

Wandelanleihen weisen weiterhin viel Kurspotenzial auf

Attraktive Marktsituation – Anleger können derzeit hohe Zinsen und eine ordentliche Aktienmarktpartizipation verbinden

Börsen-Zeitung, 10.10.2009
Das Krisenjahr 2008 hat kaum eine Anlageklasse so dramatisch getroffen wie die Wandelanleihen: Die sogenannten Convertibles stehen als Hybrid zwischen Anleihe und Aktie eigentlich für ein defensives festverzinsliches Instrument mit Partizipationsmöglichkeit an den Börsenentwicklungen. Doch die Ereignisse vor einem Jahr führten zu einer sehr untypischen Entwicklung, die aufgrund des asymmetrischen Risikoprofils nicht zu erwarten war. Plötzlich waren die Convertibles einer aktienähnlichen Volatilität ausgesetzt. Hintergrund war der einsetzende Verkaufsdruck durch Hedgefonds, die aufgrund steigender Refinanzierungskosten ihre gehebelten Positionen abbauten. Mit dem Zusammenbruch von Lehman Brothers, einem der wichtigsten Prime-Broker, und dem darauffolgenden Shortselling-Verbot verschärfte sich der Trend, da weitere Positionen aufgelöst werden mussten.

Investoren kehren zurück

Dieses schwierige Umfeld führte zu einem dramatischen Performance-Einbruch der Convertible-Arbitrage-Strategien, weshalb die Anleger zum Ende des dritten Quartals massiv Gelder aus diesen Hedgefonds abzogen. Dies löste eine weitere Verkaufswelle aus. So kam es, dass globale Wandelanleihen zeitweise stärker an Wert verloren als die vergleichbaren Aktien, wodurch die Renditen auf ein nie zuvor erreichtes Niveau von 12% stiegen. Überraschend war dabei nicht nur das Ausmaß der Verluste, sondern auch die Dynamik. Nachdem der massive Verkaufsdruck zum Jahreswechsel nachgelassen hatte, nutzten die ersten institutionellen Investoren die Chance günstiger Einstiegskurse und sind in den Markt zurückgekehrt. Da viele bonitätstarke, liquide Wandelanleihen verkauft wurden, waren interessante Preisdiskrepanzen auszuschöpfen. Die Rückkehr der Anleger führte zu einer Stabilisierung der Preise und steigender Liquidität: Die Wandelanleihen stellten erneut ihren frühzyklischen Charakter unter Beweis, indem sie drei Monate vor den Akti-

enmärkten den Tiefpunkt erreichten. Verbunden mit unterstützenden Bewertungen ließen sich im Jahresverlauf 2009 gute Erträge generieren. Die Renditen haben sich nun wieder auf einem ruhigeren Niveau eingependelt, auch wenn sie noch deutlich über den historischen Durchschnittswerten notieren.

Signifikante Veränderung

Im Verlauf der letzten Monate haben sich die Korrelationen der Wandelanleihen im Verhältnis zu anderen Asset-Klassen deutlich verschoben. Üblicherweise sind die zugrunde liegenden Aktien mit einer Korrelation von 0,8 der Ertragstreiber, während die Korrelation zu Unternehmens- und Hochzinsanleihen mit 0,3 beziehungsweise 0,4 eher moderat ist. In der Kreditkrise hat sich dieses Verhältnis stark verändert. Den größten Einfluss auf die Kursentwicklung über einen längeren Zeitraum hatten zum ersten Mal in der jüngeren Historie der Convertibles die Unternehmensanleihen. Dies ist vor dem Hintergrund der extrem hohen Renditeniveaus und geringen Aktiensensitivität zu Jahresbeginn eine durchaus logische Entwicklung. Treiber der Convertibles-Erholung im ersten Quartal 2009 war die Einengung der Risikoaufschläge bei den Anleihen. Erst mit der Erholung der Aktienmärkte im zweiten Quartal konnten diese wieder zur Performance beitragen, doch ein großer Teil der Rally ist nach wie vor auf die Unternehmensanleihen zurückzuführen. So trägt 2009 die Anleihenkomponente immer noch deutlich mehr zur Rendite bei als die unterliegenden Aktien.

Auch die favorisierten Anlagesegmente haben sich in den vergangenen zwölf Monaten deutlich gewandelt. Während im risikoaversen Umfeld des letzten Jahres ausschließlich Investment-Grade-Papiere gefragt waren, haben in diesem Jahr die Wandelanleihen des Sub-Investment-Grade-Segments signifikante Mehrerträge erbracht. Das ist insbesondere vor dem Hintergrund beachtlich, dass die Ratingagenturen kontinuierlich Abstufungen der Titel

vornehmen. Die Marktteilnehmer scheinen dies in ihr Szenario eingepreist zu haben, sodass die Rating-Veränderungen die Wertentwicklung bisher kaum beeinflusst haben. Der Trend zur niedrigeren Bonität in der Anlageklasse zeigt sich auch im UBS Convertible Bond Index, in dem der Investment-Grade-Anteil in diesem Jahr von 54,5% auf 45% zurückging.

Auch wenn die Renditen wieder deutlich nach unten korrigiert wurden – aktuell liegen sie bei 3%, während sie zum Jahreswechsel noch 10% einbrachten –, bieten sie immer noch einen attraktiven Renditeaufschlag zum historischen Durchschnitt von 0,75%. Ebenso wenig müssen sie den Vergleich zu Unternehmens- und Hochzinsanleihen scheuen, im Gegenteil: Der Abstand zum historischen Durchschnittswert hat sich bei den High-Yield-Anleihen schon weiter eingengt und liegt bei den Unternehmensanleihen sogar darunter. Die Prämien für die Aktioptionalität sind nach wie vor attraktiv, und inzwischen hat sich die Konvertierungsprämie deutlich reduziert, wodurch sich die Aktiensensitivität des Wandelanleihenmarktes erhöht hat: Mit dem Renditerückgang wird der bisher dominierende Anleihencharakter vieler Convertibles wieder zugunsten des typischen Aktiencharakters zurückgehen.

Weniger Hebel im Markt

Zwar sind nach wie vor Hedgefonds in Convertibles investiert, und das Marktumfeld ist weiterhin volatil. Doch da die Renditen der Wandelanleihen nach wie vor deutlich erhöht sind, können viele Investoren nun auf gehebelte Positionen verzichten. Auch haben aufgrund der besonderen Chancen in den ersten beiden Quartalen dieses Jahres verstärkt Long-only-Investorenkreise Wandelanleihen für sich entdeckt. Dies hat die Anlegerstruktur in der Anlageklasse deutlich verändert und stärker diversifiziert. Dies sollte den Convertibles-Markt in ruhigeres Fahrwasser bringen.

Weltweit Chancen nutzen

Die Erfahrungen des letzten Jah-

res legen drei Bereiche nahe, auf die ein Investor aktuell setzen sollte: Eine wichtige Basis ist auf der Makroebene ein globales, breit gestreutes Investment. Denn im letzten Jahr haben manche regional begrenzten Portfolios die Illiquidität des Marktes besonders zu spüren bekommen. Aufgrund der größeren globalen Diversifikationsmöglichkeit ist der Zugang zu den Titeln hoher Bonität und Liquidität unbeschränkt. Somit lassen sich die aktuellen Opportunitäten besser ausnutzen. Zudem bergen regionale Investments die Gefahr, dass manche Sektoren über- und unterrepräsentiert sind – beispielsweise besteht in Europa ein Übergewicht im Versicherungs-, Versorgungs- und Sektorservice und ein Untergewicht im IT- und Bausektor. Das gefährdet eine ausreichende Diversifikation des Portfolios. Darüber hinaus gilt es auf der Mikroebene, neben der Bonität des Emittenten jede einzelne Emission umfänglich zu prüfen, um diejenigen Titel zu identifizieren, die aus der Krise gestärkt hervorgehen.

Und drittens ist die aktuell rege Emissionstätigkeit ein sehr positiver Indikator und bietet attraktive Konditionen. Denn im vierten Quartal 2008 wurde keine einzige Wandelanleihe emittiert, und auch in den ersten Monaten 2009 waren die Emittenten sehr verhalten. Viele angekündigten Emissionen wurden zurückgezogen, viele auslaufende Engagements nicht verlängert. So reduzierte sich das Universum des

UBS Global Convertible Index zwischen Juli 2007 und März 2009 um mehr als die Hälfte. Mit zwei sehr erfolgreichen Platzierungen im März gewann der Markt dann aber wieder an Dynamik, sodass bis August 2009 in Europa 40 und in den USA 72 Neuemissionen erfolgten. Da viele Unternehmen nach wie vor einen enormen Finanzierungsbedarf haben, sollte dieser positive Trend nicht zuletzt aufgrund der unverändert zögerlichen Kreditvergabe der Banken noch weiter anhalten.

Um die Anleger in den Markt zurückzulocken, haben viele Emittenten besonders attraktive Konditionen angeboten. Auch wenn die Zeit der „Sonderangebote“ inzwischen vorbei ist, finden Anleger derzeit eine attraktive Marktsituation vor: Denn üblicherweise gibt es bei Convertibles entweder attraktive Renditen oder eine hohe Aktiensensitivität. Aktuell ist es aber nach wie vor so, dass bei vielen Neuemissionen beides möglich ist, Anleger also hohe Zinsen und eine ordentliche Aktienprämie verbinden können. Und es gibt weitere Argumente, die unterstreichen, dass die Wandelanleihen auch nach der bisher sehr starken Erholung in diesem Jahr weiterhin viel Kurspotenzial aufweisen. So ist nach dem deutlichen Rückgang des letzten Jahres die aktuelle Erholung von einer sehr niedrigen Basis gestartet. Das aktuelle Renditeniveau ist zwar deutlich geringer als noch zu Jahresanfang, aber es befindet sich auf dem gleichen Niveau wie

2003 nach dem TMT-Crash. Zusätzlich lassen die aktuell niedrigen Konvertierungsprämien die Investoren stärker an der Erholung der Aktienmärkte partizipieren.

Aus makroökonomischer Sicht sind Wandelanleihen im aktuellen wirtschaftlichen Umfeld insbesondere wegen des „Fat-Tail-Risikos“ attraktiv. Die Wahrscheinlichkeit, dass die weitere wirtschaftliche Entwicklung zu einem Extremszenario an den Aktienmärkten führen kann, ist weiter sehr hoch. Während wir in einem V-förmigen Konjunkturszenario mit weiterhin sehr freundlichen Aktienmärkten rechnen können, dürften im negativen Falle einer W-förmigen Entwicklung die Aktienmärkte noch einmal in Richtung ihrer alten Tiefstände tendieren. Der Anleger kann durch die aktuell hohe Aktiensensitivität vom Aufwärtstrend profitieren, während im Rezessionsszenario der Bond-Floor und die laufende Rendite eine Risikobegrenzung bieten. Der geringere Leverage in diesem Segment, verbunden mit einer stärkeren Positionierung von Long-only-Investoren, lässt ähnliche Turbulenzen wie im Herbst 2008 sehr unwahrscheinlich erscheinen.

.....
Gottfried Hörich, Geschäftsleiter bei J.P. Morgan Asset Management in Frankfurt am Main und Tilmann Galler, Produktspezialist für Aktien- und Multi-Asset-Portfolios bei J.P. Morgan Asset Management in Frankfurt am Main

