

Wandelanleihen auf dem Prüfstand



Von Gabriella Bättig-Macor
Head of Fund Distribution
and Institutional Sales
Asset Management
Jefferies (Schweiz) AG, Zürich

In volatilen Börsenzeiten sind Wandelanleihen eigentlich eine bewährte Anlagekategorie. Eine Wandelobligation besteht aus einer Anleihe und einer Call Option. Zum einen bietet die Anleihe einen gewissen Kapitalschutz; gleichzeitig besteht mit der Option die Möglichkeit, an steigenden Aktienkursen unbeschränkt zu partizipieren. Am Ende der Laufzeit entspricht der Wert der Wandelanleihe dem Wert der Aktien im festgelegten Umtauschverhältnis. Im schlechtesten Fall erhält der Anleger den Nominalwert zurück. Während der Laufzeit gilt bei Wandelanleihen als grobe Faustregel, dass sie mit ca. 2/3 von einem Kursanstieg der Aktie profitieren, jedoch bei fallenden Aktienpreisen nur zu ca. 1/3 korrigieren.

Diese Regel bestätigte sich während vergangener Aktienbaissen. Auch zu Beginn der aktuellen Finanzkrise zeigten sich Wandelanleihen gegenüber den starken Verlusten an den Aktienmärkten noch recht resistent. September und Oktober 2008 gelten jedoch als die zwei schwierigsten Monate in der langen Wandelanleihegeschichte. In der Tat hat sich die Negativperformance am Aktienmarkt markant auf die Preise der Wandelanleihen ausgewirkt. Zeit also für eine

kritische Betrachtung dieser Anlageklasse.

Als Kombination von Aktie und Obligation unterliegt die Wandelanleihe den Einflussfaktoren dieser beiden grundlegenden Kapitalformen, wobei das Aktienexposure durch eine Option (Wandelrecht) abgedeckt wird. Dadurch kommt die Volatilität als drittes wichtiges Preisbildungselement hinzu.

Theoretischer Bond Floor

In der Theorie nimmt die Wandelanleihe bei fallenden Aktienkursen dank ihres hybriden Charakters immer mehr die Qualitäten einer Anleihe an, d.h. Kursschwankungen der zugrundeliegenden Aktie schlagen sich kaum noch in der Notierung des Papiers nieder. Die Wandelanleihe handelt nun bei einem Wert, der demjenigen einer reinen Obligation entspricht. Dieser vermeintlich natürliche Kapitalschutz ist ein theoretischer Wert und mitnichten statisch. Er richtet sich nach der Kreditfähigkeit des zugrundeliegenden Unternehmens, welche sich im Risikoaufschlag gegenüber einer risikofreien Anlage misst (Credit Spread). Wandelanleihen haben heute ausgesprochenen Obligationencharakter und reagieren als solche wie Unternehmensanleihen auf Zinssatzveränderungen und auf die Kreditwürdigkeit des Schuldners. Seit Ausbruch der Finanzkrise haben sich die Credit Spreads von Wandelanleihen, gemessen an Vergleichsgrößen herkömmlicher Unternehmensanleihen (Credit Spreads oder Credit Default Swaps), jedoch überproportional ausgeweitet.

Aktiensensitivität (Bond Floor)

Der Einfluss der Aktienkomponente hat sich hingegen drastisch verringert. So liegt heute zum Beispiel bei europäischen Wandelanleihen das durchschnittliche Delta unter 20% (vor 12 Monaten lag es noch bei rund 60%). Das Delta oder auch der Aktienanteil widerspiegelt die Sensitivität einer Wandelanleihe (oder eines Wandelanleihefonds) gegenüber Kursschwankungen der zugrundeliegenden Aktie. Je grösser der Aktienanteil ist, desto

stärker reagiert der Wandler auf Kursschwankungen.

Durch den Wertzerfall haben sich erhebliche Fehlbewertungen ergeben, und der Wandelanleihenmarkt ist historisch auf sehr tiefem Niveau. Dabei darf nicht vergessen werden, dass die generelle Korrektur an den Finanzmärkten nicht auf fundamentale Überbewertungen zurückzuführen ist, sondern ihren Ursprung in einer Kreditkrise hat. Im Umfeld der allgemeinen Verunsicherung haben Wandelanleiheverkäufer denn auch Bewertungskriterien völlig ausgeblendet; was zählt, ist einzig die Liquidität.

Hoher Abgabedruck

So erklären fallende Aktienkurse und höhere Risikoaufschläge die Verluste am Wandelanleihenmarkt nur teilweise; viel einschneidender wirkte sich der immense Abgabedruck auf die Preisbildung von Wandelanleihen aus. Der starke Kurssturz und das extreme Misstrauen an den Börsen führten zu massiven Verkäufen seitens immer risikoaverserer Anleger, die den liquiden Handel im Wandelanleihenmarkt als den nächstgelegenen Notausgang nutzten. Der Liquiditätsbonus, den diese Anlageklasse bisher genoss, wurde ihr jetzt zum Verhängnis.

Verstärkt wurde der Abgabedruck durch umfangreiche Verkäufe von Hedge Funds im Bereich Convertible Bond Arbitrage. Diese haben sich in den vergangenen Jahren zu grossen Marktteilnehmern entwickelt. Ihre Strategie zielt darauf ab, mit unterbewerteten Wandelanleihen einen risikolosen Gewinn zu erzielen. Dafür wird das Aktienexposure mit Leerverkäufen abgesichert. Diese Hedge Funds sahen sich gleichzeitig mit mehreren Problemen konfrontiert: einerseits mussten sie aufgrund von Rückflüssen Positionen liquidieren, andererseits zwang sie die Zurückhaltung der Banken bei der Kreditvergabe, ihre Verschuldung abzubauen, was weitere Verkäufe bedingte. Zudem haben regulatorische Beschränkungen der Leerverkäufe diese Strategie kurzzeitig zum Erliegen gebracht. Der Konkurs

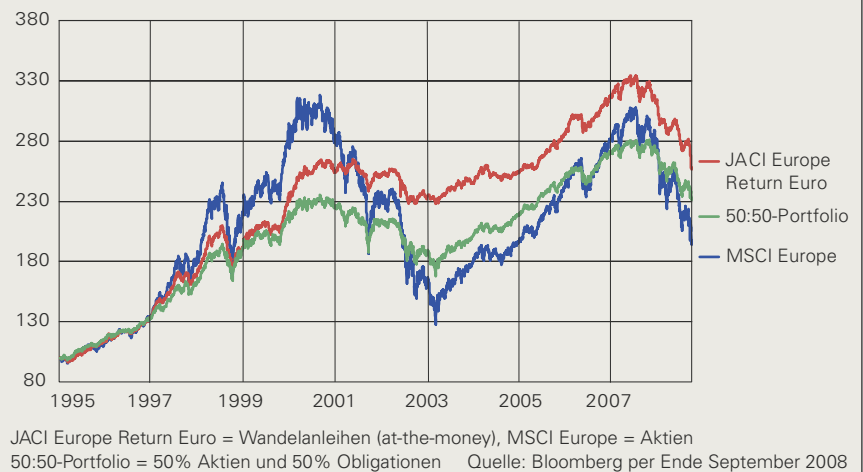
von Lehman Brothers, einem etablierten Akteur am Wandelanleihenmarkt, zog zahlreiche Notverkäufe mit sich, was den Angebotsüberhang zusätzlich ansteigen liess. Doch damit noch nicht genug, wurde zusätzlich der Eigenhandel im Zuge der sich verschärfenden Lage an den Märkten bei vielen Wertpapierhäusern massiv eingeschränkt, und aufgrund von schärferen Kapitalrestriktionen wurden keine Positionen mehr auf die eigenen Bücher genommen.

Kurzum, die Liquidität am Wandelanleihenmarkt versiegte, der Handel kam selbst bei Papieren von Schuldnern mit einer guten Bonität praktisch zum Erliegen. Während in den vergangenen Wochen die Volatilitätsindizes an den globalen Aktienmärkten explodierten, gerieten die Bewertungen, gemessen an der impliziten Volatilität, bei den Wandelanleihen massiv unter Druck.

Investmentopportunitäten

Diese Situation bietet attraktive Investmentopportunitäten. Die Rettungsmassnahmen für den Finanzsektor haben zwar kurzzeitig zu einer Entspannung bei den Risikoaufschlägen geführt, im langjährigen Vergleich liegen diese jedoch immer noch auf hohem Niveau. Eine Rückkehr zur Normalität an den Anleihenmärkten wird die enormen Risikoaufschläge weiter sinken lassen, die Bewertungsverzerrungen werden irgendwann wieder korrigiert. Nicht jedes Unternehmen mit ausstehenden Wandelanleihen wird in Zahlungsverzug kommen, viele von ihnen sind durchaus profitable Unternehmen.

Der europäische Wandelanleihenmarkt



Unbestritten ist, dass sich die Risikoaversion der Anleger über die vergangenen Monate deutlich verschärft hat und sich angesichts der düsteren Konjunkturaussichten nur geringfügig zurückbilden wird. Bei künftigen Anlageentscheiden werden insbesondere Kapitalerhalt und Risikominimierung im Vordergrund stehen. Zudem werden die Investoren einfache, transparente Produkte bevorzugen. Bei dieser Betrachtung dürfen Wandelanleihen nicht links liegen gelassen werden. Denn über einen langen Zeitraum betrachtet bieten Wandelanleihen als Anlageklasse, im Vergleich mit Aktien und einem Balanced Portfolio, ein äusserst attraktives Risiko/Ertrags-Profil.

Wandelanleihen sind keine komplexen Anlagevehikel und gehören nicht zur neuen Generation der Finanzinnovationen. Seit Jahren sind sie für Unternehmen ein etabliertes Finanzierungsinstrument. Aufgrund der Turbu-

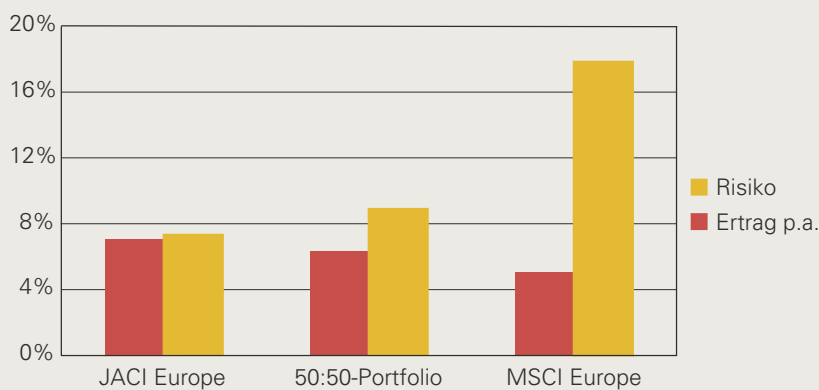
lenzen an den Kreditmärkten haben die Banken ihre Kreditkonditionen verschärft und nicht nur Finanzinstitute, sondern auch Industrieunternehmen werden sich in Zukunft mit deutlich höheren Finanzierungskosten konfrontiert sehen. Auch wird es für Unternehmen schwierig werden, in diesem Umfeld Risikokapital (d.h. Aktien) zu plazieren, was der Wandelanleihe als Finanzierungsform zusätzlich Auftrieb geben wird. Um Käufer zu finden, müssen diese Papiere zu sehr attraktiven Konditionen auf den Markt kommen und damit ansprechende Investitionsmöglichkeiten bieten.

Wandelanleihen wurden aufgrund ihrer Liquidität abgestraft und haben in den vergangenen Wochen überproportional gelitten. Sie sind aktuell auf Niveaus bewertet, welche geradezu ein Endzeitszenario reflektieren. Dies, gekoppelt mit einer zu erwartenden Belebung des Marktes durch attraktive Neuemissionen, eröffnet grosse Investmentchancen. Das momentane Horten von Cash wird nicht ewig dauern. Sobald das Vertrauen in die Finanzmärkte zurückkehrt, sobald auf den Kreditmärkten eine Stabilisierung eintritt, werden sich die Kreditaufschläge auf Unternehmensanleihen – und dazu gehören auch die Wandelanleihen – wieder verengen. Nur schon dies verleiht den Wandelanleihen ein renditemässiges Aufholpotential. Sollten sich ausserdem auch die Aktienmärkte erholen, erhält dieses Anlageinstrument zusätzlichen Auftrieb.

www.jefferies.ch
www.wandelanleihen.ch

Der europäische Wandelanleihenmarkt

Risiko/Ertrags-Eigenschaften seit 1995



Quelle: Bloomberg per Ende September 2008