagen sind Wandelanleihen eine überaus geeignete Anlageklasse.

Wandelanleihen sind Unternehmensanleihen, die bei vorteilhafter Kursentwicklung in Aktien des emittierenden Unternehmens getauscht werden dürfen. Vereinfacht formuliert sind Wandelanleihen Aktienan-

lagen mit eingebautem Sicherheitsnetz, denn das Anlagekapital wird am Ende seiner Laufzeit in der Regel vollumfänglich

zurückgezahlt. Regulatorisch fallen sie deshalb in die Anleihenquote. Ihr historisches Risiko-Rendite-Verhältnis ähnelt jedoch stärker dem von Aktien, die Korrelation von globalen Wandelanleihen zu globalen Aktien lag in den letzten 20 Jahren bei rund 80 Prozent. Aktienähnliche Renditen und anleiheähnliche Risiken können Wandelanleihen zwar nicht dauerhaft liefern, durch ihre Beimischung lässt sich aber das Risiko eines Aktienportfolios signifikant senken.

Attraktive Renditen, niedrige Zinssensitivität, mäßiges Risiko

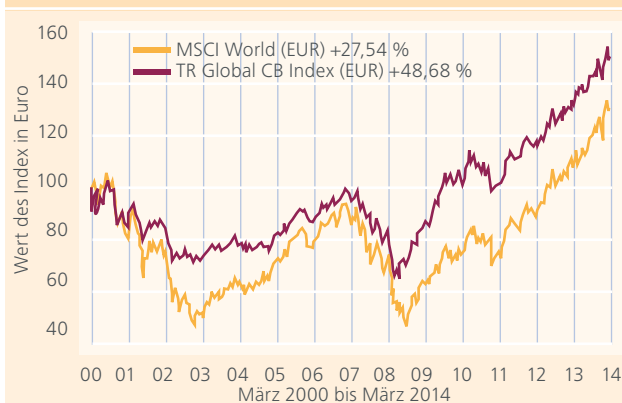
In den letzten 20 Jahren war die annualisierte Rendite von globalen Wandelanleihen und globalen Aktien mit jeweils 7,5 Prozent annähernd gleich. Auf Sicht von 15 Jahren lieferten Wandelanleihen sogar eine jährliche Mehrrendite von einem Prozent.

Vor allem in Abschwungphasen erzielten Wandelanleihen einen Renditevorsprung. Ihr Risiko war dabei deutlich geringer, je nach Zeithorizont wiesen sie lediglich 60 bis 70 Prozent des Verlustrisikos von Aktien auf.



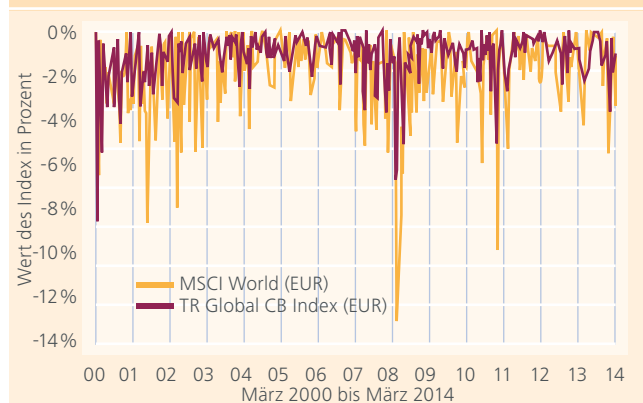
Alexander Müller,
Partner und Geschäftsführer
Holinger Asset Management

Wertentwicklung globale Aktien (MSCI World) und globale Wandelanleihen (Thomson Reuters Global Convertible Bond Index) in Euro



Quelle: Holinger Asset Management

Volatilität (Verlustpotenzial auf Wochenbasis) von MSCI World und Thomson Reuters Global Convertible Bond Index in Euro



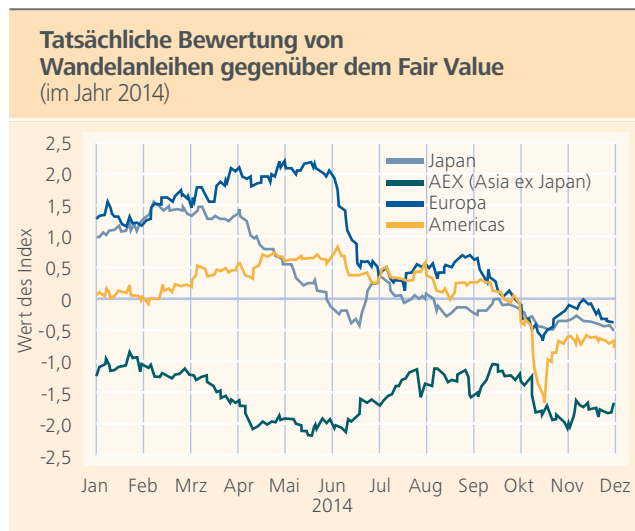
Quelle: Holinger Asset Management

Ein weiteres Merkmal von Wandelanleihen ist ihre geringe Zinssensitivität: Durch ihre kurze durchschnittliche Laufzeit reagieren sie auf Zinsanstiege nur minimal. Durch all diese Eigenschaften können Wandelanleihen die Zinssensitivität in der Bondquote eines globalen Portfolios senken und gleichzeitig die Aktiensensitivität bei geringerem Risikobeitrag erhöhen.

Wandelanleihen in Europa und den USA überhitzten

Der Finanztheorie zufolge gibt es dauerhaft keinen „free lunch“. Dass Wandelanleihen gegenüber Aktien trotzdem jahrelang vorteilhaft abschneiden konnten, dürfte an ihrer Unterrepräsentierung in institutionellen Portfolios gelegen haben, die zu einer Unterbewertung beitrug. Inzwischen führt die Suche nach Rendite zu einer allmählichen Höherbewertung von Wandelanleihen.

Im ersten Quartal 2014 etwa verteuerten sich Wandelanleihen stärker als globale Aktien, obwohl auch die Aktienkurse stiegen. Die Outperformance war unter anderem auf die starken Mittelzuflüsse in Wandelanleihenfonds zurückzuführen. Der Primärmarkt konnte die Nachfrage nicht ausreichend mit Neuemissionen stillen, obwohl die Emissionstätigkeit sich verstärkte. Vor allem solide Investment-Grade-Schuldner fanden Eingang in institutionelle Portfolios, und ihre Wandler verteuerten sich markant. Spätestens im Mai 2014 zeigten sich dann Überhitzungserscheinungen: Europäische Wandelanleihen wurden rund zwei Prozent über ihrem fairen Wert gehandelt, Convertible Bonds aus den USA waren um etwa ein Prozent überbewertet. Lediglich asiatische Wandler waren noch mit einem Abschlag auf den fairen Wert erwerbbar.



Quelle: Nomura

Die Überbewertung in Europa und den USA war nicht haltbar. Große institutionelle Anleger und Wandelanleihen-Hedgefonds begannen, ihre Bestände zu reduzieren oder zu liquidieren. Der Verkaufsdruck führte zu einer Korrektur der Bewertungen, insgesamt verkraftete die Anlageklasse den Nettoabfluss von geschätzt über einer Milliarde US-Dollar jedoch recht gut. Dies ist umso erstaunlicher, als die Risikotragfähigkeit von Brokern und Investmentbanken stark zurückging und ihre Handelsbücher sich entsprechend verkleinerten.

Vom Zins- zum Aktieninstrument

Die Charakteristik von Wandelanleihen hat sich verändert. Während der Finanzkrise galten Wandelanleihen mit Verfallrenditen von bis zu zwölf Prozent noch als Ersatz für

„Emittenten müssen sich derzeit gut überlegen, wie attraktiv sie eine Neuemission für eine erfolgreiche Erstnotiz ausgestalten müssen.“

Alexander Müller

Hochzinsanleihen. Danach stieg der „Bond Floor“, der Anleiheanteil am Gesamtwert, durch die Erholung an den Finanzmärkten kontinuierlich. Spätestens 2013 war das Krediteinengungs- und Zinssenkungspotenzial ausgeschöpft, die effektive Verzinsung der Wandler sank auf etwa ein Prozent. Gleichzeitig stieg ihre Aktiensensitivität, das Delta, von 0,25 auf 0,5 Prozent. Die Folge war, dass Wandelanleihen sich bei einer positiven Aktienentwicklung auch dann weiter verteuerten, wenn von der Zinsfront nichts mehr zu erwarten war. Praktisch übergangslos wurden Wandler vom reinen Zins- zum Aktieninstrument.

Der Ausblick für Wandelanleihen hängt weiterhin stark von der Aktienmarktentwicklung ab. Die Bewertungskorrektur im vergangenen Jahr dürfte positiv zu bewerten sein, denn die Wandler sind nicht mehr überverteuert. Ein Beispiel dafür lieferte die Neuemission eines Wandlers von Red Hat Anfang Oktober 2014, die mit einem Kupon von 0,25 Prozent und Fälligkeit per Oktober 2019 auf den Markt kam. Trotz bestechender Eckdaten – „BBB“-Rating und „Kaufen“-Einstufung der Aktie von mehr als 35 Analysten – war das Interesse aufgrund des relativ hohen Ansatzpreises eher zaghaft. Schließlich wurde die Neuemission zu verbesserten Konditionen neu gepreist. Im Klartext bedeutet dies, dass Emittenten nicht mehr alles zu jedem Preis absetzen können. Sie müssen sich gut überlegen, wie attraktiv sie eine Neuemission für eine erfolgreiche Erstnotiz ausgestalten müssen. Deshalb bieten Wandelanleihen derzeit eine sehr attraktive Alternative zu Aktienengagements, zumal sich Anleger mit Wandlern deutlich weniger Risiko einkaufen.