

# 2013 wird für Wandelanleihen schwieriger

Ihr Potenzial ist aber nach dem Rekordjahr 2012 noch nicht ausgereizt – Selektion gewinnt an Bedeutung – Portfoliomanager setzen zumeist auf defensive Strategien

MANFRED KRÖLLER

Wandelanleihen, auch Convertibles genannt, sind eine komplexe Anlageklasse: asymmetrisch und hybrid, ein Zwitter mit Aktien- und Bond-Eigenschaften, nicht ganz einfach zu durchschauen (vgl. Text unten). Der globale Markt wird dann auch von einem kleinen, elitären Kreis von Spezialisten gestaltet. Gleichwohl hatten Wandler 2012 ein sehr erfolgreiches Jahr.

Verschiedene Faktoren wirkten da zusammen: Die Risikoaufschläge (Spreads) am Anleihenmarkt wurden kleiner, Aktienkurse stiegen. 2013 verspricht ebenfalls recht ordentlich zu werden. FuW hat bei Managern von Wandelanleihenportfolios nachgefragt.

**Lässt sich 2013 eine ähnlich gute Ernte wie 2012 einfahren?**

**Aviva Investors:** Wir erwarten einen Zuwachs im mittleren einstelligen Prozentbereich, der sich zusammensetzt aus einem bescheidenen Anstieg der globalen Aktienmärkte und den Couponzahlungen. Einen so signifikanten Rückgang der Kreditrisikoprämien wie 2012 wird es 2013 nicht mehr geben. Die erwartete Rendite für Wandler basiert auf der Tatsache, dass sie typischerweise etwa zwei Drittel des Aktienkursanstiegs mitmachen.

**Emcore:** Es besteht kaum mehr Potenzial für eine weitere Einengung der Credit Spreads. Portfolios mit Beimischung von Wandlern unterhalb Anlagequalität (Investment Grade, IG), dürften deshalb vermehrt Gegenwind spüren. Dagegen sollten Strategien mit stabilem Bond Floor (IG) und hoher Asymmetrie zwar nicht ganz an das Vorjahresergebnis anknüpfen, relativ zu den Aktien- und den Anleihenmärkten aber hervorragend abschneiden. **Fisch Asset Management:** 2012 kamen sowohl von der Aktienseite wie auch von den Zinsen und den Credit Spreads positive Impulse. Da sowohl das aktuelle Zinswie auch das Spread-Niveau im IG-Bereich wenig Raum für weiteren Ertrag bietet, müsste der Impuls klar von den Aktien kommen. Ihre attraktive Bewertung bietet durchaus Potenzial. Das Rückschlagsrisiko ist begrenzt. Zins- und Kreditrisikoprämien sind vergleichsweise tief. Die Aktiensensitivität von rund 40% ist noch nicht gefährlich hoch. Normal sollten 4 bis 8% Ertragszuwachs 2013 realisierbar sein.

**Holinger Asset Management:** 2013 lässt sich eine ähnlich gute, wahrscheinlich sogar bessere Ernte einfahren. 2012 war die



In den USA, Japan und am Golf boomt die Bauwirtschaft. Viele Wandelanleihen der Branche haben daher das **asymmetrische Preisverhalten** fast verloren. Selektion wird wichtig.

## Unter einem Dach gebündelt

Wandelanleihen bleiben gefragt. In Europa wurden im ersten Quartal Wandler für über 10 Mrd. \$ platziert, ein neuer Rekord, meldet Bloomberg. In den USA waren es 8,5 Mrd. \$, nach 12 Mrd. \$ im ersten Quartal 2012. Der Neugeldzufluss in dieses Nischensegment reisst nicht ab. Wandelanleihen bedürfen aber **sorgfältiger Pflege und Analyse**. Der globale Markt ist nicht sehr transparent, die Mehrheit der Emittenten – meist kleinere Unternehmen – dem grösseren Anlegerpublikum kaum bekannt. Kurz: Insiderwissen ist gefragt. Das ist aber nur mit gründlichen Analysen, aufwendigem Research erhältlich.

Warum also nicht für die Komposition kleinerer Wandelanleihenportfolios auf die Analysekompetenz der grossen Anbieter vertrauen und ihre **Fonds als Bausteine** einer Dachfondslösung verwenden? Damit könnten eigene Researchkosten gesenkt werden, gleichzeitig bliebe die taktische Fle-

xibilität erhalten. Reto Jung von der Zürcher Vermögensverwaltungsboutique WMPartners leistet hier Pionierarbeit. Erstmals in der Schweiz soll eine Wandelanleihenstrategie in einem Dachfonds angeboten werden. Durch Berücksichtigung verschiedener Anlagekonzepte liessen sich die vorteilhaften Rendite-Risiko-Eigenschaften der Wandelanleihen **gut diversifiziert** abbilden, sagt Jung. Investoren könnten am gesamten Spektrum günstig und einfach partizipieren.

Die Zulassung zum öffentlichen Vertrieb dieser Fund-of-Funds-Konstruktion in der Schweiz sei geplant. Ganz ohne Analyse kommt auch Jung nicht aus. Statt die Vielzahl der Einzeltitel zu betrachten, stellt er sein Portfolio aus **zehn bis fünfzehn Wandelanleihenfonds** der grossen Anbieter zusammen, die er nach quantitativen und qualitativen Kriterien aus einem globalen Universum von über 300 Fonds **selektiert**. KR

Verengung der Spreads der Treiber für die gute Performance. 2013 wird das der Aktienmarkt sein. Wir sind positiv für Aktien gestimmt und gehen davon aus, dass globale Wandelanleihen daran partizipieren, also ebenfalls profitieren werden.

**Lombard Odier:** 2013 dürfte so weitergehen, wie 2012 endete. Niedrige Zinsen und die Suche nach Rendite bleiben uns wohl erhalten. Viel wurde erreicht, aber die Ungewissheit bleibt und wird die Risikoprämien nähren. Für Wandler erwarten wir ein gutes Jahr, gestützt durch günstige Aktienbewertungen, attraktive Anleihenrenditen und leichte Verengung der Spreads.

**Man Investments:** 2012 spielten neben der Aktiensensitivität auch die Renditekomponente und die Einengung der Spreads eine wichtige Rolle. Ausserdem verringerte sich die Relation der Marktpreise zum fairen Wert, was den Anlegern gutgeschrieben werden konnte. Der Wandlermarkt hat sich etwa in die Mitte des ausgewogenen Bereichs bewegt, ist also aktiensensitiver geworden. Die derzeit in etwa fairen Bewertungen und das Tiefzinsumfeld lassen für 2013 nicht mehr auf gleich grosse Performanceeffekte wie 2012 hoffen. Viel hängt von den Aktienkursen ab: Wir sehen gute Chancen auf ein weiteres positives Jahr.

**Mirante Fund Management:** Ausgehend von einer moderat positiven Aktienkursentwicklung, entsprechend der Nachfrage stabilen Bewertungen (Volatilität) und zu erwartenden Schwankungen (Asymmetrie) gehen wir für 2013 von 5 bis 7% Performance aus. Derzeit scheint viel für einen weiteren Aktienkursanstieg zu sprechen. Der Januar hat das Tempo vorgelegt. Wir erwarten allerdings Konsolidierungen und entsprechende Schwankungen.

**Wie positionieren Sie sich strategisch für die kommenden Monate?**

**Aviva:** Wir fokussieren uns auf fundamental starke, ausgewogene Papiere im mittleren Delta-Bereich. Zurzeit ist der Markt günstig für Emissionen im Bereich Investment Grade (IG) und leicht darunter. Unsere Long-only-Portfolios bleiben auf gewichtete durchschnittliche IG-Ratings ausgerichtet. Derzeit haben wir ein Untergewicht in Europa, weil dort die Bewertungen eher hoch sind, es nur wenig Wachstumsperspektiven und zudem stetige Emissionen im öffentlichen Sektor gibt. Sobald das Primärgeschäft anzieht, wenden wir uns verstärkt Opportunitäten ausserhalb des Bereichs hoher Deltas zu, der in der Vergangenheit gut performt hat.

Vorerst konzentrieren wir uns auf technisch günstige, ausgewogene Wandler.

**Emcore:** Um die Aktienpartizipation zu optimieren, achten wir im IG-Segment auf die Qualität von Unternehmen mit stark zyklischem Charakter. Sollten die Schwankungen am Aktienmarkt zunehmen, könnten wir uns nochmals defensiver positionieren. Bewertungstechnisch sind am ehesten in Europa Opportunitäten zu finden, oft bei Unternehmen aus der Peripherie. Da die Eurokrise allgegenwärtig bleibt und Marktverwerfungen jederzeit möglich sind, erachten wir Engagements in der Europaperipherie nur vereinzelt als genügend attraktiv.

**Fisch:** Wir bleiben vorläufig eher defensiv. Fundamental geht es zwar in die richtige Richtung, aber nicht zuletzt, weil global massiv Geld ins System gepumpt wird und noch einige Schuldenprobleme nicht gelöst sind. Die Börsen bleiben sehr anfällig für politische Ereignisse. Zyklischer und Finanzwerte haben Aufholpotenzial. Regional gesehen zeigt sich Japan sich stark, Asien insgesamt dürfte an Bedeutung gewinnen. Anlagequalität ist rar, da Wandler meist unterhalb IG angeboten werden. Hier liegt auch das höhere Potenzial. Ein gesunder Mix ist gefragt.

**Holinger:** Wir haben den Hochzinsanteil (High Yield, HY) leicht reduziert und die Aktiensensitivität erhöht. Bei den HY-Anleihen erwarten wir keine weitere Spread-Verengung. Die Verzinsung ist mit rund 5% noch recht attraktiv. Wir gehen davon aus, dass sich mit Einzeltiteln durch Aktienkursanstieg zweistellige Renditen erzielen lassen. Wir sind in Asien, Europa und den USA etwa gleich gewichtet.

**Lombard Odier:** Wir bewegen uns in einem Umfeld, das klar für risikobehaftete Anlagen spricht, aber auch von grosser Unsicherheit geprägt ist, die zu hoher Volatilität führen kann. Wir bleiben vorerst bei unserer vergleichsweise defensiven Positionierung und untergewichtet in Finanzwerten und Grundstoffen.

**Man:** Ende 2012 haben wir uns tendenziell aggressiver ausgerichtet, sowohl in Bezug auf Sektoren (zyklischer) wie auch auf das Delta. Global bevorzugen wir Asien ohne Japan und haben im Januar auch Japan leicht übergewichtet. Untergewichtet sind die USA und Europa.

**Mirante:** Wir bleiben defensiv. In Anbetracht der mittlerweile stolzen IG-Bewertungen werden wir wohl unsere Limite von 20% an Non-IG-Positionen opportunistisch ausreizen. Regional sehen wir keine Notwendigkeit, unsere Ausrichtung markant zu ändern.

## Convertibles entfalten ihre Stärke in Krisenzeiten

Das vielseitige Anlageinstrument mit Zwittercharakter ist nicht ganz einfach zu durchschauen – Globales Angebot an Neuemissionen geht stetig zurück

Wandelanleihen (Convertibles) gibt es schon seit rund 150 Jahren. Bis heute fristen sie im Vergleich zu anderen Anlageklassen jedoch ein Nischendasein. «Trotz zahlreicher Vorteile wird diese Anlageform selbst von professionellen Vermögensverwaltern nur selten konsequent genutzt», stellt Beat Thoma, Leiter Asset Management von Fisch Asset Management, fest und vermutet, dass der geringe Bekanntheitsgrad und eine «nicht ganz einfache Bewertung» hinter der Berührungsangst stecken – ungerechtfertigterweise. Denn es eröffneten sich nicht selten erstaunlich vorteilhafte Anlagemöglichkeiten.

Nach Daten von Bank of America Merrill Lynch und Barclays ist der globale Wandlermarkt derzeit rund 383 Mrd. \$ schwer. Davon entfallen rund 57% auf die USA, knapp 26% auf Europa, fast 10% auf Asien ohne Japan und knapp 7% auf Japan. Das Volumen der jährlich global neu emittierten Wandler sinkt seit längerem deutlich: von 163 Mrd. \$ 2007 über 82 Mrd. 2009 bis auf nur noch 47 Mrd. \$ 2012.

### Zwitter aus Bond und Aktie

Eine Wandelanleihe ist ein festverzinsliches Wertpapier, mit dem der Zeichner das Recht erwirbt, es in einem festgelegten Zeitraum in Aktien des emittierenden Unternehmens zu tauschen. Der Anleger

kann also je nach Marktlage wandeln, muss aber nicht. Nimmt er die Tauschoption wahr, verzichtet er auf Zinszahlungen und Tilgung. Der Investor mutiert vom Gläubiger (Anleihezeichner) zum Eigentümer (Aktionär). Aus dem aufgenommenen Fremdkapital des Unternehmens ist Eigenkapital geworden. Dieser für eine Wandelanleihe charakteristische Zwittercharakter aus Aktie und einer gewöhnlichen Obligation wird auch als hybrid bezeichnet. Ihr Wert wird sowohl von der Aktie als auch von den Zinsen am Kapitalmarkt beeinflusst.

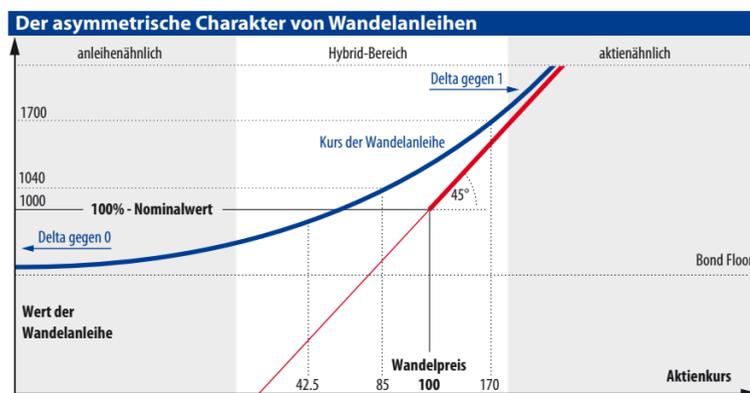
Ihre Merkmale gleichen denen einer normalen Anleihe: fester Zins, feste Laufzeit, fester Rückzahlungskurs. Diese Konstruktion erlaubt dem Anleger, am Kurspotenzial der zugrundeliegenden Aktie (Basiswert) teilzuhaben – er hat ja die Möglichkeit zu tauschen. Das Risiko künftiger Aktienkursverluste, wie bei einem direkten Aktienkauf gegeben, geht der Investor nicht ein. Er braucht ja nicht zu tauschen – die regelmässigen Zinszahlungen und die Tilgung am Ende der Laufzeit bieten Kapitalschutz. Eine Wandlung ist nur dann interessant, wenn die zugrundeliegenden Aktien so stark gestiegen sind, dass sie den Nominalwert der Anleihe übersteigen und sich an der Börse mit Gewinn verkaufen lassen. Diese Asymmetrie (Teilhabe an steigenden Aktien-

kursen, Kapitalschutz bei fallenden) ist die grosse Stärke einer Wandelanleihe (vgl. Grafik rechts). Wandelanleihenbesitzer sind also auch im Falle eines Börsencrashes nicht zu verlustträchtigen Panikverkäufen gezwungen.

### Synthetik schafft Flexibilität

Synthetische Wandler (Umtauschanleihen, Exchangeables) haben im Unterschied zu herkömmlichen als Basiswert nicht Aktien der Emittentin, sondern Anteilscheine eines anderen Unternehmens oder einen Index. Meist emittieren Banken solche Papiere; die Tauschoption berechtigt dann zum Bezug bzw. Entgelt von Aktien eines kotierten Unternehmens oder eines Index, Rohstoffs oder sonstigen handelbaren Vermögenswerts.

Die Kapitalgarantie für eine synthetische Wandelanleihe gibt das emittierende Finanzinstitut. Eine Relation zur Bonität des Unternehmens, dessen Aktien als Basiswert dienen, besteht nicht. Synthetische Wandler lassen sich für Basiswerte einsetzen, für die es keine herkömmlichen Wandler gibt. Da sich der Wert wie eine technisch vergleichbare Wandelanleihe bewegt, werden künstliche Varianten vielfach für Märkte kreiert, in die man defensiv investieren will, aber mangels herkömmlicher Wandler nicht kann. KR



Quelle: Fisch Asset Management, Emcore / Grafik: FuW, br

Die Funktion einer Wandelanleihe dargestellt an einem einfachen Beispiel: Ein Anleger kann zehn Aktien à 85 Fr. erwerben oder einen Wandler desselben Unternehmens über nominal 1000 Fr. zum Preis von 1040 zeichnen, der ihm ein Tauschrecht im Verhältnis 10:1 einräumt. Er bekäme zehn Aktien für 1000 Fr. – statt für 850 Fr. Der Aktienbezug über den Wandler ist 190 Fr. teurer. Diese Differenz nennt man Prämie. Verdoppelt sich der Aktienkurs bis Fälligkeit auf 170 Fr., verbucht der Aktionär 100% Gewinn. Weil das Umtauschverhältnis feststeht, notiert auch der Wandler dann bei 1700. Das ist

aber ein Plus von nur 63,4%, der beim Umtausch in Aktien realisiert wird. Bei steigenden Kursen stellt sich der Inhaber des Wandlers schlechter als der Aktionär. Aber: Ist die Aktie bei Fälligkeit auf 42,50 Fr. gefallen, hat der Aktionär 50% seines Investments verloren. Der Inhaber der Anleihe erhält das Nominal von 1000 Fr. zurück, sein Verlust ist minimal. **Wandler schützen gut gegen Aktienkursverluste, während sie nur etwa zwei Drittel der Kurssteigerungen mitmachen.** Die Kennziffer Delta misst die Partizipation des Wandlers an Kurschwankungen der zugrundeliegenden Aktie. KR