

Top Opportunitäten via Wandelanleihen

Viele Wandelanleihenfonds können auf ein gutes Jahr zurückblicken. Die richtige Regionengewichtung war für die Performance aber matchentscheidend. Mit speziellen Strategien konnten sogar überdurchschnittliche Resultate erzielt werden. Ein stark steigendes Interesse der Investoren unterstützt den positiven Trend in diesem Nischenmarkt. Durch die tiefen Volatilitäten bleibt der Markt attraktiv.

*Von Gunnar Wirth
Portfoliomanager
LLB Investment Partners, Vaduz*

*und Roland Hotz
Partner
Fisch Asset Management, Zürich*

Wandelanleihen, eine Kombination aus Anleihe und Aktie
Wandelanleihen, auch Convertibles genannt, stellen eine Kombination aus Anleihe und Aktie dar. Wie eine traditionelle Anleihe auch, ist das Papier ein festverzinsliches Wertpapier mit fester Laufzeit und fixem Rückzahlungsbetrag. Der Clou des Instruments ist die eingebettete Option zum Tausch in eine vorher festgelegte Anzahl von Aktien desselben Unternehmens (bei Umtauschanleihen wird in die Aktie eines anderen Unternehmens gewan-



Gunnar Wirth

delt). Im Gegensatz zu sogenannten «Mandatory Converts» oder Zwangswandlern müssen Anleger bei herkömmlichen Wandelanleihen jedoch nicht wandeln. Dies lohnt sich nur, wenn der Aktienkurs so viel steigt, dass der Gegenwert der «getauschten» Aktien über dem Nominalwert der Wandelanleihe liegt. Sinken die Aktienkurse, verfügt das Papier über den Kapital- bzw. Rückzahlungsschutz bei Verfall. Das dynamische Finanzinstrument erhält bei steigendem Aktienkurs automatisch mehr Aktiencharakter, während es bei sinkenden Kursen den Charakter einer Obligation annimmt.

Von der sehr erfreulichen Entwicklung der Finanzmärkte im Jahr 2005 profitierten auch die Wandelanleihen. Die Anlageklasse lief im Verlauf des Jahres regelrecht zur Hochform auf. Viele Convertible Bond Funds wiesen eindruckliche Performancezahlen aus. Die grossen Performanceunterschiede zwischen den Regionen (Amerika markant schwächer als Japan und Europa) bewirkten, dass die Performancezahlen je nach Geschick in der regionalen Asset Allocation deutlich voneinander abwichen.

Die einmalige Asymmetrie des Kursverhaltens der Wandelanleihe wurde im abgelaufenen Jahr in einem positiven Umfeld eindrucklich unter Beweis gestellt. Aber auch über einen längeren Zeitraum mit «Ups and Downs» zeichnet sich das Produkt durch ein hervorragendes Risiko-/ Rendite-Verhältnis aus. Diese positive Entwicklung wurde 2005 noch verstärkt, da die impliziten Volatilitäten der Wandelanleihen den mehrjährigen Abwärtstrend beendeten und wieder leicht nach oben tendierten.

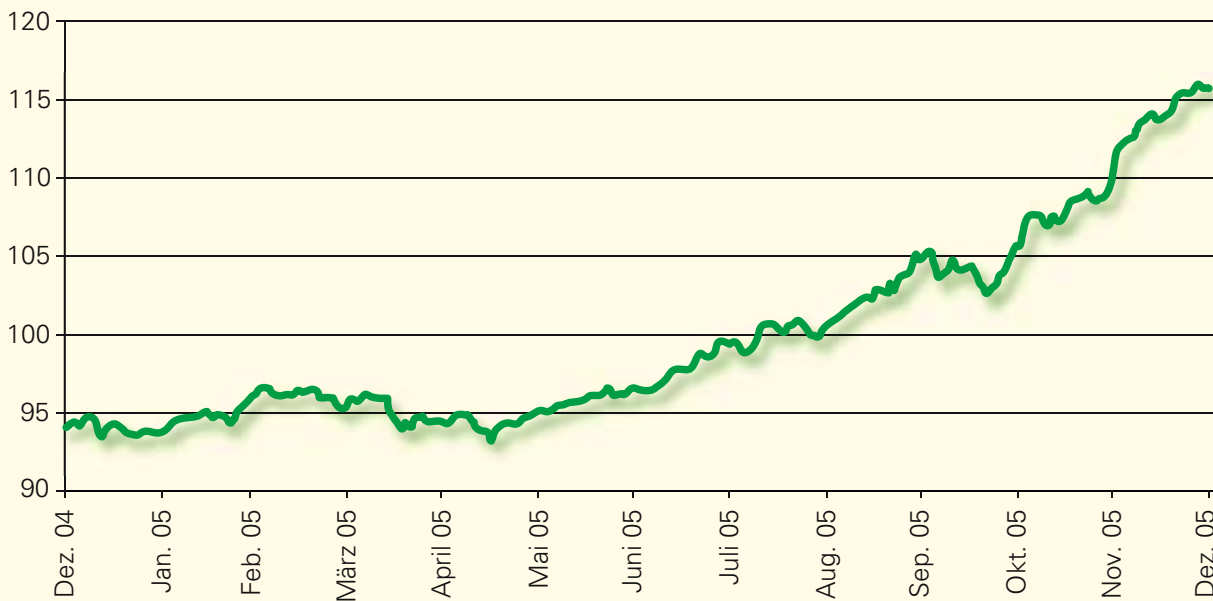


Roland Hotz

Bei Wandelanleihen gilt es aber klar zu unterscheiden zwischen «Long-only»- und «Convertible-Arbitrage»-Strategien. Convertible Arbitrage hatte 2005 mit widrigen Umständen zu kämpfen. Die bis in den Sommer unter Druck gestandenen Volatilitäten haben den Arbitrageuren die wichtigste Grundlage entzogen. Die daraus resultierende schlechte Performance führte zu Kapitalabflüssen. Diese Mittel flossen teilweise in «Outright» oder «Long-only»-Strategien.

Anlageprofis konnten von dem «überverkauften» Markt profitieren und teilweise äusserst günstig bewertete Papiere den Portfolios zufügen. Dies kam wiederum den Investoren dieser Fonds insofern gelegen, als der Zufluss seitens neu emittierter Wandelanleihen letztes Jahr sehr gering ausfiel. Gemäss UBS lag die Zahl per

LLB TOPportunities Invest (EUR)



Der Wandelanleihenfonds «LLB TOPportunities Invest» der Liechtensteinischen Landesbank hat sich 2005 mit einer Jahresperformance von 23,2% erfreulich entwickelt. Die Aussichten für 2006 bleiben positiv.

Ende 2005 bei rund 83 Mrd. US\$. Per saldo schrumpfte das weltweite Anlagevolumen sogar erstmals, da die Rückzahlungen die Neuemissionen überwogen.

Dass herkömmliche Long-Strategien aber noch getoppt werden können, beweist der liechtensteinische Wandelanleihenfonds «LLB TOPportunities Invest» mit einer Jahresperformance 2005 von 23,2% (s. Grafik). Dieser Fonds verfügt über erweiterte Alpha-Bandbreiten. So kann der Fonds zum Beispiel zwischen 50 und 150% des Nettovolumens investiert sein. Besonders aussichtsreiche oder momentumstarke Papiere können konzentriert und in höherer Stückzahl gekauft werden, wobei hier Limiten je nach Ratingqualität gesetzt sind. Trotzdem bleibt der gute Schutzmechanismus gewährleistet, da mindestens 90% der Anlagen in Schuldner mit Investment Grade (Rating BBB- oder besser) investiert sein müssen. Short-Positionen sind nicht erlaubt, mit Ausnahme von Optionsarbitrage. Diese konnte aber infolge immer effizienter werdender Märkte erst einmal angewendet werden. Hierbei handelt es sich aber nicht um eine klassische Arbitrage (Kauf Wandelanleihe – Verkauf Aktie), sondern lediglich um die Möglichkeit, ge-

sicherte kurzfristige Aktien-Calls auf bestehenden Wandelanleihen-Positionen zu verkaufen. Hierbei darf die Laufzeit des Calls diejenige der Wandelanleihe nicht übersteigen und der Strike-Preis den Wandelpreis nicht unterschreiten. Im Vordergrund stehen aber nach wie vor der hybride Charakter der Wandelanleihe und die globale Diversifikation. Betreffend Fremdwährungen ist der Manager zwar flexibel. Da zusätzliche Währungsvolatilitäten aber vermieden werden möchten, sind Fremdwährungspositionen seit Bestehen des Fonds praktisch zu 100% gegen die Referenzwährung Euro abgesichert.

Ausblick

Die theoretische Bewertung des Wandelanleihenmarktes ist, historisch gesehen, immer noch günstig. Dies kommt den Wandelanleihen wie eine stille Reserve zugute. Bei weiter steigenden Aktienbörsen werden die Wandler ebenfalls gut mithalten. Soll-

ten die Märkte jedoch fallen, steigen die Volatilitäten an, was wiederum eine Höherbewertung der eingebetteten Option zur Folge hat und somit kursunterstützend wirkt. Da die meisten Wandelanleihen oft kürzere Laufzeiten aufweisen oder mit Puts versehen sind, bleibt die Anfälligkeit auf steigende Zinsen minimal.

Es erstaunt daher wenig, dass die Assetklasse «Wandelanleihen» dank der eindrucklichen Risiko-/Ertrags-Komponente (asymmetrisches Kursverhalten) zunehmend an Aufmerksamkeit gewinnt und sich weltweit eines steigenden Interesses im breiten Publikum erfreut. Die fast unbegrenzten Strategiemöglichkeiten eröffnen dem Anleger ein ideales Umfeld, sein Risikoprofil mit diesem Instrument abzubilden oder zumindest zu ergänzen und so von lästigen Timing-Fragen entlastet zu werden. Wir sehen daher auch im laufenden Jahr einer steigenden Nachfrage für Wandelanleihen entgegen. ●

Es erstaunt wenig, dass Wandelanleihen dank ihrer eindrucklichen Risiko-/Ertrags-Komponente zunehmend an Aufmerksamkeit gewinnen und sich weltweit eines steigenden Interesses bei den Anlegern erfreuen.