

Mit Wandelanleihen gestärkt aus der Finanzkrise



Stephan Knuser

Wandelanleihen haben sich seit Ausbruch der Finanzkrise klar als eine der interessantesten Anlageklassen erwiesen. Und ihre Attraktivität wird weiter zunehmen, wenn die Volatilität an den Märkten wieder steigt. Die Folgen der Finanzkrise sind nämlich noch nicht ausgestanden – wir befinden uns gewissermassen im Auge eines Hurrikans, mit einer nur vorübergehend ruhigeren Phase.

Typisch für einen Hurrikan ist das sogenannte «Auge»: eine wind- und niederschlagsfreie, wolkenarme Zone im Zentrum des Sturms. Der Durchzug des Auges wurde früher oft mit dem Ende des Sturms verwechselt. Menschen, die sich dabei ins Freie begaben, wurden häufig vom erneut und schnell einsetzenden Sturm überrascht, was tödliche Konsequenzen haben konnte.

Ein ähnliches Muster zeigt sich auch bei der Finanzkrise. Als erste Folge der Krise wurden alle Anlageklassen - mit Ausnahme der Staatsanleihen - gleichermassen mit deutlichen Risikoauflagen versehen. Und die liquideren, gut handelbaren Anlageklassen mit teilweise deutlich geringerem Risikoprofil wurden zusätzlich abgestraft, da sie die dringend benötigte Liquidität noch bieten konnten. Im «Auge» der darauf folgenden Erholung korrigierten dank der Liquiditätsflutung der Kapitalmärkte im Jahre 2009 die Kredit-Spreads teilweise auf ein tieferes Niveau als vor der Finanzkrise, was den risikobewussten Investor heute diese Risikoprämie bei schlechteren Kreditqualitäten vermissen lässt. Auch die Aktienmärkte profitierten gleichermassen von der Liquiditätsschwemme und pendelten sich wieder über dem langfristigen Bewertungsmittel ein.

Wandelanleihen haben sich seit Ausbruch der Finanzkrise klar als eine der attraktivsten Anlageklassen bestätigt. Dies wird sich noch verstärken aufgrund des nach wie vor tiefen Zinsniveaus und der verengten, dem Risiko nicht mehr zwingend Rechnung tragenden Kredit-Spreads. Dieses wiedererlangte Risikobewusstsein im Auge des Hurrikans zeigt sich klar im Kapitalzufluss des Investment-Grade-Wandelanleihensegmentes gegenüber dem Non-Investment-Grade-Bereich. Diese Entwicklung wird sich jedoch aufgrund der Voraussetzungen am Kapitalmarkt noch deutlich verstärken: Die bevorstehenden Regulierungen, welche als Folge der Finanzkrise in Etappen die Banken zwingen werden, ihre Bilanzsummen zu reduzieren, wird vor allem die Investment-Grade-Gesellschaften direkt an den Kapitalmarkt zurückführen. Konkret: Die Banken werden mit einer erzwungen reduzierten Verschuldung (Leverage-Faktor) ihren Fokus von der Masse vermehrt auf die Marge richten und daher tendenziell auf die Kreditfinanzierung des Non-Investment-Grade-Bereichs fokussieren.

Aktuell sind rund 40 Prozent des Fremdkapitals bei den Investment-Grade-Gesellschaften Europas mit Bankkrediten refinanziert. Da es auch im Interesse dieser Gesellschaften ist, ihre Passivseite zu diversifizieren, wird ein beachtlicher Teil direkt am Kapitalmarkt refinanziert werden müssen. Da dies jedoch mit höheren Kredit-Spread-Kosten für die Emittenten verbunden sein wird, werden diese, um ihr Rating stabil halten zu können, teilweise gezwungen sein, ihre Eigenkapitalbasis direkt oder indirekt zu stärken. Die direkte Form der Eigenkapitalstärkung mittels einer Kapitalerhöhung stellt dabei die eine Form dar. Aus Unternehmenssicht deutlich attraktiver, weil flexibler, ist die Eigenkapitalbeschaffung über Wandelanleihen.

In volatilere Zeiten wird der naturgegebene Mehrwert der Wandelanleihe, nämlich die für den Anleger vorteilhafte Asymmetrie ihres Rendite/Risiko-Profiles, vermehrt nachgefragt. So ergibt sich für den Wandelanleiheninvestor des Investment-Grade-Bereichs als Folge der Finanzkrise ein deutlich attraktiveres Angebot aus einem breiteren Spektrum. Das eröffnet dem Fondsmanager im Bereich Wandelanleihen eine breitere Diversifikation auch auf Sektorebene, was den Investor zwingt, sein Augenmerk verstärkt auf die verschiedenen Wandelanleihen-Investitionsstile zu richten.

So konnte langfristig das Segment Investment-Grade bei deutlich geringeren Schwankungsbreiten höhere Nettorenditen erzielen als der Non-Investment-Grade-Bereich. Dieser Tatsache hat in den letzten Monaten und Quartalen auch die Investorengemeinde Rechnung getragen und die Volumen der Wandelanleihenfonds mit dem Fokus auf das Investment-Grade-Segment klar überproportional gegenüber demjenigen des Non-Investment-Grade-Segments ansteigen lassen.

Am deutlichsten lässt sich dies anhand des Julius Bär Global Convertible Fund aufzeigen. Dieser im Oktober 1993 aufgelegte Wandelanleihenfonds, welcher bis Ende 2008 eine eher opportunistische Strategie mit Einbezug des Non-Investment-Grade-Bereichs verfolgte, wies Ende 2008 lediglich ein Fondsvolumen von 90 Millionen Franken auf. Dank der klaren Ausrichtung auf den Investment-Grade-Bereich und dem fokussierten Ausrichtung auf Asymmetrie konnte der Fonds sein Volumen auf 600 Millionen Franken steigern. Diese Investoren werden als Profiteure aus der Finanzkrise hervorgehen – denn nach dem Durchzug des Hurrikan-Auges werden die Turbulenzen nochmals ansteigen, was die Volatilität an den Kapitalmärkten deutlich erhöhen dürfte. Da die Volatilität ein wichtiger Performancetreiber von Wandelanleihen ist, werden sich die Vorzüge dieser Anlageklasse im Vergleich noch verstärkt abheben. Bei der Wahl der richtigen Wandelanleihenstrategie profitieren vor allem jene Manager, welche den naturgegebenen Mehrwert von Wandelanleihen ausspielen können, nämlich die Asymmetrie des Rendite/Risiko-Profiles.

Stephan Knuser ist Managing Partner bei EMCORE Asset Management. EMCORE ist auf das Erarbeiten einer hohen risikoadjustierte Rendite fokussiert und Spezialistin für angewandtes Risikomanagement mit Sitz in Zug und Vaduz. Sie gehört als eine der grössten Wandelanleihen-Investoren zu den Branchenführern und managt unter anderem auch seit Januar 2009 die Wandelanleihen-Exposures der Bank Julius Bär.