

Wandelanleihen als Performancetreiber

WEITERES POTENZIAL IM NON-INVESTMENTGRADE-BEREICH

ROBERT CLEVE Einflussfaktoren, die singulär aus der Vergangenheit bekannt waren, kumulierten sich zum ersten Mal zu einem nie da gewesenen negativen Effekt, der bis heute in den Kursen und Büchern spürbar ist. Zum wiederholten Male hörte man, der Wandelanleihemarkt sei tot und würde sich nie wieder erholen. Aber entgegen den Erwartungen legte der Europäische Wandelanleihenmarkt eine spektakuläre positive Performance hin, die im Jahr 2009 viele traditionelle Anlageklassen weit hinter sich ließ

Technisch bedingte Unterbewertung

Das Platzen der Immobilienblase leitete das dramatische Sinken der Aktienkurse ein, welches von einem enormen Anstieg der „Corporate Credit Spreads“ begleitet wurde: zwei negative Effekte, die wesentliche Auswirkungen auf die Bewertungen von Wandelanleihen hatten. Dazu kam jedoch ein dritter Faktor, der letztes Jahr seine volle Wirkung entfaltete.

Die Bedeutung der „Convertible Arbitrage Hedgefonds“ als Marktteilnehmer hatte sich während der Jahre 2005 bis 2008 wesentlich verstärkt, so dass ein großer Teil der Wandelanleihepositionen bei diesen Marktteilnehmern, meist auf gehebelter Basis, zu finden war.

Die schlechte Verfügbarkeit von kurzfristigem Kapital machte diese Arbitragepositionen unmöglich. Der Kollaps von Lehman Brothers brachte zusätzlich Milliarden von Papieren auf den Markt, und das danach erfolgte Verbot des Leerverkaufs von Aktien führte dazu, dass Hedgefonds in gewaltigem Ausmaß Positionen liquidieren mussten. Im Oktober 2008 war der Großteil der Hedgefonds deleveraged und auf einen geringen Prozentsatz der einstigen Größe geschrumpft. Alleine der Kurseinbruch im September war fast doppelt so stark wie der gesamte Kursrückgang in der Asienkrise 1998, dem bis dato größten Kurseinbruch. Inzwischen wurden die Verluste aber weitgehend wieder aufgeholt.

Dieser Angebotsüberhang übertraf in seinen Ausmaßen alles bisher Gesehene und trug neben Aktienverfall und Ausweitung der Corporate Spreads wesentlich zur Unterbewertung der Wandelanleihen im 4. Quartal des Jahres 2008 bei. In der Folge haben derzeit die klassischen Kennzahlen für Wandelanleihen, wie Bondfloor, Konvexität oder Delta, nur noch theoretische Bedeutung. In der Praxis ergab sich eine Abkopplung von der fundamentalen Entwicklung der Emittenten bzw. zugrunde liegenden Aktien.

Nur langsam erwachte bei den Investoren das Bewusstsein, dass die Wandelanleihen erstklassiger Schuldner wie z.B. der KfW zu signifikant höheren Spreads gehandelt wurden als gleichnamige Unternehmensanleihen mit ähnlicher Laufzeit und demzufolge signifikant unterbewertet waren. Die in den Titeln enthaltenen Optionen waren in vielen Fällen umsonst zu haben. Unter anderem konnte sich die deutlich angestiegene Volatilität durch die massiven Liquidierungen nicht wie üblich positiv auf die Bewertung der Wandelanleihen auswirken. Tatsächlich sank die implizite Volatilität bei Wandelanleihen temporär sogar ab. In den letzten Monaten nähern sich beide Kurven wieder an (Abb. 1).

Abb. 1: Unübliche und sogar divergierende Entwicklung der impliziten Volatilität



Quelle: Flossbach & von Storch Research Exane. Daten jeweils für europäische Investmentgrade-Anleihen per 31. August 2009

Zu dieser Zeit ergaben sich daher die ersten wesentlichen Gelegenheiten, die vorerst nur bei Namen der ersten Reihe genutzt werden konnten. Die Kurse der Emittenten aus dem Ratingbereich „A“ und tiefer zeigten kaum positive Bewegungen, erst in der Folge des Aktienmarktanstiegs erholten sich auch die niedrigeren Qualitäten, wobei diese Entwicklung noch nicht abgeschlossen ist und weiterhin großes Potenzial birgt.

Small- und MidCap beachten

Grundvoraussetzung für eine erfolgreiche Investition ist ein weiteres Ansteigen des Aktienmarktes, welches in der Regel auch zu einer Reduktion der „corporate credit spreads“ führt, so dass bei Wandelanleihen mittelgroßer Unternehmen noch deutlich dynamischere Be-

wegungen nach oben zu erwarten sind als im Rest des Marktes. Im Jahr 2009 beobachten wir wieder signifikantes Volumen bei europäischen Wandelanleiheemissionen (annualisiert ca. 32 Mrd. Euro), wovon rund 40% aus dem Sektor MidCap/Non-Investment Grade kommen. Die Emissionen sind attraktiv gepreist und treffen auf sehr gute Nachfrage von Seiten institutioneller Investoren. Demzufolge ist es nicht verwunderlich, dass der Sektor der MidCap-Wandelanleihen, der bereits seit dem Jahre 2006 signifikant gewachsen ist, heute rund 45% des Europäischen Wandelanleihemarktes ausmacht.

Die richtige Strategie für Convertible-Investments

Dr. Gerhard Kratochwil, Geschäftsführender Gesellschafter der CONVERT INVEST Financial Services GmbH, einer auf Wandelanleihen spezialisierten Boutique, die seit einiger Zeit die Performance-Listen anführt, erläutert die Investmentstrategie für Convertibles wie folgt: „Nur durch einen opportunistischen Managementansatz, der in positiven Aktienmarktphasen in Wandelanleihen von hohem Delta und/oder Non-Investmentgrade-Titeln investiert, aber in Schwächeperioden des Aktienmarktes das Hauptaugenmerk auf hohe Kreditqualität und niedrige Aktienexposures (Delta) legt.“

Wichtig ist dabei, frühzeitig das Delta zu adjustieren und, wenn nötig, auch vollständig zu reduzieren, um in schwachen Marktphasen die Verluste gering zu halten. Die Tatsache, dass sich das Delta von Wandelanleiheindizes und benchmarknahen Portfolios im Zuge eines Marktrückgangs automatisch reduziert, ist wohl hilfreich, kann aber keine ausreichende Absicherung vor Kursverlusten bieten.

„Trotz eines niedrigen Gesamtdeltas unseres Fonds konnten wir überdurchschnittlich an der positiven Bewegung der Wandelanleihen partizipieren. Eine deutliche Verbesserung der Liquidität und die Nachfrage gerade nach MidCap-Titeln haben zu der starken Fondspersormance von über 26% seit Jahresanfang beigetragen. Für die kommenden Monate rechnen wir mit anhaltend großem Potenzial, da der Non-Investmentgrade-Bereich bei einer Verfestigung des

Aktienmarktes verstärkt in den Fokus institutioneller Investoren geraten wird“, so Kratochwil.

Die Experten aus der Vermögensverwaltung von Flossbach & von Storch sehen in ihrem Fonds einen weiteren Vorteil der Assetklasse für viele substanzorientierte Anleger: Im Gegensatz zur „normalen“ Unternehmensanleihe erhält man mit Wandlern nicht nur eine feste Rendite, sondern profitiert zusätzlich von Aktienkurssteigerungen. Ein klarer Vorteil für den Fall, dass die Inflation schneller den Weg zurück ins System findet, als momentan von den Märkten erwartet.

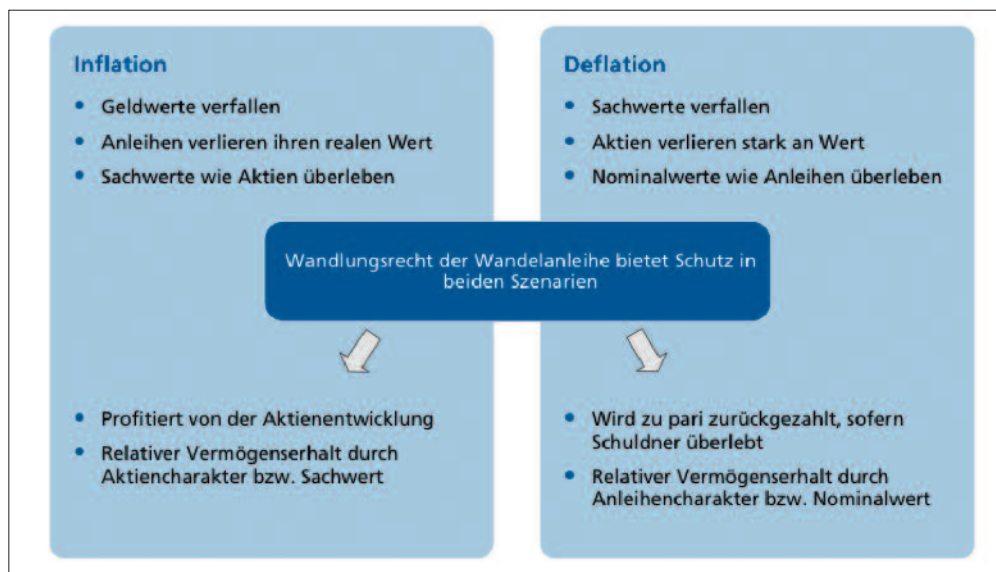
Wandelanleihen bleiben interessant

Abschließend bleibt festzuhalten, dass sich die Bewertung der Wandelanleihen nach den Kurssteigerungen der letzten Monate weitgehend normalisiert hat. Der Handel funktioniert einwandfrei, und attraktive Neuemissionen werden erfolgreich am Markt platziert. Nun rücken die in den letzten zehn Monaten eher bedeutungslosen Kennzahlen der Wandelanleihen wie Delta, Bondfloor oder die Konvexität wieder in den Vordergrund. Dabei bleibt aktuell festzuhalten, dass die Renditen, im Vergleich zu Staatsanleihen und traditionellen Unternehmensanleihen, nach wie vor attraktiv erscheinen. Der vielfach geringe Abstand zum Bondfloor trotz guter Partizipation am Kurspotenzial der Aktie ergibt ein günstiges Chance/Risiko-Profil. Trotzdem ist die Aktienmarktentwicklung natürlich die Achillesferse dieses Rentensegmentes und wird sich bei Kursrückschlägen auch dort auswirken.



Dr. Gerhard Kratochwil,
Geschäftsführender Gesellschafter,
CONVERT INVEST Financial Services
GmbH

Abb. 2: Wandelanleihen: Instrument für beide Extreme



Quelle: Flossbach & von Storch