IM_2_2013_Wandelanleihen_XXXk_g 17.05.2013 01:30 Seite 126

Alternative für Späteinsteiger

Auch 2013 stehen die Chancen der Wandelanleihen nicht schlecht. Opportunistische Small- und Mid-Cap-Beimischungen sowie Übernahmeschutzklauseln werden wichtiger.

Der Chief Investment Officer von Edmond de Rothschild Asset Management, Philippe Uzan, brachte es kürzlich auf den Punkt. Die geldpolitischen Impulse, eine entspanntere Finanzlage und moderate Wachstumsaussichten weltweit bei gleichzeitig geringerer Volatilität hätten ein Umfeld geschaffen, in dem Investitionen in Wandelanleihen – neben Corporate Bonds und Aktien – belohnt würden. Auch Ulrich Sperl, Fondsmanager der Wandelanleihenfonds UBS Convert Global und UBS Convert Europe, hält den Markt für Wandelanleihen auch dieses Jahr für unvermindert attraktiv. Schließlich war die Emissionstätigkeit bereits 2012 sehr rege, und auch 2013 gibt es eine Fortsetzung dieses Trends, wie die Ausgabetätigkeit des ersten Quartals 2013 vermuten lässt. Zumal auch noch Liquidität aus dem reichlich gut bewerteten High-Yield-Sektor ihren Weg zu den Convertibles findet, wie Alex McKnight, Investment Manager des GAM Star Global Convertible Bond, erkennen kann. Das erscheint auch logisch, da die Upside der High Yields, die viele Investoren aufgrund ihrer Risiko-Ertrags-Eigenschaften als Aktiensurrogat begreifen, kaum mehr existent ist. Wandelanleihen werden aufgrund ihres zunehmenden Deltas und ihrer Konvexität bei steigenden Aktienkursen immer aktienähnlicher und verfügen damit durchaus noch über Potenzial. Alex McKnights Kollege bei GAM, Ben Helm, analysierte, dass diese beiden Anlageklassen zwischen 1997 und 2013 relativ ähnliche Erträge gebracht hätten. Doch wenn man einen Blick auf die rollierenden Zwölfmonatserträge werfe, lägen Wandelanleihen in einem Umfeld steigender Aktienmärkte eben deutlich vorn. Und da High Yields jetzt im Vergleich zum S&P 500 Index gerade die Luft auszugehen scheine, sei nun der Zeitpunkt für einen Wechsel gekommen. Auch für Versicherer, deren Aktienanteil nach wie vor verschwindend gering ist, können Convertible Bonds einen Wiedereinstieg in den Aktienmarkt darstellen.

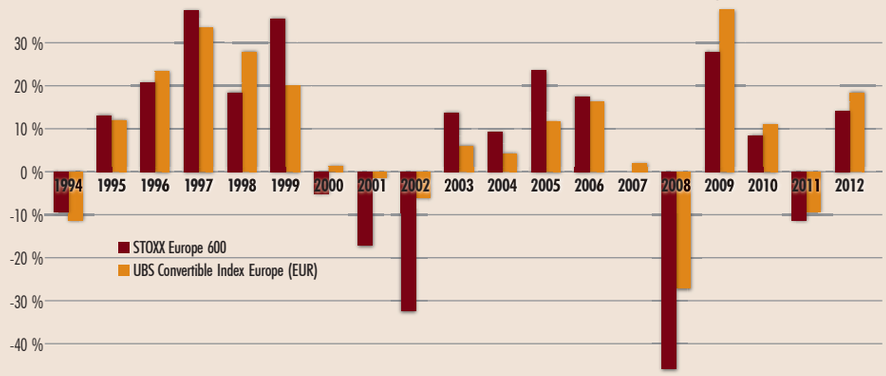
> »Übernahmeschutzklauseln ermöglichen bei steigender M&A-Tätigkeit in Europa eine gute Teilhabe für Wandelanleihenbesitzer.«
>
> **Nils Lesser,** Portfoliomanager und Geschäftsführer der Convertinvest Financial Services GmbH, Brunn am Gebirge

Asymmetrie sticht

Dass sich Wandler im Langfristvergleich gegenüber Aktien in Europa nicht zu verstecken brauchen, zeigt sich anhand der historischen Partizipationsrate am Aktienmarkt von beachtenswerten 94 Prozent in positiven gegenüber lediglich 41 Prozent in negativen Jahren *(siehe Grafik „Asymmetrie der Wandelanleihen in Europa“)*. Dieses asymmetrische Risikoprofil ist durch die Kombination traditioneller Anlageklassen nicht nachbildbar und bringt damit einen positiven Portfoliodiversifikationseffekt. Im vergangenen Jahr konnte die Performance des STOXX Europe 600 sogar übertroffen werden, denn der europäische Wandelanleihenmarkt schloss das Jahr 2012 mit einem Plus von 18,5 Prozent ab, gemessen am UBS Convertible Bond Europe Index (EUR Hedged), während der STOXX Europe 600 eine Performance von 14,4 Prozent auf die Waage brachte. „Drei Gründe waren hiefür maßgebend“, weiß Andreas Hofstädter, Portfolio Management & Quantitave Analysis beim Wandelanleihenspezia-

Asymmetrie der Wandelanleihen in Europa

In den letzten fünf Jahren waren Convertibles besser als der breite Aktienmarkt in Europa.



In dem Zeitfenster von 1994 bis 2012 lag die historische Partizipationsrate der Wandler am europäischen Aktienmarkt bei beachtlichen 94 Prozent in positiven versus lediglich 41 Prozent in negativen Jahren. **Quelle:** Bloomberg/UBS

FOTO: © ULTRAONE– DREAMSTIME

IM_2_2013_Wandelanleihen_XXXk_g 17.05.2013 01:30 Seite 127

listen Convertinvest Financial Services GmbH mit Sitz in Brunn am Gebirge bei Wien: „Erstens flächendeckende Fehlbewertungen, wobei Wandler verschiedenster Kreditqualitäten zu signifikant höheren Spreads gehandelt wurden als Unternehmensanleihen des gleichen Emittenten mit ähnlicher Laufzeit. Die in den Titeln enthaltenen Optionen waren vielfach nicht eingepreist und kostenlos zu erwerben. Diese Fehlbewertungen wurden im Lauf des Jahres sukzessive abgebaut. Zweitens unterstützte die Entwicklung bei den Corporate Spreads die Performance der Assetklasse. Der breite iTraxx Crossover 5Y sank von 752 auf 479 Punkte und ließ die Anleihenkomponente steigen. Drittens kam der größte Beitrag aus der guten Entwicklung der Aktienmärkte."

Auch 2013 scheint die Aktienkomponente wiederum eine wichtige Ertragsquelle der Wandelanleihen zu werden, während es beim Einlaufen der Credit Spreads, gemessen am Markit iTraxx Europe Crossover Index, der die fünfjährigen Spreads der liquidesten 50 High-Yield-Emittenten abbildet, in den ersten vier Monaten so aussah, als ob die Entwicklung zum Stillstand gekommen wäre. Der Spread handelte in einer Range von 400 bis 500 Basispunkten, die nun Anfang Mai nach unten durchbrochen werden konnte *(siehe Grafik „Europas High-Yield-Spreads gehen südwärts").*

Anders als High Yield Bonds bieten Wandelanleihen noch Potenzial nach oben. Sie sind zwar auch nicht mehr billig, aber wer die Aktienhausse verschlafen hat, findet hier eine Späteinsteiger-Alternative mit einer Art Airbag.

Neuemissionseifer in Europa

2013 spricht auch die anhaltend hohe Neuemissionstätigkeit bei europäischen Wandlern für eine Fortsetzung des positiven Trends der Assetklasse. Emittenten sehen in der Wandelanleihe den Vorteil der niedrigeren Verzinsung im Gegensatz zu einer herkömmlichen Kredit- oder Anleihefinanzierung, sodass die Belastung der Cashflows deutlich geringer ausfällt. Zudem wird bei Emission einer Wandelanleihe eine Prämie auf den aktuellen Aktienkurs festgesetzt, sodass im Vergleich zu einer Kapitalerhöhung ein höherer Betrag lukriert werden kann. Die Aktienhausse der letzten Jahre schafft hier eine höhere Basis. Der duale Charakter des Instruments macht bei Ausübung des Wandlungsrechts aus Gläubigern Eigentümer und verbessert die Kapitalstruktur. Seit September 2012 stieg die Emissionstätigkeit, der Trend hält bis heute an. Im vergangenen Jahr wurde in Europa bei insgesamt 48 Emissionen ein Volumen von 16,5 Milliarden Euro platziert, gefolgt von 18 Emissionen mit 5,8 Milliarden Euro im ersten Quartal 2013. Insgesamt ist das europäische Wandelanleihenuniversum im April 2013 gut 80 Milliarden Euro stark.

Europas High-Yield-Spreads gehen südwärts

Die Trading Range wurde Anfang Mai 2013 nach unten durchbrochen.

Der Markit iTraxx Europe Crossover Index, der die fünfjährigen Spreads der liquidesten 50 High-Yield-Emittenten am CDS-Markt abbildet, läuft weiter ein und bildet damit eine Ertragsquelle der Wandelanleihen von Sub-Investment-Grade-Emittenten.

Quelle: Bloomberg

Breite Streuung

Auf Wandelanleihen spezialisierte Investoren finden sämtliche Sektoren und Kreditqualitäten im Universum wieder *(siehe Grafik „Marktkapitalisierung und Kreditqualität des europäischen Wandelanleihenuniversums nach Sektoren").* Ähnliche Ansätze, die immer stärker auch bei anderen Assetklassen zum Zug kommen, um mög-

IM_2_2013_Wandelanleihen_XXXk_g 17.05.2013 01:30 Seite 128

lichst viele Alpha-Chancen wahrnehmen zu können, etwa bei Global Bonds oder Aktien weltweit inklusive Emerging Markets, verfolgen manche Anbieter auch bei Convertible Bonds.

All-Caps-Ansatz präferiert

Der Fokus des Convertinvest All-Cap Convertibles Fund etwa liegt auf aufstrebenden europäischen Unternehmen im Small- und Mid-Cap-Bereich. Vor allem diese stark wachsenden Unternehmen nutzen Wandelanleihen als attraktive Finanzierungsalternative zu Unternehmensanleihen oder Aktien. Die Emissionen sind attraktiv gepreist und treffen auf eine sehr gute Nachfrage von Seiten institutioneller Investoren. Diese flexiblen Unternehmen mit flachen Strukturen und einem klaren Fokus können in Nischen überaus starke Marktpositionen erreichen. Der positive Beitrag einer hohen Beimischung in einem Portfolio beweist auch die langfristige Outperformance im Vergleich zu Large Caps *(siehe Grafik „Entwicklung europäischer Mid Caps versus Large Caps“).*

Mid Cap Bias als Renditetreiber

Nils Lesser, Geschäftsführer von Convertinvest und Portfoliomanager des Convertinvest All-Cap Convertibles Fund: „Gerade das vergangene wie auch das laufende Jahr haben die Bedeutung des Stockpickings besonders bei Mid-Cap-Titeln unter Beweis gestellt. Unser Fonds konnte sehr gut von der positiven Bewegung der Wandelanleihen partizipieren. Zudem rechnen wir aber gerade für das weitere Jahr mit großem Potenzial, da bei einer Verfestigung des Aktienmarktes diese Unternehmen verstärkt in den Fokus institutioneller Investoren geraten.“

Europa im Schlepptau der USA

Bereits in den 80er Jahren zeigte sich, dass in den USA viele mittelgroße Unternehmen Wandelanleihen zu sehr attraktiven Konditionen emittierten, die in der Folge signifikante Performancebeiträge lieferten. Eine ähnliche Entwicklung vollzieht sich seit 2006 in Europa. Das starke Wachstum des europäischen Marktes für Wandelanleihen mittelgroßer Unternehmen eröffnet viele Möglichkeiten für eine risikoadjustierte Partizipation an diesem schnell wachsenden dynamischen Sektor. Convertinvest sieht sich hier mit dem All-Cap-Ansatz richtig aufgestellt, um langfristig Outperformance in der Sub-Assetklasse „Europäische Wandelanleihen“ zu generieren. Ziel ist es, neben groß kapitalisierten Titeln auch Wandelanleihen von Mid Caps opportunistisch beizumischen und trotzdem im Durchschnitt ein Investment-Grade-Rating darzustellen. Für Mid-Cap-Wandelanleihen gilt auch das, was für dieses Aktiensegment als solches richtig ist: Unternehmen mit stärkerem Wachstum, oft tätig in interessanten Marktnischen und von Analysten weniger intensiv wahrgenommen, sind die Emittenten *(siehe Grafik: „Entwicklung europäischer Mid Caps versus Large Caps“).* Convertinvest fühlt sich jedenfalls nach fünf Jahren Live-Track-Record des All Cap Fonds bestätigt, konnte man doch eine signifikante Outperformance der Wandelanleihenindizes erzielen und sich im Spitzenfeld des Universums „Europäische Wandelanleihen“ platzieren.

» Ein opportunistischer Ansatz bei Wandelanleihen in Bezug auf Small und Mid Caps macht sich bezahlt. «

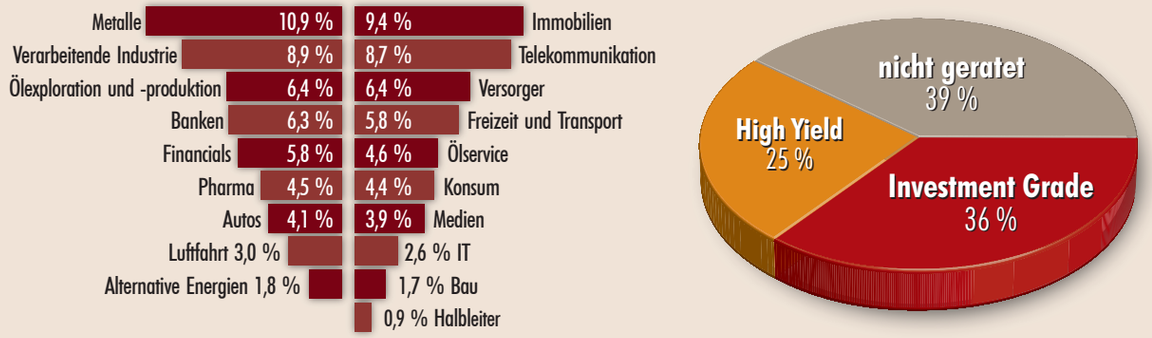
Mag. Andreas Hofstädter, Portfoliomanager und quantitativer Analyst, Convertinvest Financial Services GmbH

Kontrollwechsel als Joker

Profitieren könnte die Assetklasse 2013 zudem von einer steigenden M&A-Aktivität, wie es in Spätphasen einer Hausse an den Aktienmärkten üblich ist. Da Wandelanleihen im Small- und Mid-Cap-Bereich eine interessante Finanzierungsalternative darstellen, sehen die Prospektbedingungen

Marktkapitalisierung und Kreditqualität des europäischen Wandelanleihenuniversums nach Sektoren

Breite Streuung über alle Branchen und zwischen Investment Grade, High Yield und nicht gerateten Wandelanleihen



Das europäische Universum ist sektoral breit gestreut. Die Ratingverteilung zeigt zwei fast gleich starke Teilsegmente, „Investment Grade“ und nicht geratete Wandelanleihen. Ein Viertel des Wandelanleihenbestandes in Europa stammt von „Sub-Inbvestment-Grade“(High-Yield)-Emittenten.

Quelle: Deutsche Bank (li.), Barclays (re.)

FOTO: © CONVERTINVEST FINANCIAL SERVICES

IM_2_2013_Wandelanleihen_XXXk_g 17.05.2013 01:30 Seite 130

meist einen Übernahmeschutz, eine sogenannte Change of Control Clause, vor. Nils Lesser sieht darin ein wichtiges Detail, dem man unbedingt Aufmerksamkeit schenken sollte: „Dieser Übernahmeschutz sieht bei einem Kontrollwechsel beim Emittenten eine Anpassung des Wandlungsverhältnisses – meist in Abhängigkeit von der Restlaufzeit der Wandelanleihe – vor, womit Wandelanleihenbesitzer beim Take-over hinsichtlich der Übernahmeprämie ähnlich dem Aktionär gestellt werden." Die *Grafik „Potenzieller Gewinn durch Übernahmeschutzklausel"* zeigt, womit der Besitzer europäischer Convertibles rechnen kann, so es zu einem 20-prozentigen Kursaufschlag im Übernahmefall kommt. Neben dem steigenden Delta, das eine Teilnahme an der Kurssteigerung inkludiert, sieht der Prospekt oftmals als Entschädigung der Anleihengläubiger ein besseres Wandlungsverhältnis vor, das sich beispielsweise bei einem Take-over um zehn Prozent erhöht. Dies bedeutet, dass unabhängig vom Delta der Wandelanleihe aufgrund des Übernahmeschutzes die annähernd gleiche, in manchen Fällen sogar eine höhere Performance als beim Halten der Aktie erzielt wird. Ein Beispiel für einen durchaus positiven Beitrag ist das Übernahmeangebot der Dentsu an die Aegis-Aktionäre im Jahr 2012. Lesser: „So wies die Aegis-Wandelanleihe aufgrund der Übernahmeschutzklausel ein Kursplus von über 40 Prozent auf, wovon unser Convertinvest All-Cap Convertibles Fund mit einem Anstieg von 1,35 Prozent auf Fondsebene profitierte."

Potenzieller Gewinn durch Übernahmeschutzklausel

Unterstellt wurde eine 20-prozentige Übernahmeprämie in einer zweimonatigen Take-over-Periode.

Wandelanleihe	Aktienkurs	Währung	Delta bei Parität	Gewinn (%)
Atos 2,5 % 2016	54,88	EUR	62 %	33 %
WPP 5,75 % 2014	867,00	GBP	93 %	33 %
Hochschild Mining 5,75 % 2014	473,10	GBP	47 %	29 %
Aurubis (Salzgitter) 2 % 2017-put nov 2015	50,75	EUR	61 %	26 %
Subsea 3,5 % 2014	130,40	NOK	85 %	25 %
Clariant 3 % 2014	11,58	CHF	58 %	25 %
Swiss Prime Site 1,875 % 2015	74,30	CHF	68 %	25 %
Unibail 0,75 % 2018	179,15	EUR	45 %	25 %
Seadrill 3,375 % 2017-put oct 15	209,10	NOK	77 %	24 %
Mobimo 2,125 % 2014	218,00	CHF	62 %	24 %
UCB 4,5 % 2015	44,95	EUR	63 %	24 %
Ingenico 2,75 % 2017	40,61	EUR	68 %	23 %
Inmarsat 1,75 % 2017	600,50	GBP	38 %	23 %
Technip 0,5 % 2016	87,97	EUR	60 %	23 %
SGL 3,5 % 2016-put juin 2014	30,16	EUR	65 %	23 %
GSW Immobilien 2 % 2019-put nov. 2017	32,41	EUR	67 %	23 %
Allreal 2,125 % 2014	139,70	CHF	56 %	22 %
Infineon 7,5 % 2014	5,80	EUR	100 %	22 %
Industrivarden 2,5 % 2015	102,20	SEK	54 %	22 %
Econocom 4 % 2016	5,10	EUR	48 %	22 %
Technip 0,25 % 2017	87,97	EUR	56 %	21 %
Capital Shopping Centres 2,5 % 2018	350,60	GBP	46 %	20 %
Derwent 2,75 % 2016	2.111,00	GBP	51 %	20 %
Subsea (Siem) 1 % 2019-put sept. 2016	130,40	NOK	59 %	19 %
Deutsche EuroShop 1,75 % 2017	30,60	EUR	58 %	19 %
Elektra 2,75 % 2017	104,30	SEK	63 %	18 %
Sainsbury 4,25 % 2014	344,40	GBP	31 %	17 %

Wandelanleihengläubiger können in vielen Fällen sogar überproportional von Wertsteigerungen der zugrunde liegenden Aktie profitieren. Übernahmeschutzklauseln unterschiedlicher Ausprägung können etwa das Wandlungsverhältnis zugunsten der Anleihenbesitzer verändern.

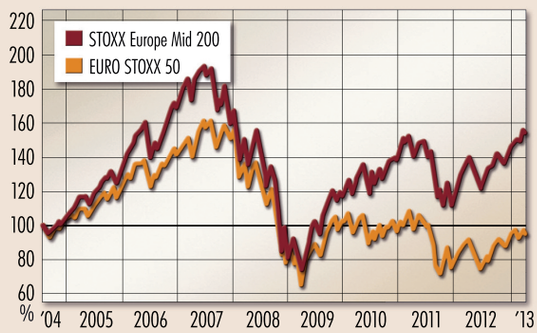
Quelle: Natixis

Fazit

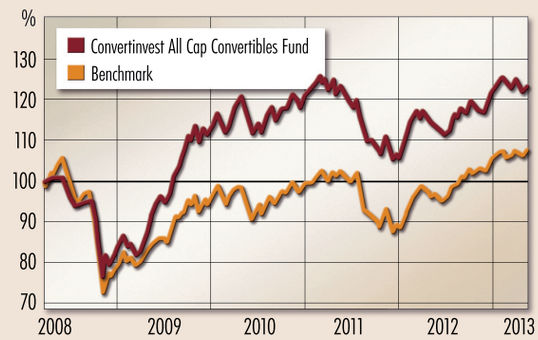
Es lohnt sich für den Investor, europäische Wandelanleihen als Assetklasse in Betracht zu ziehen und dabei die Freiheitsgrade für den Manager für Off-Benchmark-Engagements zu erhöhen, um das Universum in Richtung Small- und Mid-Cap-Wandler bei Vorliegen entsprechender Opportunitäten ausschöpfen zu können. Zwar sind auch Wandler nicht mehr billig, aber gerade für jene, die die Aktienhausse verschlafen haben, stellen sie eine Form von Airbag-Investment mit höherer Upside als klassische High Yield Bonds dar.

Entwicklung europäischer Mid Caps versus Large Caps

Die europäische Mid-Cap-Prämie lässt sich bei Aktien …



… und auch bei Wandelanleihen heben.



In Stresszeiten wie 2008 schmilzt die Mid-Cap-Prämie weg, baut sich danach aber wieder auf. Das ist bei europäischen Aktien (links) gut sichtbar. Ein überaus ähnliches Bild präsentiert sich bei Wandelanleihen anhand des Convertinvest All Cap Convertibles Fund (rechts), der eine Mid-Cap-Tangente aufweist. Die Benchmark des Fonds bestand bis zum 31.12.2008 aus dem UBS CB Europe Index, danach aus dem Exane ECI Euro Index.

Quelle: Bloomberg, Convertinvest