

ESSAY | WANDELANLEIHEN

Anlegen mit Airbag

Immer wenn die Aktienmärkte längere Phasen mit Kurszuwächsen verzeichnen, fragen sich selbst stark **sicherheitsorientierte Investoren**, ob sie davon nicht partizipieren sollten. Wie sich Sicherheit von Anleihen mit Renditechancen von Aktien kombinieren lässt, erklärt Gastautor Patrick Gügi

Viele konservative Investoren verzichten darauf, niedrige Renditen gegen die Aussicht auf höhere Gewinne einzutauschen. Die Gründe sind mögliche Kursverluste und damit verbundene Schlaflosigkeit. Dabei muss eine Partizipation an steigenden Aktienkursen nicht zwangsläufig über das Investment in Aktien erfolgen. Die Lösung ist eine Anlage, die einen „Airbag“ integriert hat: Wandelanleihen.

Wandelanleihen sind festverzinsliche Wertpapiere mit der Zusage, die Anleihe in einem bestimmten Zeitraum in eine vorher festgelegte Anzahl Aktien umwandeln zu können. Also eine Mischung aus Aktien- und Anleiheinvestment. Ein wichtiges Merkmal ist das asymmetrische Kursverhalten – die Kombination aus garantiertem Rückzahlungspreis (limitiertes Risiko) und unlimitiertem Kurspotenzial nach oben. Dank des Wandlungsrechts profitieren Anleger von steigenden Aktienmärkten. Da aber kein Zwang zur Wandlung besteht, kann bei schlechter Börsenlage die Anleihe behalten werden, und man hat damit eine garantierte Rückzahlung. Daher bieten Wandelanleihen einen effizienten Kapitalschutz.

Wandelanleihen als Timinghilfe für Investoren

Aus der Asymmetrie ergibt sich noch ein bis dato von Anlegern wenig beachteter Effekt. Denn Asymmetrie ist gleichbedeutend mit Timinghilfe. Die Timinghilfe entspricht einer Anlagestrategie, die Verluste begrenzt und Gewinne laufen lässt. Schwierige Entscheidungen werden dem Investor dadurch teilweise abgenommen. Die Wandelanleihe reduziert gewissermaßen selbstständig das Aktien-Exposure (über die Wandelanleihe indirekt gehaltenes Aktienrisiko aufgrund der Call-Option) bei fallenden Märkten und erhöht es bei steigenden Börsen. Das ist der entscheidende Unterschied zu einer Aktien-Renten-Strategie ohne Wandelanleihen. Häufig halten selbst professionelle Anleger Verlustpositionen zu lange oder verkaufen im Aufschwung zu früh. Wandelanleihen helfen sozusagen, die Anlegerpsychologie auszuschalten.

Wie gewöhnliche Anleihen reagieren Wandelanleihen auch auf Zinsschwankungen. Doch es be-

steht eine deutlich tiefere Zinssensitivität. Es handelt sich hier um eine Folge der Bewertungsmodelle. Es gilt: je höher die Zinsen, desto höher der Wert des Wandelrechts. Denn aus theoretischer Sicht ist das Wandelrecht nichts anderes als eine Call-Option. Und Call-Optionen reagieren gemäß dem finanzmathematischen Modell von Black und Scholes positiv auf steigende Zinsen. Damit wird ein Teil des Verlusts auf der Anleihe kompensiert.

Diversifizierender Charakter im Portfolio

Ein weiterer bedeutsamer Aspekt der Wandelanleihe ist ihr diversifizierender Charakter in einem Portfolio. Denn der Wert einer Wandelanleihe ist von drei Faktoren abhängig. Neben Aktien- und Rentenmarkt ist dies die Volatilität der Börse: Der Wert einer Wandelanleihe steigt mit zunehmender Börsenvolatilität beziehungsweise fällt mit sinkender Volatilität. Das macht Sinn, denn in volatilen Märkten ist der Kapitalschutz der Wandelanleihe wertvoller und daher teurer.

Entscheidend ist die Tatsache, dass zwischen Börse und Volatilität ein inverser Zusammenhang besteht. Das heißt: Bei stark fallenden Märkten und insbesondere im Crash nimmt die Volatilität markant zu, im stabil steigenden Umfeld sinkt sie. In Wandelanleihenportfolios werden Börsenschwankungen durch die Gegenläufigkeit der Bewertungskomponenten (Börse rauf, Volatilität runter) ausgeglichen. Dieser Effekt ist äußerst wirksam. Reine Aktien/Anleihenportfolios verfügen nicht über einen vergleichbaren Ausgleichsmechanismus.

Renditen im Vergleich

Beim Vergleich von drei Benchmarks aus den Segmenten Wandelanleihen, Aktien und Anleihen im Zeitraum von 1997 bis Dezember 2010 geht der UBS Global CB (ein Wandelanleihenindex) mit einer jährlichen Rendite von 6,77 Prozent als Sieger hervor. Der ML Global Broad Market Corp (Index von Unternehmensanleihen) steht mit einem jährlichen Plus von 5,42 Prozent immerhin noch vor dem breit anliegenden Aktienindex MSCI World (5,25 Prozent). Nicht berücksichtigt sind in diesem Vergleich die unterschiedlichen Verlustrisiken der Anlagen.



Patrick Gügi
CEO Fisch Asset Management

Gügi ist seit 2008 CEO bei Fisch Asset Management. Er verfügt über rund 20 Jahre Erfahrung in der Vermögensverwaltung. Zuvor war er als Head Swiss and Global Equities im Asset Management der Credit Suisse tätig. Patrick Gügi hat im Bereich Finance (Portfoliooptimierung) promoviert und ist seit 1999 Dozent an der Fachhochschule ZHAW. Fisch Asset Management zählt weltweit zu den führenden Experten auf dem Gebiet der Wandelanleihen. Die Aktiengesellschaft wurde 1994 von Kurt Fisch und Pius Fisch mit Sitz in Zürich gegründet und verwaltet mit 40 Mitarbeitern ein Kundenvermögen von rund 4,6 Milliarden Schweizer Franken.

Zahlen belegen den langfristigen Erfolg der Wandler (siehe auch Grafik). Beim Vergleich von drei Benchmarks aus den Segmenten Wandelanleihen, Aktien und Anleihen im Zeitraum von 1997 bis Dezember 2010 ging die Wandelanleihe mit einer jährlichen Rendite von 6,77 Prozent als Sieger hervor. Und sogar Unternehmensanleihen brachten mehr Rendite als ein breiter Aktienindex. Wer also Wandelanleihen bevorzugt hat, konnte gegenüber direkten Investments in Aktien und Anleihen einen Mehrertrag generieren.

Chancen mit Neuemissionen aus asiatischen Ländern

Auch in der jüngeren Vergangenheit konnten Wandelanleiheninvestoren zufrieden sein. Das Jahr 2010 geht als ein positives in die Geschichte ein und bescherte den Anlegern, je nach Strategie, durchschnittlich zwischen fünf und 20 Prozent Rendite. Ausschlaggebend waren in erster Linie die positiven Aktienmärkte und die Einengung der Credit Spreads. In der Regionenallokation war vergangenes Jahr Asien die beste Wahl und zyklische Branchen wie Konsum und Technologie waren die Favoriten, während die defensiven Branchen, wie zum Beispiel Pharma, eher enttäuschten. Die Entwicklungen entsprechen damit genau den Erwartungen an eine Wirtschaft, die aus der Rezession kommt.

Im Bereich der Neuemissionen wurde mit einem weltweiten Volumen von knapp über 100 Milliarden US-Dollar ein akzeptables Ergebnis auf Niveau der beiden Vorjahre erreicht. Bemerkenswert ist dabei, dass Asien ex Japan mit rund einem

Viertel der Neuemissionen auch hier seine aufstrebende Stellung untermauert. Führend bleiben die USA mit fast 40 Milliarden Dollar Volumen, während Europa auf rund 20 Milliarden Dollar kommt und Japan auf etwa fünf Milliarden Dollar. Besonders in China fanden sich viele interessante und lohnenswerte Papiere von Unternehmen mit guter Qualität. Aber auch der kleine südkoreanische Markt bot attraktive Chancen.

Für 2011 stehen die Ampeln auf Grün. Die Indikatoren lassen ein weiteres starkes Börsenjahr erwarten, von dem der Wandelanleihe Markt überdurchschnittlich profitieren dürfte. Voraussetzung für steigende Börsenkurse ist ein wirtschaftliches Umfeld, bei dem alles „auf Kurs“ bleibt. Und das ist der Fall, solange die notenpolitischen Maßnahmen weiter so erfolgreich greifen wie bisher.

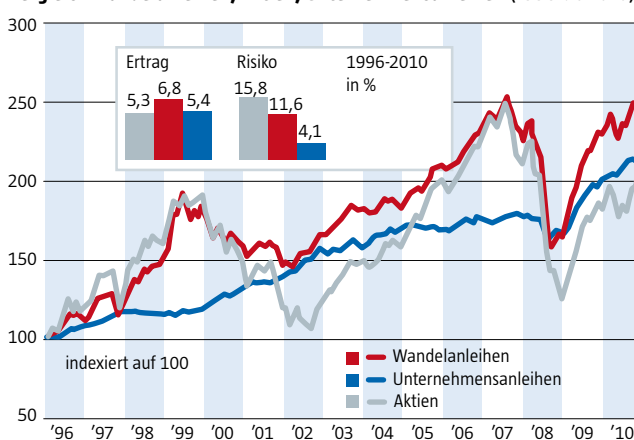
Die Bekämpfung der Reflation durch die USA klappt sehr gut, da das Geld in den Kreislauf fließt und keine Geldfalle entstanden ist. Der gesamte Börsenzyklus, der neben steigenden Aktien auch steigende Zinsen erwarten lässt, spielt den besonderen Eigenschaften der Wandelanleihe in die Hand. Da sich Zinssteigerungen bei Wandelanleihen kaum negativ auswirken, sollte die relative Performance der Anlageklasse dieses Jahr besonders günstig ausfallen.

Wachstumsbranchen auf der Kaufliste ganz oben

Langfristig bleiben Asien und zahlreiche Länder der Emerging Markets für Wandelanleiheninvestoren interessant. Aufgrund der jüngsten Bremsmanöver der Notenbanken Chinas und Indiens, die zu einer vorübergehenden Korrektur der Märkte führen könnten, ist derzeit eine taktische Übergewichtung der USA und Europas sinnvoll. Wachstumsbranchen, allen voran Technologietitel, sind momentan auf der Kaufliste ganz oben. Und in puncto Neuemissionen ist in diesem Jahr mit einem höheren Volumen zu rechnen, insbesondere wenn die Bullen die Oberhand behalten.

Und sollten sich die Bären auf Jahressicht durchsetzen, kann der Wandelanleiheninvestor aufgrund der beschriebenen vorteilhaften Eigenschaften dieses Instruments bestimmt besser schlafen als der Aktienanleger.

Vergleich Wandelanleihen, Aktien, Unternehmensanleihen (1996 bis 2010)



Quelle: Fisch Asset Management