

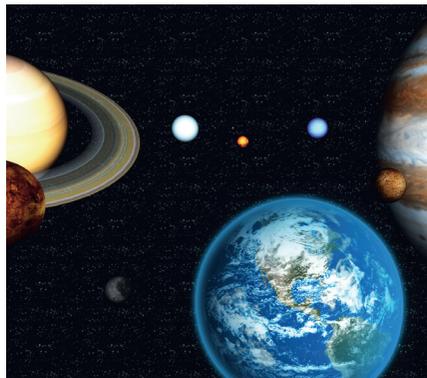
Das Beste aus zwei Welten

Immer mehr Anleger lernen die Vorzüge von Wandelanleihen zu schätzen. Vor allem zu Zeiten fallender Aktienkurse erfreuen sie sich regen Interesses. In puncto Performance übertreffen Wandelanleihen festverzinsliche Anlagen und können längerfristig auch mit Aktien mithalten.

Patrick Baldia • p.baldia@geld-magazin.at

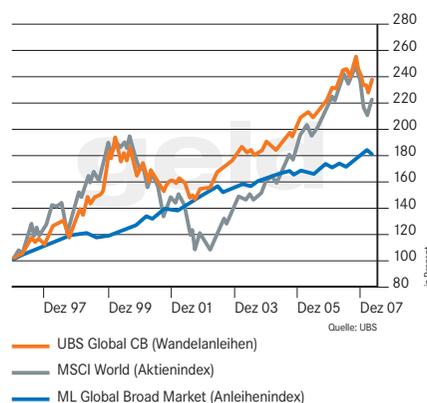
Wie kaum eine andere Asset-Klasse verbinden Wandelanleihen – auch bekannt als Wandelschuldverschreibungen, Wandelobligationen oder Convertible Bonds – die Faktoren Sicherheit und Kurspotenzial. Für den Kapitalschutz sorgt die Anleihekompone, für die Renditechancen die Option, einen Teil der Wandelanleihe in Zukunft in Aktien umwandeln zu können. Besonders zu Zeiten fallender Börsenkurse erfreut sich das Chamäleon unter den Anlageprodukten regen Interesses seitens der Anleger. „Allerdings sind Wandelanleihen nicht nur in Zeiten volatiler Märkte die Anlageform der Wahl. Wandelanleihen gehören wegen ihres überlegenen Risiko-Ertrags-Profiles in jedes langfristig ausgerichtete Portfolio“, so Léonard Vinville, Manager des M&G Global Convertibles Fund.

Nach Angaben der Schweizer Großbank UBS belief sich der weltweite Markt für Wandelanleihen Ende 2007 auf 478 Milliarden Euro. Davon fielen 234 Milliarden Euro auf die USA. Mit einer Kapitalisierung von 122 Milliarden Euro ist der europäische Markt noch relativ überschaubar. Zum Ver-



OUTPERFORMER

Mit Wandelanleihen konnten sowohl Bonds als auch Aktien geschlagen werden.



gleich: Während in den USA Wandelanleihen-Emissionen durchschnittlich 200 Millionen Euro ausmachen, sind es in Europa 50 Millionen Euro. Noch in den Kinderschuhen steckt freilich der asiatische Raum mit einem Marktvolumen von 54 Milliarden Euro. Für Beat Thoma, Leiter des Asset Management bei Fisch Asset Management, trotzdem ein heißes Pflaster. „Im Moment gibt es eine Reihe von sehr interessanten asiatischen Wandelanleihen, die auf Dollar laufen, mit Aktien aus China oder Japan“, so der Schweizer. Gemeinsam mit dem Konkurrenten Jefferies zählt Fisch Asset Management zu den Marktführern im Bereich Wandelanleihen in Europa.

Kurspotenzial

„Das wichtigste Merkmal von Wandelanleihen ist das asymmetrische Verhalten“, so Thoma. Konkret spricht der Experte das unlimitierte Kurspotenzial nach oben an – im Falle von steigenden Aktienmärkten –, verbunden mit einem begrenzten Risiko nach unten. „Nimmt der Markt zu, wird die Wandelanleihe immer mehr zur Aktie, fällt der

PERFORMANCE-VERGLEICH: WELCHE ASSET-KLASSE GEWINNT?

Auf längere Sicht lassen sich mit Wandelanleihen höhere Renditen erzielen als mit herkömmlichen Unternehmensanleihen. Im Vergleich zu Aktien ist die Volatilität bei Wandelanleihen deutlich geringer. Stark: Bei Betrachtungszeiträumen von zehn als auch von drei Jahren konnten Anleger mit Convertible Bonds höhere Renditen erzielen als mit Aktien – und das bei deutlich niedrigerer Volatilität. Zu Zeiten von Bullenmärkten fährt man mit Aktien klarerweise besser.

Anlageklasse	15 Jahre		10 Jahre		5 Jahre		3 Jahre	
	Jährl. Rendite in %	Volatilität in %	Jährl. Rendite in %	Volatilität in %	Jährl. Rendite in %	Volatilität in %	Jährl. Rendite in %	Volatilität in %
Aktien	9,6	19,0	1,7	21,3	10,6	13,8	4,7	15,6
Wandelanleihen	8,7	9,0	4,3	9,7	5,5	5,9	5,7	6,7
Anleihen	5,6	3,4	4,1	2,9	2,7	2,6	-0,5	2,2

Stand: März 2008; Quelle: Exane, per 31.3.2008, auf Euro-Basis. Die Wertentwicklung von Wandelanleihen wird anhand des ECI Europe Index dargestellt, die Performance von Aktien anhand des STOXX50, und die Zahlen für Anleihen beruhen auf europäischen Investment-Grade-Anleihen.

INTERVIEW



*Gerhard Kratochwil,
Manager des CONVERT-
INVEST European
Convertible Fund.*

geld: Welche Strategie verfolgen Sie bei der Wandelanleiheauswahl?

Grundsätzlich wenden wir bei jedem unserer Fonds eine andere Strategie an. Beim CONVERTINVEST European Convertible Fund verfolgen wir zum Beispiel einen Absolute-Return-Ansatz. Dabei werden die Einzeltitel auf Basis technischer und fundamentaler Analyse ausgewählt. Bei der Aktie schauen wir uns das Bewegungsmomentum genau an. Dazu kommt eine Analyse der Aktiensensitivität, Rendite, Kreditqualität und natürlich des Preises. Prinzipiell veranlagen wir nur in Wandelanleihen von Unternehmen mit guter bis sehr guter Qualität, also Investment-Grade-Qualität. Das Ziel ist die Erzielung von Kapitalgewinnen bei Bewahrung eines attraktiven Risiko-Ertrag-Verhältnisses.

geld: Mit welchem Referenzwert vergleichen Sie die Fondsp performance?

Aufgrund unseres Investmentansatzes verwenden wir keine direkte Benchmark. Zum Vergleich konnte man sich aber am Goldman

Sachs Index für europäische Wandelanleihen orientieren.

geld: Nach welcher Art Delta (Korrelation zu Aktien) orientieren Sie sich?

Bei uns wird der Delta-Rahmen auf technischer Basis vorgegeben. Beim CONVERTINVEST European Convertible Fund kann er je nach Börsenphase zwischen null und 0,50 betragen. Das bedeutet, dass, falls der Aktienkurs um zehn Prozent steigt, der Wert der Wandelanleihe um fünf Prozent zunimmt. In einer Bärenphase wird er etwa auf null reduziert.

geld: Was versteht man unter der Konvexität eine Wandelanleihe?

Darunter versteht man das Phänomen, dass Wandelanleihen während ihrer Laufzeit auf positive Kursbewegungen anders reagieren als auf negative. Steigt etwa der Aktienkurs um eine gewisse Punktzahl, wird die Wandelanleihe nur um einen Prozentsatz dieses Wertes zunehmen.

geld: Wie kann man die Performance von Wandelanleihen zu Crashzeiten, beispielsweise beim Platzen der IT-Blase zu Beginn des Jahrtausends, beschreiben?

Im Vergleich zu Aktien waren die Einbrüche tatsächlich gering, der Bond Floor hat hier Schlimmeres verhindert. Grundsätzlich kann man sagen, dass sich bei schwachen Börsenphasen viele Aktienanleger mehr den Wandelanleihen zuwenden.

geld: Wie schaut eigentlich die Performance im Vergleich zu Aktien aus?

Zu Zeiten eines Bullenmarktes fährt man natürlich mit Aktien besser, das sollte auch gar nicht anders sein. Investiert man aber über mehrere Marktzyklen, ist das mittelfristige Risiko-Ertrags-Profil bei Wandelanleihen besser. Sonst würden wir auch nicht auf dieses Anlageprodukt setzen.

geld: Es scheint, man hat es mit einem nahezu perfekten Anlageprodukt zu tun. Sollte man das nun jedem Anleger empfehlen?

Wandelanleihen sind hochkomplexe Produkte, die Einzelpersonen in der Regel nicht zuzumuten sind, selbst wenn ein gewisses Maß an Basiswissen vorhanden ist. Dazu kommt die Notwendigkeit, laufend die Entwicklung der Wandelanleihe sowie eine Reihe von Einflussfaktoren zu analysieren.

Markt, wird sie immer mehr zur Anleihe“, so Thoma weiter. Für das Fondsmanagement gilt es jenen Bereich anzusteuern, wo die Wandelanleihe zu zwei Dritteln am Gewinn der steigenden Aktienkurse partizipiert, aber nur zu einem Drittel an den Verlusten. Dieser „magische“ Bereich liegt bei einem Delta – der Maßzahl, die die Aktiensensitivität der Wandelanleihe beschreibt – zwischen 0,30 und 0,70. Gerhard Kratochwil, Manager des CONVERTINVEST European Convertible Fund, orientiert sich beispielsweise an einem Delta zwischen 0,0 und 0,5. „Das bedeutet, dass, falls der Aktienkurs um zehn Prozent steigt, der Wert der Wandelanleihe um fünf Prozent zunimmt“, so Kratochwil. In einer Bärenphase kann der Delta-Rahmen auf null reduziert werden.

Nicht zu verachten ist auch der psychologische Aspekt des wandelbaren Anlageprodukts. Im Gegensatz zu einer reinen Aktien/Renten-Strategie werden dem Anleger bei Convertible Bonds schwierige Investmententscheidungen abgenommen. Wie viele Börsianer haben nicht schon während einer Aufschwungphase einen Titel zu früh verkauft oder bei fallenden Kursen Verlustpositionen zu lange gehalten? Da bei Wandelanleihen die Anlagestrategie praktisch vorgegeben ist, können solche Panikreaktionen verhindert werden. Die Wandelanleihe hilft also psychologische Hemmschwellen zu überwinden. Wandelzwang besteht grundsätzlich keiner – außer es handelt sich um ein Produkt mit Umtauschpflicht. So muss bei den sogenannten Mandatory Convertible Bonds die Anleihe

bis zum Ende der Laufzeit zu einem vorher festgesetzten Bezugsverhältnis in Aktien umgewandelt werden. Im Normalfall entscheidet jedoch der Zeichner selbst, ob und zu welchem Zeitpunkt er von seinem Wandelrecht Gebrauch machen möchte. Grundsätzlich ist die Wandlung dann interessant, wenn der Kurs der beigefügten Aktie deutlich über dem Wert der Anleihe liegt und die umgewandelten Aktien gewinnbringend verkauft werden können. Machen hingegen die Bären die Börsen unsicher, empfiehlt es sich weiter auf die Anleihe zu setzen, die Zinsen zu lukrieren und zum Ende der Laufzeit sein Kapital zurückzubekommen.

Das Wandelrecht basiert auf der in der Wandelanleihe enthaltenen Option und →

➔ bietet eine weitere Chance für den Anleger. Der Wert der Option steigt mit der Schwankungsbreite – sprich: der Volatilität – der Aktienmärkte. Kurz: Je höher die Volatilität, desto teurer ist das Wandelrecht und damit auch die Wandelanleihe. Experten sprechen hier von einer neuen Asset-Klasse, die einem Portfolio zugefügt wird: einem Zertifikat auf Marktvolatilität. Wichtig sei, dass zwischen Börse und Volatilität ein inverser Zusammenhang besteht. Bei starken und steigenden Märkten, nimmt die Schwankungsbreite zu. In Wandelanleihenportfolios werden Börsenschwankungen durch diesen Mechanismus ausgeglichen. Dieser Volatilitätseffekt kann auch als zusätzliche Risikodämpfung gesehen werden, der das Portfolio stabiler macht.

Starke Performance

Auch punkto Performance brauchen sich Wandelanleihen nicht zu verstecken. Für das laufende Jahr sprechen Experten von einem durchschnittlichen Wertzuwachs zwischen sechs und acht Prozent. Auf längere Sicht lassen sich mit Wandelanleihen höhere Renditen erzielen als mit Unternehmensanleihen. Je nach Betrachtungszeitpunkt kann sich auch der Vergleich zu Aktien sehen lassen. „Zu Zeiten eines Bullenmarktes fährt man mit Aktien besser, das geht auch gar nicht anders. Investiert man aber über den Zyklus hinaus, ist das mittelfristige Risiko-Ertragsprofil besser“, so Kratochwil. Der direkte Vergleich des UBS Global CB mit dem MSCI World gibt dem Wandelanleihenexperten recht. Über einen Zeitraum von zehn Jahren liegt der Wandelanleihenindex knapp über

dem Aktienindex. Noch deutlicher wird der Unterschied, wenn man die Volatilitäten der Anlageklassen vergleicht. So ist die Schwankungsbreite von Wandelanleihen über den Zehn- sowie den Dreijahreszeitraum deutlich geringer als jene von Aktien.

Die Vorteile von Convertible Bonds werden durch eine Reihe von Nachteilen erkaufte. So ist etwa die Verzinsung deutlich geringer als bei herkömmlichen Anleihen. Konkret ist die Höhe des Nominalzinssatzes abhängig vom allgemeinen Zinsniveau, der Bonität des Schuldners sowie vom Wert des Umtauschrechts – je höher der Wert des Wandelrechts, desto niedriger wird der Kuponsatz angesetzt sein. Einen weiteren Makel stellt der sogenannte Verwässerungseffekt dar, der bei Kapitalerhöhungen, neuen Convertible-Bond-Emissionen oder bei hohen Dividendenausschüttungen eintreten kann und den Wert einer Wandelanleihe mindert. Diesem Risiko kann durch die Festsetzung von Verwässerungsschutzklauseln in den Emissionsbedingungen entgegengetreten werden. Problematisch: Geht der Emittent pleite, kann es auch zu einem Totalausfall für den Anleger kommen. Aus diesem Grund wird der Bonitätsanalyse enorme Bedeutung beigemessen. Bei Fisch Asset Management beschäftigen sich etwa vier Mitarbeiter ausschließlich mit dieser Aufgabe.

Für Unternehmen stellt die Emission einer Wandelanleihe eine Art der Fremdkapitalaufnahme dar – zu weitaus günstigeren Konditionen als bei einem herkömmlichen Kredit wohlgeemkrt. Nimmt der Anleger die

Wandeloption wahr, dann wird ein Teil des Fremdkapitals zu Eigenkapital, das nicht mehr zurückbezahlt werden muss, weshalb Experten auch von einer über die Zeit verteilten Kapitalerhöhung sprechen. Angenehmer Nebeneffekt: Der Zinsaufwand des Unternehmens mindert den zu versteuernden Gewinn. In Europa nutzen vor allem etablierte Unternehmen, wie die Deutsche Telekom, Siemens oder der französische Werbekonzern Publicis, Wandelanleihen vorwiegend aus finanztechnischen Gründen; in den USA dagegen eher wachstumsorientierte Firmen. „Asien stellt hier einen Sonderfall dar. Hier treten sowohl etablierte Unternehmen als auch Wachstumsfirmen als Emittenten auf“, weiß Thoma.

Fonds besser

Interessierten Anlegern legen die Experten Wandelanleihen-Fonds ans Herz. „Wandelanleihen sind hochkomplexe Produkte, die Einzelpersonen in der Regel nicht zuzumuten sind, selbst wenn ein gewisses Maß an Basiswissen vorhanden ist“, so Kratochwil. Für eine erfolgreiche Veranlagung sei die laufende Beobachtung der Wandelanleihe sowie die Analyse einer Reihe von Einflussfaktoren Voraussetzung. Beim CONVERTINVEST European Convertible Fund wählt der erfahrene Fondsmanager etwa die Einzeltitel anhand einer eingehenden technischen und fundamentalen Analyse aus. Aktiensensitivität, Rendite und Kreditqualität werden einer genauen Analyse unterzogen. Nachsatz: „Nur so können bei der Bewahrung eines attraktiven Risiko-Ertrag-Verhältnisses gleichzeitig auch Kapitalgewinn und Einkommen erzielt werden.“

TOP-WANDELANLEIHEN

In der Tabelle finden Sie eine Auswahl attraktiver Wandelanleihen-Fonds. Zum Beispiel konnte mit dem DWS Invest Convertibles in den vergangenen drei Jahren insgesamt eine Performance von 30 Prozent eingefahren werden.

ISIN	Fonds	KAG	AA	VG	6M	1J	3J	5J	10J
LU0179219752	DWS Invest Convertibles	DWS	3,09 %	1,20 %	-1,2 %	2,8 %	30,0 %	-	-
LU0159201655	LODH Invest – Convertible Bond	Lombard Odier	5,00 %	1,00 %	-4,4 %	-0,8 %	26,7 %	35,1 %	-
LU0114314536	RMF Convertibles Europe	RMF	5,00 %	1,50 %	-4,8 %	-9,0 %	24,7 %	35,6 %	-
DE0006372527	Cominvest Wandelanleihenfonds	cominvest	3,00 %	0,90 %	-3,0 %	-4,2 %	22,8 %	29,0 %	-
LU0129412341	JPM Global Convertibles	JPMorgan	5,00 %	1,25 %	-5,1 %	-2,7 %	22,6 %	39,5 %	-
AT0000674999	CONVERTINVEST European Convertible Fund	Convertinvest	4,00 %	1,07 %	-2,8 %	-2,3 %	20,8 %	27,2 %	-

Quelle: Lipper Hindsight, 6. Juni 2008