

Investment-Strategie 2005

Wandelanleihen – eine strategisch sinnvolle Beimischung

Roland Reitelshöfer

Anleger können mit Wandelanleihen aktienähnliche Erträge mit deutlich geringerem Risiko erzielen. Als hybride Instrumente bieten sie sich Anlegern daher künftig verstärkt an, um Verluste bei einem Kursverfall der Aktienmärkte zu begrenzen. Der Autor erläutert, wie sie funktionieren. (Red.)

Wandelanleihen sind Nischenprodukte, die zwischen Aktien und Festzinsanleihen rangieren. Sie verfügen über verschiedene äußerst interessante Eigenschaften. Ein grundlegendes Merkmal einer Wandelanleihe ist ein aktienähnliches Kurspotential bei gleichzeitig stark begrenztem Risiko. Trotz dieser Vorteile werden Wandelanleihen selbst von professionellen Vermögensverwaltern und Portfoliomanagern nur selten genutzt. Möglicherweise sorgen der verhältnismäßig geringe Bekanntheitsgrad sowie die nicht einfache Bewertung einer Wandelanleihe für (ungerechtfertigte) Berührungsangst.

Dem Spezialisten eröffnen sich aber nicht selten erstaunlich vorteilhafte Anlagemöglichkeiten.

Hybride Anlageform zwischen Aktien und Anleihen

Eine Wandelanleihe ist ein festverzinsliches Wertpapier. Ihr Inhaber kann sie innerhalb eines festgelegten Zeitraums in Aktien der emittierenden Unternehmen umtauschen. Dieses Recht kann, muss aber nicht ausgeübt werden. Eine Wandelanleihe kann deshalb als eine Kombination einer niedrig verzinslichen Obligation mit einer Call-Option angesehen werden.

Die Eigenschaften eines festverzinslichen Wertpapiers zeigen sich in einer festen Verzinsung, dem Rücknahmeversprechen und seiner vorrangigen Stellung im Falle finanzieller Schwierigkeiten des Unternehmens. Die Eigenschaften einer Wandelanleihe zeigen

sich in ihrer Wandelbarkeit auf eine festgelegte Anzahl von Aktien.

Drei Bewertungsquellen zählen

Die Bewertung von Wandelanleihen speist sich aus drei Quellen:

1. Der Wandelpreis entspricht dem Wert der Aktien, in welche die Anleihe umgewandelt werden kann. Dieser bietet durch die direkte Anbindung an den Aktienkurs Potential für den Vermögenszuwachs.
2. Der Nennwert einer Wandelanleihe entspricht ihrem Wert als festverzinsliches Wertpapier.
3. Der Wert einer Wandelanleihe steigt mit zunehmender und sinkt mit abnehmender Marktvolatilität.

Folglich hängt die Wertentwicklung einer Wandelanleihe von der Kursentwicklung des Basiswertes und den Bewegungen am Rentenmarkt ab. Zusätzlich hat auch die Volatilität, die Schwankungsfreudigkeit eines Wertpapiers, einen Einfluss auf die Bewertung einer

Wandelanleihe. Der Wert einer Wandelanleihe ist somit nicht nur vom Aktien- und Rentenmarkt abhängig, sondern auch von der Marktvolatilität: Das erscheint logisch, denn in volatilen Märkten ist der Kapitalschutz der Wandelanleihe wertvoller und daher teurer.

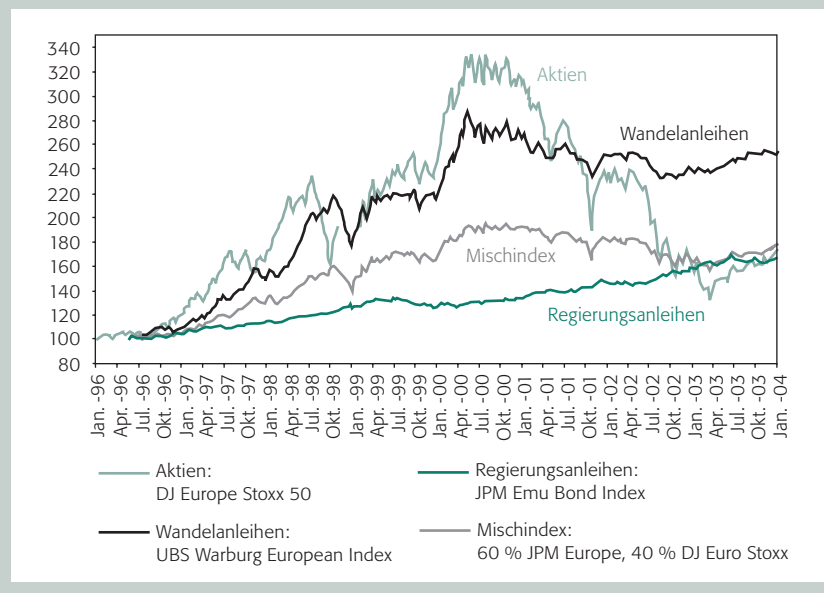
Asymmetrische Kursbeteiligung ...

Dem Aspekt der Aktienentwicklung wird oftmals die größte oder zumindest erste Aufmerksamkeit geschenkt. Sicherlich ist der Kursverlauf einer zugrunde liegenden Aktie eine wichtige Komponente der Kursentwicklung von Wandelanleihen. Allerdings ist die Aktiensensitivität nur aussagekräftig, wenn über ein aktiv verwaltetes Portfolio gesprochen wird. Bei einem passiven Portfolio (Indextracking) handelt es sich um eine Momentaufnahme. Dementsprechend ist sie für die zukünftige Partizipation und das damit verbundene Risiko nur begrenzt anwendbar.

Die asymmetrische Preisreaktion der Wandelanleihe lässt sich durch ihre günstige Volatilität unmittelbar umsetzen. So steigt der Wert einer Wandelanleihe mit zunehmender Börsenvolatilität und fällt, wenn sie abnimmt. Dies ergibt sich aus den Eingabekriterien für die Optionspreisberechnung.

Einen wichtigen Parameter stellt die Volatilität bei der allgemein angewandten

Performance europäischer Vermögensklassen von Januar 1996 bis Dezember 2003



Black-Scholes-Formel dar. Wirklich bekannt ist jedoch nur die historische Volatilität, also die in der Vergangenheit gemessene Schwankungsfreudigkeit. Für eine zuverlässige Berechnung bräuchte man dagegen die zukünftige Volatilität.

Aus eben diesem Grund wird die Black-Scholes-Formel oft „umgedreht“ benutzt. Statt die Volatilität einzusetzen und den „fairen“ Optionspreis zu erhalten, wird der am Markt tatsächlich beobachtete Optionspreis eingesetzt. Als Ergebnis wird dabei angezeigt, bei welcher Volatilität dieser aktuelle Optionspreis ein „fairer“ Optionspreis wäre. Die

so ermittelte Volatilität nennt man implizite Volatilität.

Das Maß der Kurspartizipation einer Wandelanleihe an der Bewegung der zu beziehenden Aktie wird über die Kennziffer Delta ausgedrückt. Der größte Mehrwert von Wandelanleihen wird jedoch nicht durch das Delta geschaffen. Investoren sollten beim Einsatz von Wandelanleihen die asymmetrische Kursbeteiligung anstreben.

... begrenzt das Risiko

Damit ist die Kombination aus garantiertem Rückzahlungspreis beziehungs-

weise limitiertem Risiko aber unlimitiertem Kurspotenzial nach oben gemeint. Dies führt dazu, dass der Besitzer einer Wandelanleihe von steigenden Aktienmärkten profitiert, bei einem Einbruch aber geschützt ist.

Bei Corporate Bonds das Kreditrating beachten

Klar erkennbar wird der Zusammenhang in der Grafik. Sie verdeutlicht, wie Wandelanleihen von steigenden Aktienkursen profitieren, ebenso, welchen Schutz sie in einer Aktienbaisse bieten.

Schließlich wird die Kursentwicklung von Wandelanleihen auch von den Entwicklungen am Rentenmarkt beeinflusst. Eine Rolle spielt einerseits die Entwicklung der Zinskurve, andererseits die so genannten Credit Spreads der Corporate Bonds. Entscheidend ist folglich auch die Kreditqualität einer Wandelanleihe.

Investitionen in Wandelanleihen unter einem BBB-Rating (S&P) haben zwar den Vorteil der asymmetrischen Kursbeteiligung. Sie sind jedoch hinsichtlich des Kapitalschutzes mit Vorsicht zu beurteilen. Folge: Bei entsprechenden Corporate Bonds können widrige Marktumstände zu deutlichen Kurseinbrüchen führen. Daher führt die Beimischung von solchen Wandelanleihen zu höherer Volatilität im Portfolio, mit entsprechenden Chancen und auch Risiken.

Höhere Volatilität verteuert das Wandelrecht

Auch die Volatilität, das heißt die Schwankungsfreudigkeit eines Wertpapiers, beeinflusst, wie eingangs erwähnt, die Bewertung einer Wandelanleihe. Bei einer sehr volatilen Aktie, deren Kurs sich innerhalb kurzer Zeit verdoppeln könnte, hat auch der Käufer der betreffenden Wandelanleihe wesentlich höhere und schnellere Gewinnmöglichkeiten und wird bereit sein, dafür einen höheren Preis zu zahlen.

Hohe Volatilität bedeutet zwar auch, dass die Aktie sehr schnell fallen kann. Doch in diesem Fall wirkt der Kapitalschutzmechanismus der Wandelanleihe. Das heißt, der Besitzer der Wan-

Wandelanleihen folgen besonderen Gesetzmäßigkeiten

Die Frage, warum auch verstärkt wieder in Wandelanleihen investiert werden sollte, lässt sich wie folgt beantworten. Zum einen deutete die Entwicklung auf dem Aktienmarkt per Ende 2004 auf eine verstärkte Volatilität hin. Zum anderen wurden auch schon in der Vergangenheit gute Ergebnisse mit Wandelanleihen erzielt. Eine Studie von Ibbotson Associates kam zu dem Ergebnis, dass die Wandelanleihen auf dem US-amerikanischen Markt in den dreißig Jahren bis 2003 annähernd so hohe Renditen wie Aktien erzielt haben, ihre Volatilität jedoch deutlich geringer war. In aufwärts gerichteten Märkten haben Wandelanleihen 70 Prozent der Aktienperformance mitgenommen, in abwärts gerichteten Perioden betrug der Kursverfall der Wandelanleihen jedoch nur 52 Prozent des Aktienmarktes. Wandelanleihen begrenzen jedoch nicht nur Verluste und lassen Gewinne laufen, sie haben auch einen diversifizierenden Charakter.

Mit dem Kauf einer Wandelanleihe wird dem Portfolio gewissermaßen eine unkorrelierte Assetklasse hinzugefügt, die abhängig von der Marktvolatilität ist. Vorteilhaft für den Wandelanleihen-Investor ist die Gegenläufigkeit der Bewertungskomponenten (Börse rauf, Volatilität runter). Dieser Effekt wird aber selbst von vielen professionellen Vermögensverwaltern nicht genügend beachtet. Reine Aktien-/Anleihenportfolios können keinen vergleichbaren Ausgleichsmechanismus vorweisen.

Zur Substitution von Renten geeignet

Langfristige wie mittelfristige Studien zeigen, dass die Korrelation zu Renten aufgrund des speziellen Charakters der Wandelanleihe sehr gering ist. Der positive Effekt der Beimischung von Wandelanleihen in Rentenportfolios wurde durch mehrere internationale Studien bestätigt. So wurde herausgefunden, dass durch das Hinzufügen von Wandelanleihen in Fünf-Prozent-Schritten (fünf, zehn und 15 Prozent) die jährliche Rendite um bis zu 150 Basispunkte höher lag, und dies bei gleich bleibendem Risiko

Vier Vorteile insgesamt

Zusammenfassend weist die Assetklasse Wandelanleihen für Investoren mehrere Vorteile auf:

- Kursgewinnpotential bei gleichzeitig gutem Kapitalschutz
- Diversifikationsinstrument durch die zusätzliche Assetklasse „Volatilität“
- Gegenüber Aktien bieten Wandelanleihen Schutz vor Fehlentscheidungen
- Verbessern die Renditesituation von Rentenportfolios bei nahezu gleichem Risiko

Korrelation von Wandelanleihen zu anderen Anlageklassen	
Anlageklasse	Korrelation zu Wandelanleihen
Large-cap stocks	0.83
Small-cap stocks	0.84
Long-term Treasury Bonds	0.26
Intermediate-term Treasury Bonds	0.21
Treasury Bills	- 0.03
Long-term Corporate Bonds	0.34
Intermediate-term Corporate Bonds	0.39
Mortgage-backed securities	0.28
Real Estate	- 0.07

delanleihe profitiert lediglich von der „Aufwärtsvolatilität“ und muss deshalb dafür auch ein entsprechendes Aufgeld bezahlen. Je höher die Volatilität, desto teurer das Wandelrecht (Prämie) und damit die Wandelanleihe.

Mehrwert für Investoren

Tatsache ist, dass der Markt für Wandelanleihen in der jüngsten Vergangenheit unter dem Rückgang der Aktienmarktvolatilitäten gelitten hat. Die Aktienvolatilität beeinflusst den Wert der inwohnenden Kaufoption einer Wandelanleihe.

Sinkt die Volatilität, sinkt auch der Wert der Wandelanleihe – alle anderen Faktoren bleiben unbeeinflusst. Dies haben Investoren insbesondere im zweiten und dritten Quartal 2004 schmerzlich erfahren müssen. Der Verfall der Aktienmarktvolatilität hat dazu geführt, dass Wandelanleihen kurzfristig eine Underperformance gegenüber Aktien und Renten ausweisen mussten.

Fazit

Wandelanleihen sind flexible Wertpapiere, die in verschiedenen Marktumfeldern eine relativ gute Performance zeigen. Steigen die Aktienkurse, dann profitieren sie bis zu einem gewissen Grad von Kursanstiegen. Sinken die Kurse, dann sind sie gegen die volle Wucht des Kursverfalls abgesichert.

Sobald die Aktienmarktvolatilität wieder normale Höhen erreicht, sollte sich auch die Bewertung der Wandelanleihen verbessern. Sie bieten dem Investor dann zwar kein Werkzeug, um die Rendite in einem bestimmten Jahr zu maximieren, können einem Depot

aber langfristig zu einer konstanteren Performance bei reduziertem Risiko verhelfen.

Die prinzipiell einfach zu verstehende Wandelanleihe erfordert ein großes Spektrum an Fachwissen, wenn ein konsequenter und effizienter Einsatz der investierten Mittel gewährleistet werden soll. Dieser Aufwand wird mit einem vorteilhaften Chance/Risiko-Verhältnis belohnt, das selbst mit allergrößten Zusatzanstrengungen kaum mehr überboten werden kann. Allerdings erfordern die ständige Überprüfung der bestehenden Positionen bezüglich der zuvor erwähnten Kriterien, die Analyse neuer Emissionen sowie die ständig notwendige Umschichtung einen hohen administrativen Aufwand. Wird zusätzlich zur Einzelbewertung auch ein hoch entwickeltes Risikomanagement eingesetzt, erhöht dies den Mehrwert für den Investor deutlich. Als deutschlandweit führender Anbieter im Bereich des Wandelanleihen-Fondsmanagements verfügt die RRV Vermögensberatungs- und -verwaltungs-GmbH über einen langjährigen Erfolgsnachweis.

Seit über 20 Jahren auf die Anlageklasse Wandelanleihen spezialisiert, strukturiert RRV für institutionelle Investoren individuelle Wandelanleihenportfolios mit klaren Risikoprofilen zwischen dem Potential von Aktien und der Sicherheit von Anleihen.

Roland Reitelshöfer ist Geschäftsführender Gesellschafter der RRV Vermögensberatungs- und -verwaltungs-GmbH und Initiator des Mobilias-Universal-Fonds (WKN 263556).

Telefon 09 11/78798 89

Offene Immobilienfonds

Von Walter Klug.
2004. 208 Seiten, broschiert, 24,- €. ISBN 3-8314-0768-1.

- ☐ Ein großer deutscher Immobilienfonds hat Liquiditätsprobleme. Aber – er wird sie lösen können.
 - ☐ Warum sind Offene Immobilienfonds in Deutschland eine langfristig erfolgreiche Anlage?
- ☐ Weil sie von einem eigenen Gesetz geschützt sind.
- ☐ Weil sie einige steuerliche Vorzüge bieten.
- ☐ Weil sie in ausgesucht wertbeständigen Immobilien investieren.
- ☐ Weil sie jeden Tag vom Anleger zum amtlich geprüften Preis gekauft und verkauft werden können.
- ☐ Weil es Offene Immobilienfonds bei jeder Bank und Sparkasse gibt.

Was Sie jetzt über Offene Immobilienfonds wissen müssen – für sich selbst und für Ihre Kunden – steht im neuen Buch von Walter Klug.

„Es beleuchtet alle Aspekte der Immobilienfonds, das rechtliche Umfeld, die Anlagemöglichkeiten und den Vertrieb und kann als Standardwerk zu diesem Themenkreis betrachtet werden.“ So urteilt Axel-Günter Benkner, Sprecher des Vorstands des BVI Bundesverband Investment und Asset Management e.V.

Der Autor: Walter Klug ist als langjähriger Geschäftsführer der DB Real Estate Investment GmbH ein ausgewiesener Kenner seiner Branche.

Fritz Knapp Verlag

Postfach 11 11 51
60046 Frankfurt am Main
Telefon (069) 97 08 33-21
Telefax (069) 707 84 00
E-Mail: vertrieb@kreditwesens.de
www.kreditwesens.de