

Wandelanleihen: Die Lösung des gordischen Knotens?

Die internationalen Finanzmärkte sind nervöser geworden. Die steigenden Energiepreise sind einer der Schlüsselfaktoren für das Ansteigen der Inflationserwartungen. Damit verbunden nehmen auch auf beiden Seiten des Atlantiks die Sorgen über steigende Notenbankzinsen zu, die sich nach wie vor auf einem sehr tiefen Niveau befinden, was wiederum die Weltkonjunktur beeinträchtigt. Aus Sicht des Investors ist somit Vorsicht geboten, denn die Unsicherheit nimmt nicht zuletzt durch die gestiegenen Aktienkurse zu, die sich in letzter Zeit gut erholt haben und rasant nach oben geschossen sind.



Von Gianluca Biggi
Senior Vice President
und Senior Portfolio Manager
Jefferies (Schweiz) AG
Asset Management, Zürich

Die Finanzwelt und deren Akteure mögen keine Unsicherheit. Der Wunsch nach dem schnellen Geld hat bei vielen dem Wunsch nach Sicherheit und konstanter Rendite Platz gemacht. Der Anleger ist auf der Suche nach einem Investment, das ihm den Kapitalerhalt sicherstellt und zusätzlich eine attraktive Rendite ermöglicht. Die Wandelanleihe scheint hier das ideale Finanzinstrument zu sein, bietet sie doch mit ihrer Obligationenkomponente den Kapitalschutz und mit dem Wandlungsrecht in Aktien die Chance, an steigenden Kursen zu partizipieren.

Bei einer guten Kreditqualität bietet die herkömmliche Obligation nach wie vor ein sehr hohes Mass an Sicherheit, aber sie bleibt den Zinssatzveränderungen ausgesetzt. Die Verletz-

barkeit dieser Wertpapiere bezüglich steigender Zinsen hatten Investoren seit Anfang September wieder einmal zu spüren bekommen. Der Fokus auf die Inflation hat sich intensiviert, ausgelöst durch die höheren Energiepreise, die auf die Konsumentenpreise überwältigt werden können. Dies wiederum kann die Zentralbanken motivieren, die Leitzinsen stärker zu erhöhen, als bisher erwartet. Der Anleger ist folglich nicht besonders inspi-

riert, in die Zinssatzpapiere zu investieren. Vor allem im jetzigen Umfeld, in dem die Zinskurven insbesondere in den USA flach sind, stellt sich für den Investor die Frage, ob er für das Durationsrisiko, das die Sensitivität auf Zinssatzveränderungen misst, genügend entschädigt ist. Ein Schweizer-Franken-Investor, der eine Rendite von 2% erzielen will, muss in ein Staatspapier der Eidgenossenschaft mit einer Laufzeit von 15 Jahren investieren. Das höhere Risiko, das er gegenüber einem vierjährigen Staatspapier in Kauf nimmt (mit nur einem halben Prozent weniger Rendite), rechtfertigt wohl kaum die höhere Portfoliovolatilität.

Kurze Duration kommt Wandelanleihen zugute

Aus Rendite-/Risikoüberlegungen kann gesagt werden, dass es sinnvoll ist, im jetzigen Marktumfeld das Durationsrisiko klein zu halten. Wer in Wandelanleihen investiert, macht sich die kur-

ze Duration dieses Wertpapiers im Vergleich zur herkömmlichen Anleihe zu Nutzen und minimiert somit die drohenden Kursverluste, die durch Zinssatzerhöhungen entstehen können. Die Zinssatzsensitivität von Wandelanleihen ist insofern geringer, als dieses Finanzinstrument eben aus zwei Komponenten besteht: auf der einen Seite die Anleihen- und auf der anderen Seite die Optionenkomponente. Je höher der Anteil der Optionenkomponente am Gesamtwert der Wandelobligation ist, desto geringer ist deren Anfälligkeit auf Veränderungen des Zinssatzes. Erwähnenswert ist zudem, dass der Wert der Optionenkomponente bei höheren Zinsen zunimmt und somit eine abdämpfende Wirkung auf den Wandelanleihenpreis hat.

Dass bei der Wandelanleihe Kapitalerhalt und Aufwärtspotential in einem Finanzinstrument vereint sind, bietet dem Investor eine interessante und attraktive Kombination, wie aus folgendem Beispiel deutlich hervorgeht: Gehen wir von einem hypothetischen Portfolio, bestehend aus zwei Wandelobligationen, aus, wovon eine in Aktie A und die andere in Aktie B wandelbar ist. Für beide Wandelanleihen wird ein Preis von 100% angenommen, und der rechnerische Wert der Obligationenkomponente (Bond Floor) liege bei 90%. Nun verändern sich die Aktienkurse der Aktie A und der Aktie B: Der Kurs der einen steigt um 25%, derjenige der anderen fällt um denselben Prozentsatz. Aus der Grafik «Kombination von Kapitalerhalt und Aufwärtspotential» wird ersichtlich, dass für den Wandelanleiheninvestor ein positiver Portfolioertrag von 5% resultiert, während das Portfolio des reinen Aktieninvestors unverändert bleibt. Das Beispiel zeigt ein-

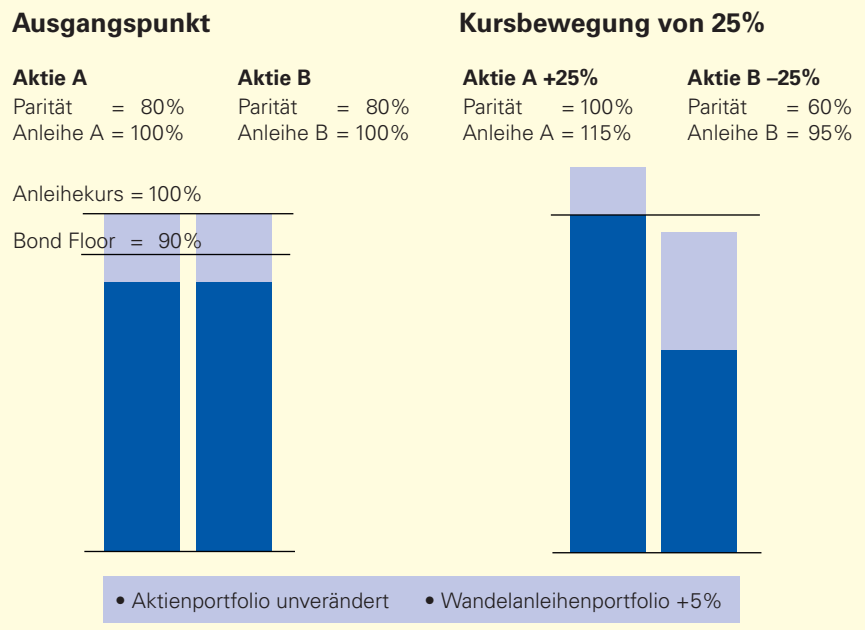
drücklich, wie die Asymmetrie der Wandelobligation dem Anleger zugute kommt.

Ein Vorteil liegt im asymmetrischen Verhalten

Wie ausgeprägt die Asymmetrie des Risikoprofils einer Wandelanleihe ist, hängt zu einem grossen Teil davon ab, wie teuer das Wertpapier ist. Ein für die Bewertung preisbestimmender Faktor ist die Volatilität. Je schneller sich die Aktienkurse bewegen bzw. verändern, desto höher ist die Volatilität. Somit suggeriert eine hohe implizite Volatilität starke Kursschwankungen und folgerichtig auch ein höheres Risiko. Seit einiger Zeit sind jedoch die Volatilitäten über sämtliche Anlageklassen stark gesunken. Dies hat sich auch auf die Performance der Wandelanleihen ausgewirkt, deren Preise – kurzfristig betrachtet – in Leidenschaft gezogen worden sind.

Bei tieferen Volatilitäten können sich die Marktteilnehmer risikoreichere Anlagen erlauben, ohne das Gesamtrisiko erhöhen zu müssen. Dies heisst aber nicht zwingend, dass ihr Risikoappetit zugenommen hat. Der Schutz nach unten, den die Wandelanleihe bei sinkenden Aktienmärkten bietet, hat in einem solchen Umfeld einen geringeren Stellenwert. Bei dem aktuell niedrigen Volatilitätsniveau stellt sich die Frage, ob das Risiko richtig kalkuliert wird. Dennoch gibt es einige wirtschaftliche Faktoren, die

Kombination von Kapitalerhalt und Aufwärtspotential



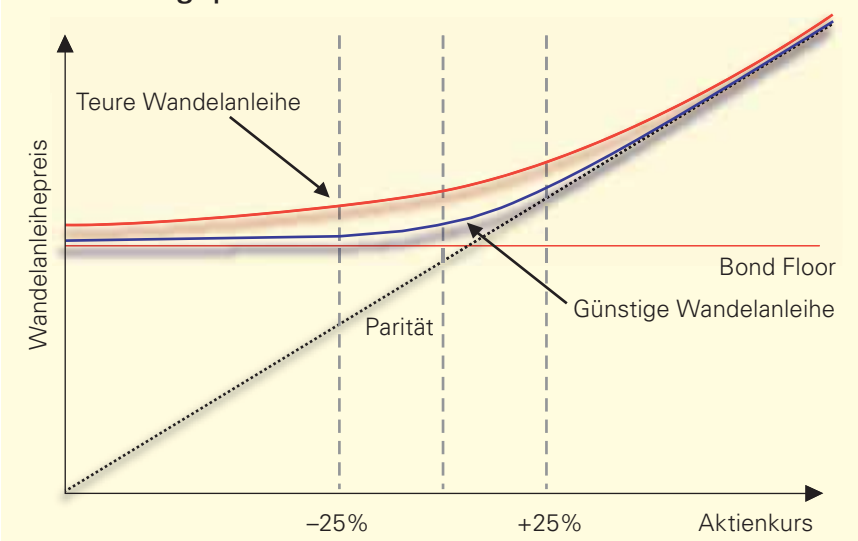
Die Parität zeigt jenen Betrag, den der Investor realisiert, wenn der Umtausch heute erfolgt und die beziehbaren Aktien zum Marktkurs verkauft werden.

das tiefe Niveau rechtfertigen, wie zum Beispiel der Verlauf der globalen Wirtschaft im Einklang mit den Konsenserwartungen, das Ausbleiben von grossen Schockwellen wie dem Platzen der New-Economy-Blase, die längeren Wirtschaftszyklen, die Diversifikation der Globalisierung oder einfach die Tatsache, dass die Finanzmärkte mit externen Ereignissen besser umgehen können.

Was bedeutet nun dieses Marktumfeld für einen Wandelanleihen-Investor? Tiefe Volatilitäten wirken sich in einer niedrigen Wandelprämie aus,

was sich positiv auf das asymmetrische Auszahlungsprofil von Wandelanleihen auswirkt. Das Phänomen, dass Wandler bei Aktienkursveränderungen stärker nach oben steigen, als sie nach unten fallen, ist zusehends beobachtbar. Die Grafik «Auszahlungsprofil von Wandelanleihen» zeigt das Auszahlungsprofil von zwei Wandelanleihen auf. Einerseits eine mit einer teuren Bewertung, d.h. mit hoher impliziter Volatilität, und andererseits eine mit einer günstigen Bewertung, d.h. tiefer Volatilität. Hier wird klar ersichtlich, dass die «billigere» Wandelanleihe stärker an Aktienavancen partizipiert und dennoch den besseren Kapitalschutz als die teure Wandelanleihe aufweist.

Auszahlungsprofil von Wandelanleihen



«Billigere» Wandelanleihen partizipieren stärker an Kursavancen und bieten trotzdem den besseren Kapitalschutz als teurere.

Optimales Umfeld für Wandelanleihen-Investoren

Das Umfeld für Wandelanleihen könnte für den Anleger kaum besser sein. Er kann nach wie vor an steigenden Aktienmärkten partizipieren, braucht keine grossen Durationsrisiken einzugehen und erhält den Kapitalschutz zu äusserst günstigen Konditionen. Wandelanleihenfonds wie der «Jefferies Umbrella Fund» bieten dem Anleger ein ideales Instrument, um geographisch und währungsmässig diversifiziert von den Vorteilen dieser Anlagekategorie profitieren zu können. ■