

Mehrwert mit Wandelanleihen

Nach den Hedge Funds dominieren Long-only-Manager den Markt. Das sind gute Bedingungen für Absolute-Return-Strategien.

SHAWN MATO

Zugegebenermassen litten im Ausverkauf des Jahres 2008 nur wenige Sektoren so stark wie Wandelanleihen. Doch das Blatt hat sich gewendet. Allein in den ersten beiden Monaten dieses Jahres lieferten sie durchschnittlich 14,5% Rendite, mehr als das Dreifache von Unternehmensanleihen – und das bei weniger Volatilität. Über ein, drei oder noch mehr Jahre haben Wandelanleihen grösstenteils an den Aktiengewinnen partizipiert, bei nur halb so grossem Risiko.

Das hat es Wandelanleihenstrategien ermöglicht, flächendeckend alle anderen Hedge-Funds-Strategien zu übertreffen. In den fünf Jahren bis Ende Januar 2014 haben die drei Wandelanleihen-Arbitrage-Subindizes der CS die 31 anderen Hedge-Funds-Strategien geschlagen. Der Blue Chip Convertibles Arbitrage Hedge Fund Index lieferte etwa eine Gesamtrendite von 135%, mehr als 50% vor der am besten rentierenden Nicht-Wandelanleihen-Strategie.

Strategie für Publikumsfonds

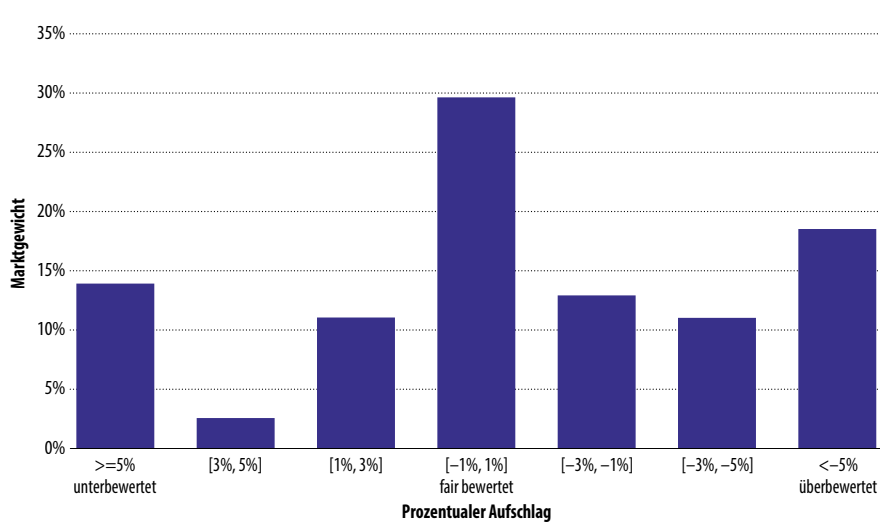
Das sind gute Nachrichten für kleinere Investoren. Nach einem fundamentalen Wandel der Zusammensetzung des globalen Wandelanleihenmarktes können Publikumsfonds die gleichen Arbitrage-

«Circa ein Viertel des Wandelanleihenmarkts ist unterbewertet.»

Techniken anwenden, die sich zuvor bei Hedge Funds als erfolgreich erwiesen haben. Gleichzeitig ist der Anlagefonds günstiger, liquider und transparenter.

Ironischerweise müssen Anleger der Finanzkrise und der anschliessenden Marktberichtigung der Investorenbasis im Wandelanleihenmarkt für diese Entwicklung danken. Vor der Krise dominierten nämlich Hedge-Funds-Investoren den Markt – sie absorbierten rund 75% aller Investments. Als die Bewertungen während des heftigen Ausverkaufs im Jahr 2008 in den Abwärtsstrudel gerieten, sahen sich

Gelegenheit für Convertible-Arbitrage



Quelle: Bank of America Merrill Lynch / Grafik: FuW, phg

viele Hedge Funds mit ruinösen Nachschussforderungen und daraus resultierend massiven Einschränkungen für den Einsatz von Leverage konfrontiert. Bis dahin hatten Hedge Funds ihre Vermögenswerte typischerweise um ein Vierfaches oder noch mehr geleveraged. Heute wenden nur noch wenige einen Fremdfinanzierungsgrad von mehr als dem Zweifachen an. Das erklärt, warum sich der Leverage im Gesamtmarkt vom 2,5-Fachen im Jahr 2008 auf das 1,1-Fache reduziert hat.

Konsequenterweise weist der heutige Markt nur wenig Ähnlichkeit mit demjenigen vor sechs Jahren auf. Inzwischen dominieren Long-only-Manager das Geschehen. Eine Konsequenz davon sind grössere Ineffizienzen in der Marktpreisbildung. Das ist auch ein Grund, weshalb es immer mehr Long-only-Manager gibt, die sich an Benchmarks orientieren. Long-only-Absolute-Return-Strategien mit entsprechendem Arbitrage-Know-how bietet das die Möglichkeit, die vielfältigen Alphaquellen auszuschöpfen, also die Chance nach Mehrwert zur Benchmark zu nutzen.

Eine Faustregel besagt, dass Unternehmen, die Wandelanleihen emittieren, oft wenige materielle Vermögenswerte besitzen, dafür aber viel Cash generieren und nur wenig verschuldet sind. Es sind also oft klassische Wachstums- oder Turn-

around-Gesellschaften. Wir schätzen ihre Zahl auf rund 70% der Emittenten.

Meist sind Wandler die einzige Fremdfinanzierungsform für diese Unternehmen. Sie schätzen vor allem die grössere Flexibilität gegenüber konventionellen Anleihen, die tieferen Rechnungsgebühren und die niedrigeren Coupons. Die Kombination aus strukturellen Vorteilen, die ein fester Bestandteil von Wandelanleihen sind, und dem Fakt, dass sie tendenziell von Wachstumsgesellschaften herausgegeben werden, zeigt sich in den langfristigen Renditen des Sektors.

Aufgrund der reichlichen Liquidität am Markt ist zu erwarten, dass der Aufwärtstrend am Aktienmarkt weitergeht. Es ist jedoch sehr unwahrscheinlich, dass es sich um einen graduellen Trend handeln wird. Wandelanleihen sind deshalb eine Variante, um die Volatilität respektive das Risiko des Portfolios zu reduzieren. Obschon die Käufer von Wandelanleihen die Zahl der Verkäufer übersteigen, hat das relative Abseitsstehen der Hedge Funds wie erwähnt zu einem neuen Niveau von Preisineffizienzen geführt. Die Bandbreite der Bewertungen von Wandelanleihen ist weit grösser als vor der Finanzkrise.

Wie die Grafik zeigt, erachtet der Markt zurzeit nur rund ein Drittel der gehandel-

ten Wandler als fair bewertet, rund 40% gelten als überbewertet, oder anders gesagt: Circa ein Viertel des Wandelanleihenmarkts ist unterbewertet, wobei man davon ausgeht, dass mehr als die Hälfte dieses Segments mindestens 5% unter ihrem wahren Wert gehandelt werden.

Reale Rendite erzielen

Ein Anlageansatz ist, das Einkommen generierende Subportfolio, das der grösste Renditelieferant sein soll, mit einem Arbitrage-Subportfolio zu kombinieren. In dem Einkommen generierenden Teil des Portfolios werden Wandelanleihen mit einer kurzen Laufzeit von nur einem bis drei Jahren oder mit einer eingebetteten Put-Option gehalten. Zu empfehlen sind derzeit Anleihen mit 2 bis 4% Rendite, liquide und von Unternehmen mit einer einwandfreien Finanzlage.

Die Renditen aus diesem Einkommen generierenden Teil sind die Basis des Gesamtportfolios. Gleichzeitig erlaubt das Arbitrage-Portfolio, mit einem geringfügigem Leverage eine totale Rendite zwischen 6 und 8% anzustreben. Das Risiko ist dabei immer noch kleiner als bei einem durchschnittlichen Long-only-Portfolio.

Die meisten Wandler werden mit einer Duration von fünf bis sieben Jahren ausgegeben, also deutlich kürzer als bei anderen Anleihen. Das könnte sie zu einer beliebten Anlage für Bondinvestoren im Falle steigender Zinsen machen. Die Wandelanleihenemissionen haben bereits wieder das hohe Niveau von 2010 erreicht. Sobald die Zinsen zu steigen beginnen, dürften noch mehr Wandelanleihen emittiert werden, weil mehr Unternehmen nach günstigen Finanzierungsmöglichkeiten Ausschau halten werden.

Die Aussicht auf ineffiziente Optionsbewertungen, falsch bewertete Kreditkomponenten und ein attraktiver Kalender voller Neuemissionen von Wandelanleihen lassen vermuten, dass es künftig keinen Mangel an Alpha-Gelegenheiten für erfahrene Manager geben wird – zumal das in der Vergangenheit gesehene Mass an Leverage heute fehlt.

Shawn Mato, Global Convertibles Senior Fund Manager, Aviva Investors.

FRANK UND FREI



ROMAN VON AH, CEO von Swiss Rock, zum Finanzplatz.

«Stopp mit Schlechtreden»

Herr von Ah, am Anlagesymposium von Swiss Rock verteidigten Sie den Finanzplatz Schweiz. Er sei besser als sein Ruf. Weshalb?

Die Enttäuschung über die angelsächsisch geprägten Grossbanken mit mehrheitlich ausländischem Aktionariat und wenig Interesse für die Befindlichkeiten der Schweizer kann ich verstehen. Auch dass Banken mit einem hohen Anteil unversteuerten Kundengeldern unter Druck stehen. Unverständlich ist, wie der gesamte Finanzsektor in Sippenhaft genommen und die Kritik des Auslands für bare Münze genommen wird.

Was ist daran falsch?

Es geht hier um handfeste Interessen. Hören wir auf, eine wichtige Industrie schlechtzureden, und sind wir stolz, eines der strahlendsten Finanzzentren zu haben, mit hoher Wertschöpfung und kompetenten und engagierten Fachkräften.

Einzelne Häuser und ihre Vertreter zumindest können sich nicht aus der Verantwortung stehlen.

Wer Mist gebaut hat, sollte die Kommandobrücke verlassen. Wichtig für die Branche ist die Rückbesinnung auf die Kernkompetenzen: stabile Rechtsordnung, starke Währung, relativ liberale Regulierung, sehr viel Fachkompetenz und ein insgesamt weiterhin gutes Image im Ausland. Und dann: Bescheidenheit und viel harte Arbeit.

Bei Swiss Rock investieren Management und Mitarbeiter ihr Geld gleich wie die Kunden. Wäre Co-Investment ein Rezept zur Vertrauensbildung? Wir sind Treuhänder der Interessen unserer Kunden. Ich habe nie verstanden, weshalb die Pensionskassen der Banken nicht in dieselben Fonds investieren, die sie ihren Kunden empfehlen. Nur so rudert man in die gleiche Richtung.

Wie überleben unabhängige Anbieter den härteren Wettbewerb?

Die Krisenverursacher waren grosse Institute. Jetzt wird mit der regulatorischen Keule auch das Kleine plattgemacht. Die Grossen freut's, viele Kleine werden verschwinden, und die Preise steigen, weil es an Wettbewerb fehlt. Für den Erfolg braucht's Hochleistungssport.

Was ärgert Sie am meisten?

Die Verlagerung von Eigenverantwortung zu staatlicher Bevormundung und der grosse Sparkapitaltransfer von aktiv Versicherten zu Pensionierten unter dem jede Diskussion abwürgenden Begriff «wählerworbene Rechte».

Für die Branche wünschen Sie sich?

Im Private Banking: weg vom dominierenden Produktdenken hin zu bedürfnisorientierten Finanzlösungen auf empirisch validierbaren Erkenntnissen. Und im institutionellen Geschäft: weg vom Kostenminimierungswahn und vom kollektiven Verstecken hinter Indizes.

INTERVIEW: HANSPETER FREY

Volles Interview, auch zur Finanzausbildung, auf fuw.ch/140614-2



KOMPAKT – DIE BÖRSE IM ZEITRAFFER

Die schwierigen Jahre mehren sich

Aktien ja oder nein? Die Frage ist rasch beantwortet. Weil in der überwiegenden Zahl der Jahre die Wirtschaft wächst, werfen auch Beteiligungspapiere einen Gewinn ab. Dank Risikoprämie ist die Rendite höher als bei Festverzinslichen, und mit Investments in die Besten einer Branche glänzt der Ertrag in der Regel erst recht. Über sechs bis acht Jahre liegen Aktien jeder anderen Anlageklasse voraus, lehrt die Theorie. Dass nicht selten schon eine kürzere Zeit für einen hübschen Wertzuwachs inkl. Dividende reicht, zeigt das Renditedreieck des Deutschen Aktieninstituts am Beispiel des Euro Stoxx 50, so in den goldenen Achtzigern und Neunzigern. Wer beispielsweise 1986 kaufte und im Jahr 2000 verkaufte, verbuchte trotz Aktiencrash 1987 eine jährliche Durchschnittsrendite von 15,5%.

Allerdings offenbart die Darstellung auch, wie sich seit der Jahrtausendwende die Verlustjahre häufen: Schocks wie 9/11, Rezession, Finanzkrise, Schuldensturm und wieder Rezession folgten in rascher Serie. Solange nicht wieder «Normalität» hergestellt und der Ausstieg der Notenbanken aus dem Krisenmodus unklar ist, sind die Märkte sprunghaft und verwundbar.

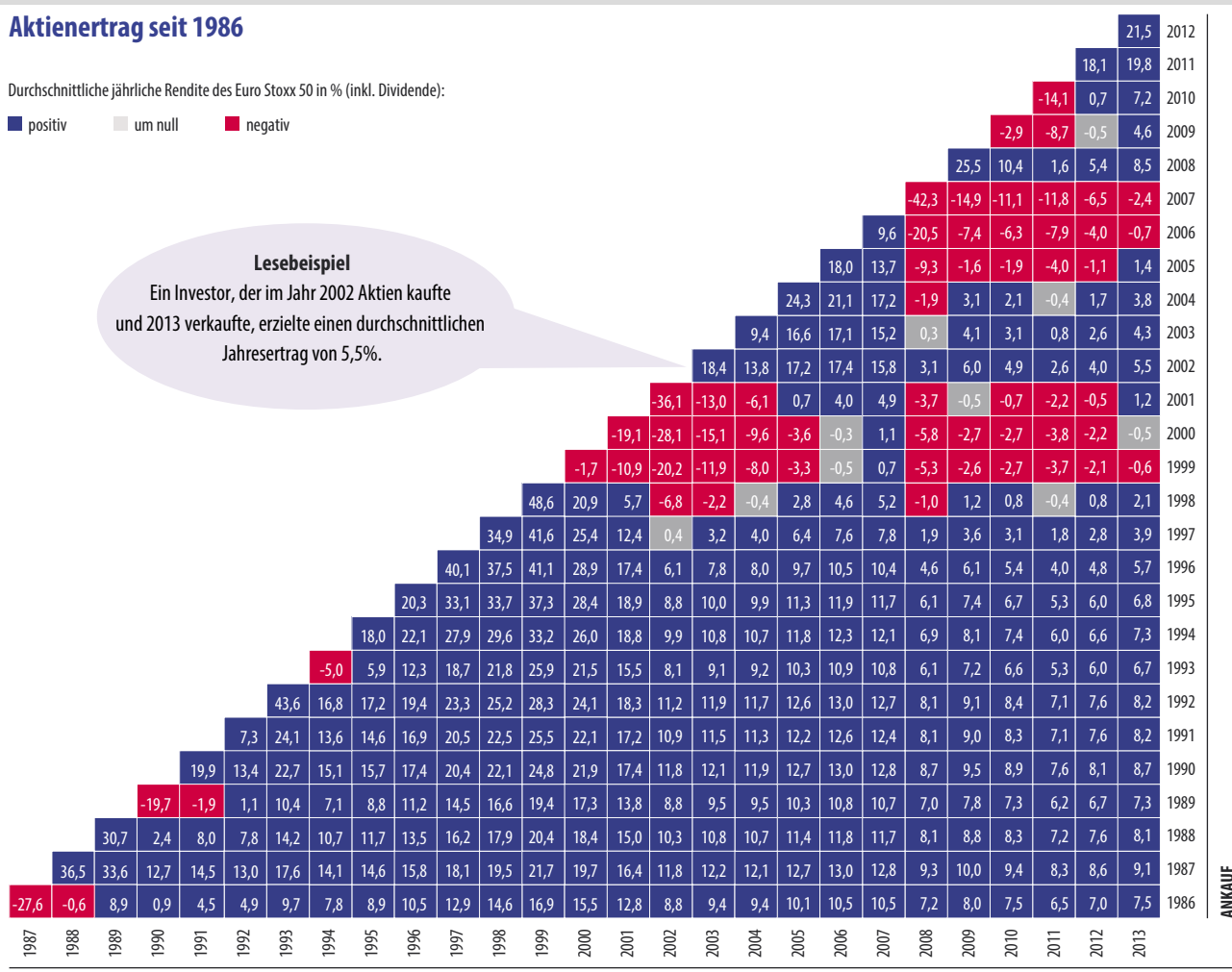
Das ist kein Votum gegen Aktien, aber ein Votum für erhöhte Aufmerksamkeit und die gestiegene Bedeutung des Timings. Aktien bleiben attraktiv, doch nachdem die Börsen die Krisenjahre wettgemacht haben, kündigen sich wieder längere Haltefristen an.

HF

Aktienertag seit 1986

Durchschnittliche jährliche Rendite des Euro Stoxx 50 in % (inkl. Dividende):

■ positiv ■ um null ■ negativ



Quelle: Deutsches Aktieninstitut / Grafik: FuW, ck