



WANDELANLEIHEN RICHTIG VERSTEHEN

MARCEL HESS / MARKUS STREULE

Jeder professionelle Investor sollte das Konzept «Wandelanleihe» verstehen. Dennoch gibt es immer wieder fundamentale Fehleinschätzungen zu beobachten. Der vorliegende Beitrag soll zur Aufklärung dienen.

Auf eine Wandelanleihe wirken in der Regel vier, manchmal fünf Einflussfaktoren ein. Der wichtigste Faktor und Kernstück des Konzepts ist die Schuldnerqualität. Ist und bleibt diese gut genug, kann alles andere schiefgehen – die Rückzahlung der Wandelanleihe zum Nominalwert ist nicht gefährdet. Verschlechtert sich jedoch die

Schuldnerqualität, ist die Rückzahlung gefährdet, und der Kern der Wandelanleihe kollabiert. Das Konzept der Wandelanleihe erfüllt in diesem Fall ihre Aufgabe nicht.

Der zweitwichtigste Faktor ist die Kursentwicklung der Aktie, die der Wandelanleihe zugrunde liegt. Der Aktienkurs treibt die Kursentwicklung der Wandelanleihe an. Steigt der Kurs der Aktie, steigt auch der Kurs der Wandelanleihe, und umgekehrt.

Der dritte Faktor ist die Volatilität, die auf den Wert der in die Wandelanleihe integrierten Option einwirkt. Das Aus-

mass dieses Faktors hängt mitunter vom Marktumfeld ab. 2021 hat sich dieser Faktor im Jahresverlauf fast halbiert und einem klassischen Wandelanleihen-Portfolio eine Performance-Verwässerung von 4–8% beschert. Über einen Mehrjahreshorizont betrachtet ist die Schwankung dieses Faktors im Gesamtkontext weniger wichtig, weil die Rückkehr zum langfristigen Mittelwert auch hier spielt.

Bleibt das Zinsänderungsrisiko. Dessen Einfluss ist zwar gegeben, aber weitaus weniger wichtig als allgemein angenommen. Zum einen weisen Wandelanleihen Laufzeiten von zwischen drei und zehn

Jahren auf, selten kürzer oder länger. Die meisten Wandelanleihen haben zudem Spezialklauseln eingebaut, die es zu analysieren und verstehen gilt. Diese Spezialklauseln verkürzen in der Regel die Laufzeit einer Wandelanleihe. Die Duration des globalen Wandelanleihen-Universums bewegt sich zwischen drei und vier Jahren. Überdies sind Wandelanleihen mit tieferen Coupons ausgestaltet als eine vergleichbare gewöhnliche Anleihe. Die Differenz ist der Preis für die integrierte Option.

Der seltene fünfte Faktor ist das Doppelwährungsrisiko. Hierbei sind die Währung der Anleihe, etwa der USD, und die Währung der zugrundeliegenden Aktie, zum Beispiel der JPY, zu vergleichen.

Verschiedene Verhaltensmuster

Jede Wandelanleihe ist individuell. Wandelanleihen können reinen Obligationen-Charakter haben, wenn die Umwandlung in Aktien nicht mehr wahrscheinlich ist. Sie können aber auch reinen Aktien-Charakter haben, wenn der Kurs der Basisaktie so stark gestiegen ist, dass die Wandelanleihe einen ebenso starken Kursanstieg verzeichnet. Zwischen diesen beiden Charakteren gibt es alle Varianten. Die Kategorisierung in defensive, ausgewogene oder dynamische Wandelanleihen bezieht sich dabei auf den Aktienanteil einer Wandelanleihe.

Bei einer defensiven Strategie werden Wandelanleihen mit einem Aktienanteil von 30-50 % und bei einer ausgewogenen Strategie solche mit einem Aktienanteil von 40-60 % eingesetzt. Wandelanleihen, die einen Aktiengehalt von mehr als 60 % aufweisen, kommen für eine dynamische Strategie in Frage. Diese Strategie wird von institutionellen Investoren erfahrungsgemäss eher weniger gesucht. Der Aktienanteil wird oft mit der Finanzkennzahl «Delta» angegeben.

Anlageprozess

Unser Anlageprozess teilt sich in acht Arbeitsschritte auf. Das ist weder einzigartig

noch besonders. Wir kochen – wie alle anderen auch – mit Wasser. Der Unterschied in der langfristigen Strategieumsetzung und Performance liegt woanders. Die Kernpunkte im Arbeitsablauf sind das systematische Filtern des Anlageuniversums unter Anwendung von Mindest- und Ausschlusskriterien. Was nach diesem Arbeitsschritt übrig bleibt, kommt grundsätzlich für die Portfolio-Gestaltung in Frage. Der nächste Arbeitsschritt ist entscheidend. Bei der Portfolio-Zusammensetzung sollen nur Wandelanleihen mit einem vorteilhaften Rendite- und Risikoprofil berücksichtigt werden. Wichtig ist unseres Erachtens auch, dass keine zu grossen Einzelpositionen, also Einzelwetten, im Portfolio enthalten sind. Mit anderen Worten: das Portfolio soll eine genügende Diversifikation aufweisen.

Was zu erwarten ist

Wandelanleihen werden in den Finanzmedien oft als «Das Beste aus beiden Welten» dargestellt. Wir sehen das etwas kritischer. Wandelanleihen haben bessere und schlechtere Zeiten – 2021 waren schlechtere Zeiten. Über längere Zeit haben sich Wandelanleihen aber bewährt, und wir dürfen davon ausgehen, dass sie sich auch in Zukunft bewähren werden. Das Schöne am globalen Wandelanleihen-Universum besteht darin, dass es sich immer wieder neu gestaltet. Das liegt hauptsächlich daran, dass Wandelanleihen vor allem von Wachstumsgesellschaften für die günstige Kapitalbeschaffung emittiert werden. Das bringt über die Jahre eine natürliche Sektor-Rotation mit sich, ohne dass der Portfoliomanager diese unmöglichen Timing-Entscheidungen fällen muss.

Eine gut umgesetzte defensive Wandelanleihen-Strategie wird über die Jahre ungefähr 100 Basispunkte Mehrertrag abwerfen als eine reine Anleihen-Strategie. Dies ist substanziell.

Eine gut umgesetzte ausgewogene Wandelanleihen-Strategie ist langfristig wettbewerbsfähig mit reinen Aktienstrate-

gien. Auf dem Weg nach oben bleiben Wandelanleihen insgesamt sicher hinter Aktien zurück. Das machen sie aber auf dem Weg nach unten wieder wett. Eine gut umgesetzte, ausgewogene Wandelanleihen-Strategie wird nicht dieselben starken Rückschläge verzeichnen wie eine reine Aktienstrategie.

Was den Unterschied ausmacht

Den Unterschied, um langfristig erfolgreich zu sein und erwartungsgemässe Resultate zu erwirtschaften, machen weder die Personalressourcen noch die Assets unter Management aus – die Qualität der Arbeit hat nichts mit der Grösse eines Asset Managers zu tun. Langfristig entscheidend sind eine sinnvolle, mehrwertstiftende Strategiedefinition, eine strukturierte Arbeitsweise und – unseres Erachtens der wichtigste Faktor – eine disziplinierte Strategieumsetzung.

Wandelanleihen eignen sich hinsichtlich dieser drei Kriterien deshalb sehr gut, weil sie ein quantitativ geprägtes Finanzinstrument sind. Alle gängigen und wichtigen Bewertungskriterien sind quantitativ eindeutig mess- und nachweisbar. Auf dieser Grundlage lässt sich sehr systematisch arbeiten. Die Resultate bringen zum Ausdruck, wie konsequent und diszipliniert eine vorgegebene Strategie umgesetzt worden ist (Stichwort «Stiltreue»).

Marcel Hess

Geschäftsführer und Portfoliomanager
der Valex Capital AG, Pfäffikon.

Markus Streule

Geschäftsleiter der mcstrew group gmbh,
St. Gallen.