

Ein Bond für alle Fälle

Wandelanleihen haben sich in der Krise gut geschlagen. Durch ihre Zwischenstellung zwischen Aktie und Anleihe können die hybriden Papiere in Zeiten von Niedrigzinsen und Unsicherheit über die Wirtschaftserholung einen klaren Mehrwert fürs Portfolio bringen.

Von CARL P. FOX

Es ist erst etwas über ein Jahr her, da kamen Wandelanleihen für den privaten Anleger nicht in Frage. Immerhin weisen die Papiere aufgrund ihrer Zwischenstellung zwischen Aktie und Anleihe ein erhöhtes Risiko auf, weshalb sich auch institutionelle Investoren Ende 2008 massenhaft von den Convertible Bonds trennten. Nur wenig später, im zweiten Quartal 2009, hatte sich die Situation bereits verändert: Durch den Ausverkauf war es – auch im Vergleich zu herkömmlichen Unternehmensanleihen – zu einer derart günstigen Bewertung gekommen, dass viele Investorengruppen wieder als Käufer in Erscheinung traten. Die Erholung an den Aktienmärkten führte auch an den Wandelanleihenmärkten zu starken Wertzuwächsen. Die Gründe dafür waren eine schnell steigende Partizipation an den Aktienkursen sowie eine rege Neuemissionstätigkeit, durch die günstige Convertibles mit ausgewogenem Profil in den Markt kamen. Letztendlich erreichten die Wandler zu Beginn des Jahres 2010 wieder Kursstände wie vor der Lehman-Pleite und konnten somit fast über die gesamte Finanzkrise hinweg eine in hohem Maße asymmetrische Wertentwicklung verzeichnen.

Die Funktionsweise einer Wandelanleihe ist relativ einfach. Der Investor erwirbt das Recht, in eine Aktie zu tauschen, und erhält zusätzlich während der Laufzeit Kuponzahlungen. Tauscht er bis zum Laufzeitende nicht, erhält er das eingesetzte Kapital wieder zurück. Durch diese Zusammensetzung aus einem fixen Zinsteil und einer Kaufoption auf eine Aktie verbindet die Wandelanleihe die Vorzüge von Unternehmensanleihen (geringes Risiko) und Aktien (höhere Erträge). Doch diese Kombination bietet noch andere interessante Eigenschaften, die sich den Anlegern erst auf den zweiten Blick offenbaren.

Dynamische Partizipation am Aktienmarkt

So ist die Abhängigkeit zum Aktienkurs nicht konstant und entwickelt eine starke Dynamik bei Kursausschlägen. Generell wird zwischen drei Phasen der Wertentwicklung von Wandelanleihen unterschieden. Solange der Kurs der entsprechenden Aktie so niedrig bleibt, dass eine Wandlung des Bonds unsinnig wäre, sprechen Experten vom Anleihe-Bereich. Hier verhält sich ein Convertible Bond ähnlich einer Unternehmensanleihe, und die Aktienentwicklung spielt kaum eine Rolle. Das Tauschrecht ist zwar vorhanden, aber es ist unwahrscheinlich, dass es ausgeübt wird. Der aktienähnliche Bereich ist dadurch gekennzeichnet, dass die Aktie Fahrt aufnimmt und der Kurs eine Wandlung immer interessanter werden lässt. In diesem Bereich spiegelt die Wertentwicklung der Wandelanleihe in hohem Maße die Aktienbewegung wider. Dazwischen liegt der ausgewogene Bereich, der die Vorzüge der Wandelanleihe am meisten zur Geltung bringt. In dieser Zone ähnelt die Wertentwicklung bei steigenden Aktienkursen immer mehr der Bewegung des Titels. Sinkt der Aktienkurs, wird die Zinskomponente immer stärker und bremst den direkten Einfluss des Kursrutsches. Neben dieser dynamischen Entwicklung der Aktienpartizipation ist auch die Auswirkung von Volatilität auf die Wertentwicklung von Wandelanleihen zu berücksichtigen. Ein Anstieg der Volatilität infolge von Kurzstürzen an den Aktienbörsen stützt den Wandelanleihekurs und verringert somit den Wertverlust. Wandelanleihe-Investments erzielen ihre Vorzüge besonders bei längeren Haltedauern. Dadurch wird gewährleistet, dass die dynamische Anpassung der Aktienpartizipation während verschiedener Phasen des Wirtschaftszyklus wirkt. Vergleicht man die

Fünfjahreserträge von Aktien und Convertibles, so sticht die geringere Schwankungsbreite bei annähernd ähnlich hohem Ertrag ins Auge. Auch bei einem Vergleich mit Unternehmensanleihen mit einer durchschnittlichen Qualität von BBB sind Wandelanleihen aus der Allokation nicht wegzudenken.

Freundlicher Marktausblick für das Jahr 2010

Die den Wandelanleihen inhärente Asymmetrie bringt in einem wirtschaftlichen Umfeld, das durch niedrige Zinsen und Unsicherheit über die wirtschaftliche Erholung geprägt ist, einen hohen Mehrwert. In diesem Umfeld wird ein positiver Ertrag im Wesentlichen durch die Aktienkomponente erreicht, der im Normalfall jedoch höher als die Rendite von Anleihen ausfällt. Durch die dynamische Partizipation an den Aktienmärkten liefern die Wandler aber auch deutliche Zusatzerträge bei stark steigenden Aktienkursen und eine Absicherung mit nur relativ geringen Verlusten bei fallenden Kursen.

Dieses Szenario spiegelt eine wirtschaftliche Erholung wider, die zu einem durchschnittlichen jährlichen Aktienkursertrag von etwa 10 Prozent und einer weiteren Einengung des Kreditaufschlags von 50 Basispunkten führt. Diesen beiden positiven Kurstreibern für Wandelanleihen stehen ein leicht steigendes Zinsniveau und eine weiter fallende Volatilität durch abnehmende Risikoaversion mit negativen Beiträgen gegenüber. Damit ist für den Wandelanleihenmarkt unter Einbeziehung der Kuponrendite ein positiver Ertrag im mittleren einstelligen Prozentbereich durchaus plausibel.

Es ist aber zu bedenken, dass der Erwerb von Wandelanleihen für Privatanleger zumeist sehr schwierig ist. Dies liegt zum einen daran, dass die Papiere oft nur außerbörslich gehandelt werden, zum anderen weisen sie oft sehr hohe Nennwerte auf. Bis auf wenige attraktive Einzelinvestments dürfte daher für die meisten privaten Investoren ein Investmentfonds mit einer Konzentration auf Convertible Bonds interessanter sein.

Carl P. Fox ist Leiter der Convertibles Gruppe von Union Investment