

asset avenue
Solutions für Anlageprofis

Oktober 2011

Wandelanleihen bieten viel Potenzial



**Portfoliobaustein für stürmische Zeiten –
Asymmetrisches Rendite-Risikoprofil – Mindestens dreijähriger
Anlagehorizont empfehlenswert**

Von CONSTANTIN PRINZ ZU SALM-SALM

Derzeit zieht ein massives Sturmtief über die Finanzmärkte und in dessen Folge wurden viele „Gebäude“ stark beschädigt. Die Wiederherstellung nach dem letzten Orkan aus 2008/2009 war mancherorts noch nicht einmal ganz abgeschlossen. Eine Schneise der Zerstörung zieht sich durch die meisten Aktienportfolios. Auch das Vertrauen in die Architektur sowie die klassischerweise verwendeten Materialien hat gelitten und so fragen sich viele Anleger, wo die Alternativen zu finden sind.

In der Nische der Wandelanleihen steckt viel Potenzial, sagt Michael Prinz zu Salm-Salm, Gründer und geschäftsführender Gesellschafter der auf Wandelanleihen spezialisierten Salm-Salm & Partner GmbH. Seit mehr als 20 Jahren plädiert er in vielen Gesprächen und Interviews dafür, Wandelanleihen stärker in den Anlagemix aufzunehmen.

Funktionsweise und Eigenschaften

Eine Wandelanleihe ist eine festverzinsliche Anleihe eines börsennotierten Unternehmens, die innerhalb eines festgelegten Zeitraums mit dem Recht, aber nicht der Pflicht, versehen ist, zu einem festgelegten Verhältnis diese Anleihe in Aktien des Unternehmens zu wandeln.

Das asymmetrische Rendite-Risikoprofil ist im Wesentlichen genau diesem Recht geschuldet, Anleihen in Aktien wandeln zu dürfen. Steigen die Aktienkurse, so steigt die Wandelanleihe ebenfalls, da die Call Option an Wert gewinnt. Bei schwachen Aktienmärkten kann der Investor die Zinskupons der Anleihe vereinnahmen und erhält sein Kapital am Ende der Laufzeit zurück.

Aus diesen Eigenschaften resultiert auch eine Art automatisches Markttiming: Steigen die Aktien, so steigt auch die Partizipationsrate (Delta) an dieser Bewegung. Fallen die Aktienkurse nimmt die WA eher anleiheähnliche Charakterzüge an und verliert somit deutlich weniger als die zugrunde liegenden Aktien, in die das Wandelrecht besteht. Die theoretische Wertuntergrenze für eine Wandelanleihe ist ihr reiner Anleihenwert, auch Bondfloor genannt. Dieser entspricht dem Barwert einer vergleichbaren Anleihe ohne Wandelrecht. Der Barwert einer Anleihe wird durch Diskontierung des zukünftigen Zahlungsstroms (Kuponzahlungen und Tilgung) – mit dem jeweils „fairen“ Zinssatz für das Unternehmensrisiko – auf den heutigen Tag bestimmt. In der Vergangenheit habe der Bondfloor als Wertuntergrenze immer gehalten. Einzige Aus-

nahme sei 2008/2009 gewesen, erklärt Michael Prinz zu Salm-Salm. Die massive Spekulation auf Kredit und deren Zwangsliquidierung hätten damals zu irrwitzigen Kursen geführt.

Man schätzt, dass der Marktanteil derartig gehebelter Hegefonds aktuell ca. 25% beträgt. In 2008 hingegen sollen es 75% gewesen sein. Auch die Finanzierung von kreditfinanzierter Spekulation ist für die Fonds deutlich teurer geworden, sodass die Gefahr einer Wiederholung als gering zu bezeichnen ist.

Marktverfassung und Attraktivität

Insbesondere der jüngste Rücksetzer an den Märkten macht WA äußerst attraktiv. Im Bereich der rentennahen Convertibles hat eine Ausweitung der Credit Spreads (Risikoaufschläge des Unternehmenssektors gegenüber dem „risikofreien Zins“ [Bundesanleihen]) zu niedrigen Bewertungen geführt. Unterstellt man also einen höheren risikoadjustierten Zins für ein Unternehmen als noch vor vier Wochen, so ist ein geringer Anleihenwert im Bewertungsmodell die Folge. Die Kurse sinken demnach. Fragen sollte sich der WA Investor jedoch, ob es im aktuellen Marktumfeld gerechtfertigt ist, dass dem Unternehmenssektor per Saldo ein höhe-

res Risiko zugesprochen wird als Staatssteteln. Auch die gefallenen Aktienkurse haben Einfluss auf den Preis der WA, da die Prämie einer WA auf den aktuellen Aktienkurs entsprechend gestiegen ist und das Wandelrecht somit weniger wert ist. Dies ist vor allem im Bereich der aktiennahen und ausgewogenen WA zu beobachten. Wichtig zu wissen ist, dass die Renditen auf Endfälligkeit sich im Verhältnis zum Kurs einer Anleihe antagonistisch verhalten. Das heißt: Mit den jüngst gesunkenen Kursen geht eine höhere Renditeerwartung der Titel einher.

Langfristig sind meist zwei Effekte nach Tiefdruckgebieten am Finanzmarkt zu beobachten. Die Credit Spreads engen sich gegenüber dem risikofreien Zins wieder ein und die Aktienkurse erholen sich parallel dazu. Beides sind entsprechend positive Werttreiber für Wandelanleihen. Wer jetzt einsteigt, kann von guten Renditen auf der Anleihe Seite und hohen Chancen auf eine Extra Performance aus dem Wandelrecht profitieren. Einen mindestens dreijährigen Anlagehorizont sollten Wandelanleiheanleger aber in jedem Fall mitbringen.

Eine hauseigene Untersuchung der Vergangenheit bestätigt die positive Meinung zu Wandelanleihen. In den vergangenen 15 Jahren haben europäische Wandler, gemessen an Indizes der Bank of America Merrill Lynch, bei weniger Volatilität besser rentiert als Aktien. Auch gegenüber klassischen Unternehmensanleihen ohne Wandelrecht war die Performance der Wandler besser. Lediglich

die Schwankungsbreite war naturgemäß – aufgrund des Wandelrechts in Aktien – etwas höher als bei Unternehmensanleihen. Wie die Grafik zeigt, ist also durch den Einsatz von Wandelanleihen eine Verbesserung der Effizienz in Portfolien möglich.



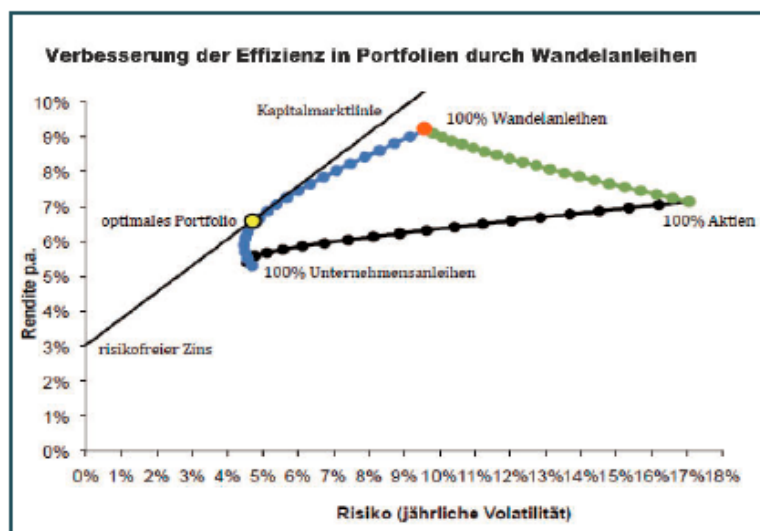
Constantin Prinz zu Salm-Salm

Auf der vertikalen Achse ist die Wertentwicklung in Prozent p. a. abgetragen, während die horizontale Achse die entsprechende Schwankungsbreite (Volatilität) bezeichnet. Das optimale Portfolio, welches sich aus den gegebenen Anlagemöglichkeiten ergibt, liegt im Tangentialpunkt der Kapitalmarktklinie mit den Marktinstrumenten. Die Kapitalmarktklinie ist eine lineare Funktion, die sich aus der Kombination des risikolosen Zinses (hier: zehnjährige Bundesanleihen mit 3% p. a.) mit den möglichen Marktportfolios ergibt. Der Tangentialpunkt der Kapitalmarktklinie mit den risikobehafteten Marktopportunitäten zeigt das Portfolio mit der bestmöglichen Rendite-Risiko-Relation auf. In Europa war dies in

den letzten 15 Jahren eine Kombination aus rund 30% Wandelanleihen und 70% Unternehmensanleihen ohne den Einsatz von Aktien oder Staatsanleihen. Die Rendite für diese Wertpapierkombination hätte 6,5% p. a. bei einer Schwankungsbreite von nur 4,7% betragen. Die Sharpe Ratio, welche misst, wie viel Mehrrendite pro übernommener Einheit Risiko entsteht, beträgt hier 0,75.

Frühere Untersuchungen führten zu annähernd gleichen Ergebnissen, wie eine Studie der Privatbank Hauck & Aufhäuser zeigt. Im untersuchten Zeitraum, 1998 bis 2008 erwirtschafteten Wandelanleihen durchschnittlich 7% p. a., während die Volatilität mit 7,5% gemessen wurde. Im gleichen Zeitraum konnte ein gemischtes Portfolio aus dem Stoxx 50 Aktienindex und dem REXP-Staatsanleiheindex im Durchschnitt nicht mehr als 6% p. a. erwirtschaften, wobei die Volatilität rund 12% betrug. Weiterhin wurde die Beimischung in das zuletzt genannte gemischte Portfolio untersucht, wobei die höchste Sharpe Ratio mit 0,74 wiederum bei einem Anteil der Wandelanleihen von rund 30% am Gesamtportfolio gemessen wurde.

Beim Wiederaufbau der angeschlagenen „Gebäude“ sollten Anleger demnach den Einsatz von Wandelanleihen in Betracht ziehen. Vorteile sind: das asymmetrische Kursverhalten und die damit einhergehende Optimierung des Rendite Risiko Verhältnisses. Während in vielen Portfolios Staatsanleihen und Aktien das Fundament und den Rohbau bilden, sollte sich jeder überlegen, für den weiteren Ausbau Wandelanleihen in Betracht zu ziehen.



Quelle: Salm-Salm & Partner GmbH

„In den vergangenen 15 Jahren haben europäische Wandler, gemessen an Indizes der Bank of America Merrill Lynch, bei weniger Volatilität besser rentiert als Aktien. Auch gegenüber klassischen Unternehmensanleihen ohne Wandelrecht war die Performance der Wandler besser.“

Constantin Prinz zu Salm-Salm,
Geschäftsführender Gesellschafter,
Salm-Salm & Partner GmbH,
Bad Kreuznach