

Wandelanleihen im Portefeuille institutioneller Anleger – ein Instrument zur Verringerung des Gesamtrisikos

Zahlreiche verschiedene Strategien sind mit Wandelanleihen möglich. Ein Wandelanleihenportefeuille kann prinzipiell sehr konservativ geführt werden und damit den Charakter einer Anleihenanlage aufweisen. Aber auch äußerst aggressive Ansätze stehen zur Verfügung. In diesem Fall ist die Wandelanleihen-Strategie mit Aktienanlagen oder sogar noch Risiko reicheren Hedge-Fonds-Investments vergleichbar. Daher gilt: Wandelanleihenportefeuille ist nicht gleich Wandelanleihenportefeuille.

Verschiedene Steuergrößen denkbar

In der Regel ist das Risiko (Volatilität) des Portefeuilles die Vorgabe (Steuergröße). Im Rahmen dieser Vorgabe wird dann der Ertrag optimiert. Wandelanleihen – auch Wandler oder Convertibles genannt – haben die Eigenschaft, dass sie bei gegebenem Risiko eine bessere Rendite bieten als andere Finanzinstrumente. Denkbar sind aber auch ganz andere Ansätze, die ein bestimmtes Marktumfeld (zum Beispiel ein Seitwärtstrend der Börse) möglichst günstig ausnutzen wollen. Die Steuergröße ist hier deshalb nicht das Risiko, sondern das erwartete Marktumfeld.

Die „Hybride-Wandelanleihen-Strategie“ ist gewissermaßen die klassische Art und Weise, um in Wandelanleihen zu investieren. Hier kauft man Papiere, die in der Nähe (plus/minus 15 Prozent) des Rückzahlungspreises notieren. Daraus resultiert ein stark beschränktes Risiko. Eine Wandelanleihe in diesem Kursbereich hat daher noch Anleihencharakter, das heißt das Kapital ist zu 90 Prozent geschützt. Trotz des Kapitalschutzes reagieren hybride Anleihen auf steigende Aktienkurse. Aufgrund mathematischer Bewertungsmodelle partizipiert eine solche Wandelanleihe zu rund 50 Prozent bis 60 Prozent am Anstieg der

Aktie. Man spricht deshalb auch von einem indirekten Aktienexposure eines Wandlers von 50 Prozent bis 60 Prozent. Somit kann eine hybride Wandelanleihe als Mischung (zu je rund 50 Prozent) aus einer Obligationen- und Aktienanlage interpretiert werden.

Diese Strategie verlangt ein genaues Management der Schuldnerbonität der Papiere. Der erwähnte Kapitalschutzmechanismus greift nur dann, wenn der Schuldner des Wandlers trotz fallenden Aktienkursen jederzeit zahlungsfähig bleibt und die Anleihe zurückbezahlen kann. Eine hybride Wandelanleihen-Strategie im klassischen Sinn verfügt daher über eine hohe durchschnittliche Schuldnerqualität und weist ein durchschnittliches Rating von mindestens Investment Grade auf. In einem schwierigen Marktumfeld wird dieses durchschnittliche Rating tendenziell möglichst hoch gehalten. Dabei basiert das durchschnittliche Rating auf dem so genannten Implied Rating. Mit dieser Methode wird täglich der Credit Spread eines jeden einzelnen Schuldners gegenüber dem Treasury gemessen und gemäß Rating-Ta-

belle eingestuft. Damit spiegelt das Rating dieses Portefeuilles die aktuellste Einstufung des Marktes und bietet einen effizienten Rentenschutz.

Portefeuille im hybriden Kursbereich halten

Entscheidend ist zudem, das hybride Wandelanleihenportefeuille stets im hybriden Kursbereich zu halten. Denn bei einem starken Kursanstieg der Börsen steigen auch die Kurse der Convertibles. Damit verlieren diese aber ihren hybriden Charakter und weisen zunehmend das Risiko direkter Aktienanlagen auf. Denn Wandler, die bei Kursen um 150 Prozent oder höher notieren (Rückzahlung bei 100 Prozent), haben immerhin ein Rückschlagsrisiko von mindestens 33 Prozent. Daraus folgt, dass die Papiere nach einem starken Kursanstieg verkauft und in defensivere Titel getauscht werden müssen. Das sichert gleichzeitig bisher erzielte Gewinne. Je nach Marktlage ergibt sich hier mehr oder weniger Handlungsbedarf.

Bei fallenden Märkten andererseits verlieren die ursprünglich gekauften Wandelanleihen immer mehr den Kontakt zur Aktie. Die Wandelprämie steigt (die Wandlung wird uninteressant), und die Anleihe wird quasi zu einer gewöhnlichen Anleihe, die nicht mehr auf Bewegungen der unterliegenden Aktie reagiert. Auch in diesem Fall läuft ein hybrides Portefeuille mit der Zeit aus dem vorgegeben Bereich (der einen 50 Prozent/50 Prozent Aktien/Anleihencharakter haben sollte) und die Positionen müssen ersetzt werden (durch aggressivere Titel). Damit kann bei einer Kurserholung der Börse wieder profitiert werden. Zusammenfassend gilt: Eine fachgerecht umgesetzte hybride Wandelanleihenstrategie baut Risiko (Aktienexposure über Wandelanleihen) nach einem Kursanstieg ab und

Roland Hotz, Partner, Fisch Asset Management AG, Zürich

Wandelanleihen sind aus Sicht des Autors ein „High-Tech Instrument“ zur Steuerung und Reduzierung des Gesamtrisikos von Portefeuilles institutioneller Anleger. Aus allgemeinen Perspektive sieht er diese Wertpapierklasse als Baukastensystem, mit dem praktisch jede beliebige vorgegebene Risikostruktur erzeugt oder fast alle Marktumfelder abgedeckt werden können. Um flexibel maßgeschneiderte Lösungen produzieren zu können hält er neben allen Anforderungen an die Marktanalyse eine adäquate Softwareunterstützung für notwendig. (Red.)



erhöht das Aktienexposure nach Rückschlägen.

Aktienähnliche Wandelanleihen mit erhöhtem Kurspotenzial und -risiko

Wandler, die 50 Prozent und mehr über dem garantierten Rückzahlungspreis notieren, haben ein Rückschlagsrisiko, das mit jenem einer Aktie verglichen werden muss. Man spricht hier deshalb von aktienähnlichen Wandelanleihen. Für das höhere Risiko wird der Anleger aber mit hohem (ebenfalls aktienähnlichem) Kurspotenzial entschädigt. Denn in diesem Kursbereich weisen Wandelanleihen tiefe oder überhaupt keine Wandelprämien mehr auf. Das heißt, die Anleihe kann nahezu im Verhältnis eins zu eins in die Aktie getauscht werden. Dementsprechend ist das Aufwärtspotenzial der Anleihe identisch mit jenem der Aktie.

Interessant ist, dass trotz hoher Aktienähnlichkeit solche Wandelanleihen bei starken Rückschlägen der Börse besser abschneiden als direkte Aktienanlagen. Dieser Kapitalschutz greift zwar später und schwächer als etwa bei einer hybriden Wandelanleihe. Dennoch ergibt sich im Vergleich zu einem Aktieninvestment bei Rückschlägen ein deutlich kleinerer Verlust. Im Aufwärtstrend ergibt sich aber, wie erwähnt, eine Partizipation zwischen 80 Prozent bis 100 Prozent. Die Aktien ähnliche Wandelanleihen-Strategie entspricht einem Aktieninvestment mit teilweiser Absicherung. In gewissen Fällen bekommt man den (teilweisen) Kapitalschutz nahezu gratis, falls der Wandler keine Prämie mehr aufweist und die laufende Verzinsung der Anleihe der Aktiendividende entspricht. Ein Kauf von Putoptionen (zur Absicherung eines Aktienportefeuilles) ist in der Regel massiver. Entscheidend ist auch hier, dass ein aktienähnliches Wandelanleihenportefeuille stets in diesem Bereich gehalten wird.

Die aktienähnliche Wandelanleihen-Strategie weist ein höheres Risiko auf als die hybride Strategie. Ein Investment in diesem Bereich ist aber deshalb nicht schlechter (oder besser). Entscheidend ist nur, dass sich der Investor im Voraus über die jeweiligen Chancen und Risiken bewusst wird und dann gezielt die Strategie wählt und diese über einen längeren Zeitraum beibehält. Risiko bereinigt sind sowohl die hybride wie auch die aktienähnliche Wandel-

anleihenstrategie mit anderen Wertpapieren (zum Beispiel Aktien und normalen Obligationen oder Optionen) nicht zu schlagen.

Bei einer anleihenähnlichen Strategie werden Convertibles gekauft, die eine positive Verfallrendite aufweisen – unabhängig davon, ob die Aktienmärkte steigen oder fallen. Das heißt, es werden in der Regel Papiere gekauft, die unterhalb ihres Rückzahlungspreises notieren. Wandelanleihen in diesem Bereich weisen Wandelprämien von 25 Prozent und mehr auf. Sie reagieren deshalb nur sehr abgeschwächt auf Bewegungen des Aktienmarktes.

Der Rentenersatz: anleihenähnliche Strategie

Im Vergleich zu einer hybriden Strategie ergibt sich hier eine höhere laufende Verzinsung des Portefeuilles, dafür aber weniger Kurspotenzial im Fall von steigenden Aktienmärkten. Zu den Obligationen ähnlichen Wandler-Strategien zählt man Portefeuilles, die über ihre Wandelrechte ein Aktienexposure im Bereich von 20 Prozent bis 30 Prozent erzielen und zu 70 Prozent bis 80 Prozent Anleihencharakter zeigen. Wichtig: Die Gesamtvolatilität eines solchen Portefeuilles ist nur minimal höher als ein reines Anleihenportefeuille.

Auch hier führen die vorteilhaften Eigenschaften der Wandler (günstige Wandelrechte) zu einem besseren Chancen/Risiko-verhältnis als eine entsprechende direkte Aktien-Obligationenanlage. Letztlich erhält man über die Wandelanleihe eine äußerst günstige Partizipation am Aktienmarkt. Auch hier muss darauf geachtet werden, dass der Aktienanteil (indirekt über die Wandelanleihen) die festgelegte prozentuale Richtlinie nicht übersteigt beziehungsweise nicht unter ein Mindestmaß abfällt. Andernfalls muss umgeschichtet werden, um eine konsistente Strategie zu gewährleisten.

Schuldnerbonität beachten

Besonders wichtig ist bei dieser Strategie die Schuldnerbonität. Denn hier ist der reine Anleihenanteil (70 Prozent bis 80 Prozent) des Investments wesentlich höher als bei einer hybriden oder gar Aktien ähnlichen Wandelanleihen-Strategie. Je nach Festlegung der Bonitäts-Strategie wird sich dieses Portefeuille in den unterschiedlichen

ökonomischen Umfeldern und Stadien des Zyklus entwickeln. Dies ist dann wieder eine entscheidende Frage bei der Strategie-Definition. Zudem ist die Frage der Währungsabsicherung ein wesentliches Element.

Die drei „Basisstrategien“ hybrid, aktienähnlich, obligationenähnlich unterscheiden sich im Wesentlichen durch ihr Schwankungsrisiko und somit durch den indirekten Aktienanteil der Wandelanleihen. Es sind aber eine Vielzahl anderer Strategien denkbar, die ganz andere Zielsetzungen als die Risikokontrolle anstreben. Beispielsweise können Strategien definiert werden, die in einem bestimmten Marktumfeld (zum Seitwärtstrend) besonders profitieren, dafür bei Nichteintreten dieses Umfeldes einen schwachen beziehungsweise negativen Ertrag abwerfen. Einige der populärsten nichttraditionellen Strategien sind zum Beispiel Wandelanleihen-Arbitrage, Kapitalschutz-Strategie, High-Yield-Strategie oder der Top-Opportunities-Ansatz.

Mit Wandelanleihen jede beliebige Risikostruktur erzeugen

Mit Wandelanleihen kann praktisch jede beliebig vorgegebene Risikostruktur erzeugt oder fast alle Marktumfelder optimal abgedeckt werden. Aus einer allgemeinen Perspektive sind Wandelanleihen daher nicht einfach nur eine (höchst interessante) Wertpapierklasse, sondern ein eigentliches Baukastensystem. Mit dem dazugehörigen Sachwissen und Softwareunterstützung können kaum zu schlagende maßgeschneiderte Lösungen produziert werden. Wandler sind ein „High-Tech-Instrument“ zur Steuerung und Reduzierung des Gesamtrisikos von Portefeuilles institutioneller Anleger und bilden ein Substrat elementarer Bausteine wie Aktien, Anleihen, Optionen und Futures.

Besuchen Sie uns im Internet unter www.kreditwesen.de

Beilagenhinweis

Dieser Ausgabe liegt ein Prospekt der Euroforum Verlag GmbH, Düsseldorf, bei.