

Aktien oder Wandelanleihen?

Nach den Verlusten an den Aktienbörsen suchen Anleger vermehrt nach Alternativen. Wandelanleihen kommen dem Sicherheitsbedürfnis entgegen, denn sie bieten eine Kapitalabsicherung und die Chance, an einem Aufschwung zu partizipieren.



Von Harry Kohli
Chief Investment Officer
Adler & Co. Privatbank AG

Das Rätseln um die realwirtschaftlichen Folgen des Irak-Konflikts, die anhaltende Konjunkturschwäche in den Industrieländern sowie neue Bilanzskandale in Europa haben den Abwärtstrend an den Aktienmärkten in den letzten Wochen beschleunigt. Seit Ende 2001 beträgt der Verlust des Swiss Market Index per 10. März 2003 42%. Diversifizierte Anlagen im MSCI Weltaktienindex weisen in Franken ein Minus von 42,6% auf. Im Vergleich dazu haben Wandelanleihen, gemessen am Merrill Lynch Global 300 Convertible Bond Index, in Franken mit minus 16,7% deutlich weniger eingebüsst. Der Merrill Lynch Global 300 Convertible Bond Index ist ein marktkapitalisierungsgewichteter Total Return Index mit einer Kapitalisie-

rung von 198 Milliarden US\$. Er wird benutzt, um die Entwicklung der Wandelanleihen weltweit abzubilden, und stellt deshalb einen adäquaten Vergleichsmaßstab dar. Zudem bietet er Investoren die Möglichkeit, die Performance existierender Anlagen in Wandelanleihen zu messen.

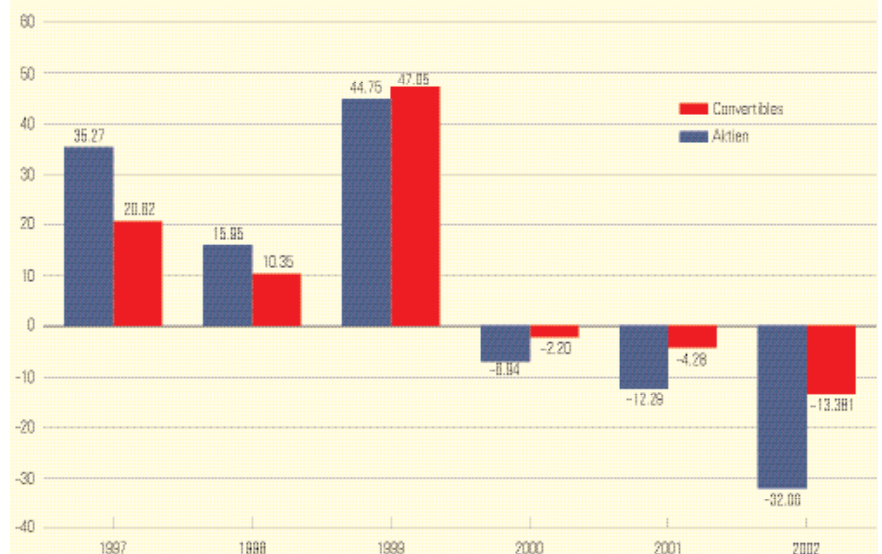
Die letzten sechs Jahre waren an den globalen Aktienmärkten durch eine Periode mit unterschiedlichem Marktumfeld gekennzeichnet. In Grafik 1 sind die Aufwärtssphase 1997 bis 1999 und die Korrekturphase 2000 bis 2002 aufgeführt.

Attraktives Risiko-/Ertragsverhältnis

Von 1973 bis 2002 betrug gemäss einer Langfristanalyse des amerikanischen

Researchhauses Ibbotson Associates die Partizipation von Wandelanleihen in Aufwärtssphasen 70% am Ertrag des Aktienindex S&P 500 und in Korrekturphasen 53% an dessen monatlichen Renditen. Die durchschnittliche Jahresrendite betrug in diesem Zeitraum 10,59% bei Wandelanleihen und 10,66% bei Aktien, wobei Wandelanleihen ein signifikant geringeres Risiko von 13,12% gegenüber Aktien mit 18,30% aufwiesen. Trotz den aus Sicht der Portfoliooptimierung positiven Eigenschaften einer geringeren Korrelation und Standardabweichung gegenüber Aktien werden Wandelanleihen als Assetklasse unzureichend wahrgenommen. Die in jüngster Zeit aufgetretenen immensen Verluste bei Versicherungen und Pensionskassen auf

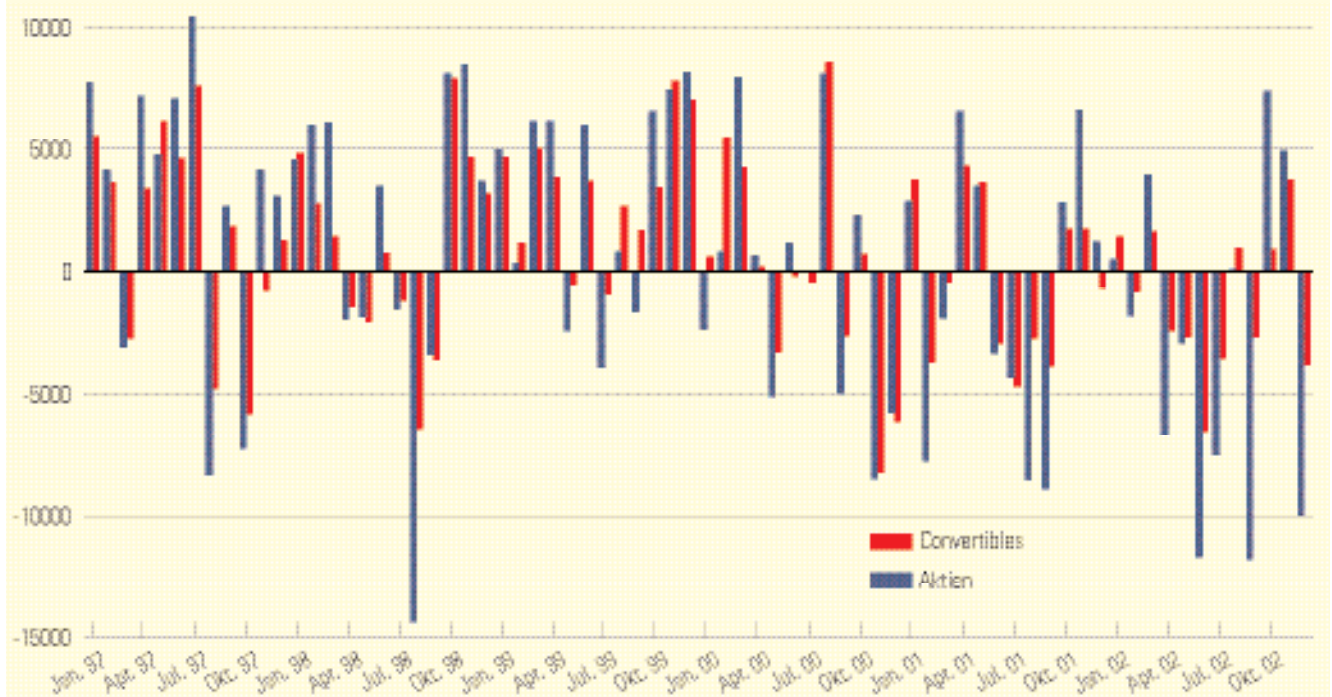
Grafik 1: Jahresperformance 1997 bis 2002 in Euro
MSCI Weltaktienindex und Merrill Lynch Global 300 Convertible Bond Index



Seit 1999 haben Wandelanleihen im Durchschnitt besser abgeschnitten als Aktien.

Grafik 2: Monatliche Renditen 1997 bis 2002 in Euro

MSCI Weltaktienindex und Merrill Lynch Global 300 Convertible Bond Index



Gegenüber Aktien zeichnen sich Wandelanleihen im langfristigen Vergleich bei ähnlich hohen Renditen durch ein substantiell niedrigeres Risiko aus. Trotz diesem positiven Risiko-/Renditeverhältnis werden Wandelanleihen in der Portfoliooptimierung nach wie vor zu wenig als eigenständige Assetklasse eingesetzt.

ihren Aktienanlagen reduzieren deren Risikofähigkeit erheblich, und es ist nicht auszuschliessen, dass ihr gesteigertes Sicherheitsbedürfnis in einer höheren Nachfrage nach Wandelanleihen münden wird.

Wandelanleihen erfüllen

Sicherheitsbedürfnis

Eine Wandelanleihe ist ein hybrides Wertpapier mit fixer Laufzeit, das während einer bestimmten Periode in Aktien getauscht werden kann und somit dieselbe Grundstruktur wie eine Obligation aufweist. Der Inhaber hat das Recht, aber nicht die Pflicht – im Gegensatz zu einer Zwangswandelanleihe (Mandatory Convertible) –, die Anleihe in eine bestimmte Anzahl Aktien zu wandeln. Eine Wandelanleihe entspricht demnach einer Obligation mit einer langfristigen Call Option auf die Aktie. Wandelanleihen weisen im Vergleich zu herkömmlichen Obligationen eine tiefere Rendite auf. Sie ermöglichen den Unternehmen, Projekte zu finanzieren, ohne ihre laufenden

Zahlungsverpflichtungen zu stark zu belasten, indem der Zinscoupon gegenüber gewöhnlichen Anleihen gesenkt werden kann. Als Entschädigung dafür werden den Investoren Rechte zugestanden, welche eine Beteiligung am zukünftigen Erfolg versprechen. Die Optionen sind in der Regel allerdings günstiger als die entsprechenden Instrumente auf dem Derivatemarkt. Die Differenz zwischen dem Marktpreis der Wandelanleihe und der Parität wird Prämie genannt und in Prozenten ausgedrückt.

Um zu beurteilen, ob eine Wandelanleihe eher den Charakter einer ge-

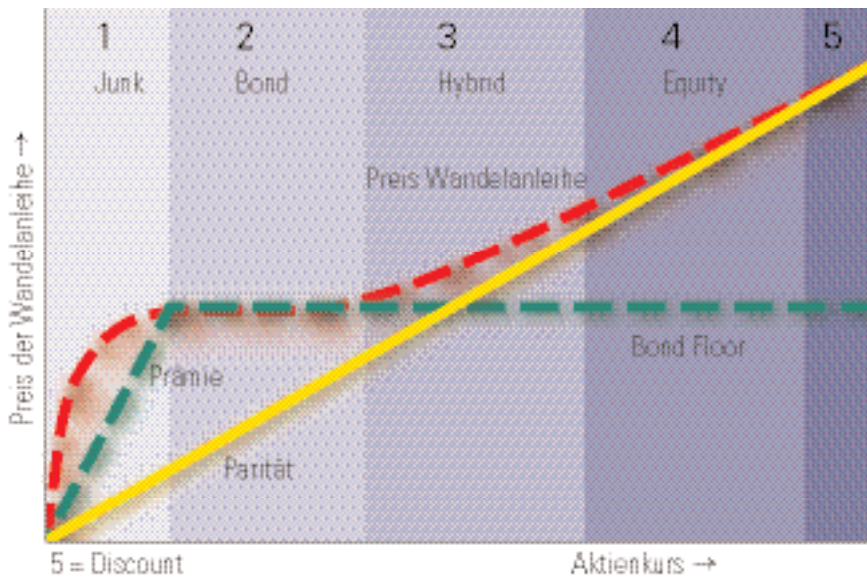
spielsweise, dass ein Anstieg der Aktie um 1% ceteris paribus zu einem Kursanstieg der Wandelanleihe um 0,3% führt. Die tiefere Rendite von Wandelanleihen, verglichen mit dem entsprechenden Aktienmarkt, ist mit der Funktionsweise des Instruments Wandelanleihe zu erklären. Da Wandelanleihen eine konvexe Payoff-Struktur aufweisen, ist – ausser in Extremfällen von weit in oder aus dem Geld liegenden Wandelanleihen – der Käufer einer Wandelanleihe bereit, eine Optionsprämie zu entrichten. Diese Optionsprämie äussert sich in Wandelanleihenpreisen, die über der Parität und

Dank ihrem vorteilhaften Risiko-/Renditeprofil eignen sich Wandelanleihen vorzüglich für private und institutionelle Anleger, die besonderen Wert auf Kapitalschutz legen.

wöhnlichen Obligation oder einer Aktie hat, dient neben der Prämie auch das Delta. Dieses zeigt die Sensitivität des Wandelanleihenpreises gegenüber einer Aktienkursveränderung um 1% an. Ein Delta von 0,3% bedeutet bei-

über dem Wert des reinen Bondanteils der Wandelanleihe liegen. Die Optionsprämie muss bei steigenden Aktienkursen zuerst wettgemacht werden, d.h., der Preis der Wandelanleihe steigt unterproportional zum Preis der Aktie.

Grafik 3: Kursentwicklung von Wandelanleihen



Wandelanleihen offerieren einen gewissen Schutz vor fallenden Aktienkursen und haben deshalb eine Ähnlichkeit mit kapitalgeschützten, strukturierten Produkten.

Dieser Effekt kann in Grafik 3 beobachtet werden.

Der umgekehrte Effekt tritt bei sinkenden Aktienpreisen ein. In diesem Fall sinken die Preise der Wandelanleihen deutlich weniger stark als die entsprechenden Aktien, und die Prämie steigt. Je tiefer die Prämie, desto mehr Aktiencharakter hat eine Wandelanlei-

he. Sinken die Aktienkurse, wird das Kapital aufgrund des Obligationenteils geschützt. Dieses Schutzniveau wird als Bond Floor bezeichnet und entspricht dem Barwert der entsprechenden Obligation des Schuldners. Wandelanleihen offerieren so einen durch das Zins- und das Kreditrisiko beschränkten Schutz vor fallenden Ak-

tienkursen und haben deshalb eine gewisse Ähnlichkeit mit kapitalgeschützten, strukturierten Finanzprodukten. Wandelanleihen eignen sich deshalb insbesondere für Personen oder Institutionen, welche auf diesen Schutz Wert legen und entsprechend bereit sind, dafür eine Optionsprämie zu bezahlen.

Das Segment der konvertierbaren Finanzprodukte ist sehr heterogen, so dass jeder einzelne Titel sehr genau geprüft werden muss, um unangenehme Überraschungen zu vermeiden. Ferner verlangen die Bonität des Schuldners und weitere Vertragsklauseln die Aufmerksamkeit des Anlegers. So kann der Schuldner z.B. unter gewissen Bedingungen die vorzeitige Rückzahlung veranlassen.

Nach den empfindlichen Verlusten an den Aktienbörsen suchen Anleger vermehrt nach Alternativen zu Aktien. Wandelanleihen kommen dem Sicherheitsbedürfnis entgegen, denn sie bieten eine Kapitalabsicherung und die Chance, an einem Aufschwung zu partizipieren. Aufgrund des Analyseaufwandes, den es für die Auswahl einzelner Anleihen braucht, stehen für Privatanleger Wandelanleihenfonds im Vordergrund. ●

Stocks or Convertibles?

After the losses on the stock markets, investors are increasingly looking for alternatives. Convertible bonds meet investors' need for safety while giving them a chance to participate in a market upswing.

Uncertainties about the economic consequences of the Iraq war, the continued economic weakness in the industrialized countries and new accounting scandals in Europe accelerated the downward trend on the stock markets in recent weeks. From the end of 2001 to March 10, 2003, the MSCI World Stock Index fell 42.6% in Swiss francs. Convertibles, on the other hand, only lost 16.7%.

From 1973 to 2002, convertible bonds reached an average annual performance of 10.59% in the U.S. while stocks generated 10.66%. The real difference, however, was in the respective risk factors: With a risk factor of 18.30%, stocks were significantly riskier investments than convertibles with just 13.12%. Despite these clear advantages for portfolio optimization – high performance and low risk as well as low correlation – convertibles are still not taken seriously enough as an asset class by many investors.

Convertible bonds are hybrid investment instruments with a fixed maturity that can be converted into stocks during a certain period. They could therefore be described as bonds with a long-term call option on the underlying stock. Convertibles have lower yields than regular bonds; in return for these lower yields investors obtain a conversion right to benefit from a company's and its stock's success. Convertibles protect investors from falling stock prices. If stocks fall, the invested capital is protected by the bond floor. To a certain degree, convertibles are thus comparable to capital-protected structured products. They are therefore particularly well suited for private and institutional investors who want to preserve their capital.

The segment of convertible bonds is very heterogeneous and each individual security must be screened in detail to avoid negative surprises. In addition, the issuers' credit standing and the small print in the contracts are highly important. An issuer may, for instance, arrange for early redemption under certain circumstances. Due to these issues and because of the time and know-how that analyzing the great number of convertibles on the market requires, convertible bond funds are the number one choice for private investors.