

## Value bei Wandelanleihen

Vergessen wir die Benchmarks! Bei einem gut strukturierten globalen Wandelanleihenportfolio dreht sich alles um günstige Optionalität, nicht darum, dass es die Titel mit der grössten Marktkapitalisierung beinhaltet. Die grossen Benchmark Schwergewichte sind gesucht und damit teuer, sie besitzen in der Regel alles andere als günstige Optionalität. Anstatt attraktive Risiko-Rendite Charakteristik kauft sich ein Manager das Gegenteil ein, die hohe Wahrscheinlichkeit, über die Laufzeit relativ zur vergleichbaren Aktie oder Unternehmensanleihe schlechter abzuschneiden. Das jedoch sollte die Herausforderung und Existenzberechtigung eines guten Wandelanleihenmanagers sein: eine bessere risikoadjustierte Rendite als ein vergleichbares Aktien- oder Unternehmensanleihenportfolio zu liefern.

Das Wandelanleihenuniversum bietet glücklicherweise beides: übersehene Wandler mit äusserst günstiger Optionalität, aber auch sehr teure Namen, deren Risiko-Rendite Verhältnis suboptimal gestaltet ist (per Stand heute gehört die Mehrzahl der Wandelanleihen, vor allem die grossen Benchmarktitel leider zu letzterer Kategorie). Die folgenden Beispiele sollen den Fokus auf Bewertungsunterschiede in der Optionalität (implizite Volatilität) bei Wandelanleihen veranschaulichen:

**2 Beispiele für übersehene oder vergessene Optionalität:  
STMicroelectronics 1%/2021 & ENN Energy Holdings 0%/2018**

Die Wandelanleihe der STM wurde im Juni 2014 begeben: USD 400 mio, 1% Kupon, 31% Prämie und 7 Jahre Laufzeit, offizielles Rating BBB. Sie qualifizierte von Beginn für sämtliche BM-orientierten Fonds und erfreute sich aufgrund des offiziellen IG-Ratings sofort einer hohen Nachfrage. In den ersten beiden Jahren der Laufzeit tendierte die zugrundeliegende Aktie seitwärts, insgesamt waren Aktien von Chip-Herstellern in dieser Zeitperiode kaum nachgefragt. Mitte 2016 lag die Wandlungsprämie bei über 100%, die Anleihe war um 10% in die tiefen 90er gesunken und zeigte eine Verfallsrendite von knapp unter 2%. Die Aktiensensitivität war praktisch verschwunden (Delta 10) und die Wahrscheinlichkeit, dass die Anleihe eines Tages wieder über Par notieren würde nicht abzusehen. Damit war das Papier für viele Anlagefonds nur bedingt attraktiv, einzig und alleine das offizielle Rating des Wandlers veranlasste etliche IG-orientierte Fundmanager dazu, die Position zu halten. Dabei war der Wandler mittlerweile äusserst günstig bewertet, die implizite Volatilität des Wandlungsrechts lag bei ca. 15% und damit preislich deutlich unter vergleichbaren Call-Optionen. Alleine aus Bewertungsperspektive war die Anleihe deshalb ein „must have“, dieser Wandler gehörte definitiv zur Gattung „günstige Optionalität“, wenngleich damals nur schwer vorstellbar war, dass sich diese je monetarisieren liesse. Der Rest ist Geschichte: durch eine strukturell rasant steigend Nachfrage getrieben, setzten Aktien von Chip-Herstellern Mitte 2016 zu einer phänomenalen Aufwärtsbewegung an, die bis zum heutigen Tag anhält. Die Wandelanleihe legte zunächst auch nur zögerlich zu und baute langsam Prämie ab, bewegte sich dann allerdings allmählich in den balancierten Bereich und endete zuletzt relativ rasch in der Kategorie Aktiensubstitut. Mit dieser Wandelanleihe war es möglich, sich äusserst günstige Optionalität einzukaufen, welche sich letzten Endes auszahlte. (eine vergleichbare Situation herrscht derzeit bei Wandelanleihen aus dem Energiesektor, Optionalität ist fast gratis, der Markt preist das sukzessive Verschwinden von Öl und Gas bereits ein).



STM: günstige Optionalität kann sich rasch beschleunigen...

Ein ähnlich gelagertes Beispiel wäre die Wandelanleihe auf den chinesischen Gasversorger ENN Energy: die Wandelanleihe über USD 500 mio wurde im Januar 2013 mit einem Kupon von 0% und einer Wandelprämie von 30% emittiert. Die zugrundeliegende Aktie stieg in den beiden Folgejahren um ca. 50%, die Wandelanleihe notierte damals bei 130, ebenfalls ca. 30% höher. In den Jahren 2015 und 2016 gab die Aktie sämtliche Kursgewinne wieder her und notierte Ende 2016 schliesslich sogar auf einem 5-Jahrestief. Das Profil des Wandlers hatte sich damit ebenfalls stark gewandelt, er notierte wieder bei 100% bei 0% Kupon und die Wandelprämie war für die Restlaufzeit von knapp einem Jahr auf über 50% gestiegen.



wie das Beispiel ENN Energy gleichermaßen aufzeigt

Von einem aktiensensitiven Papier war der Wandler binnen zweier Jahre zu einem „toten Hund“ mutiert. Aber auch hier war die eingebaute und noch vorhandene Optionalität fast gratis zu erhalten. Die kurze verbleibende Laufzeit spielte hier eine zusätzliche Rolle: viele Manager, die das Papier in der Stärke nicht reduziert hatten, sahen durch den raschen Zeitwertverlust der Option kein Potential mehr, verkauften ihre Positionen und verbilligten den Preis damit weiter. Hier bot sich die gleiche Ausgangslage wie bei STM mit der Möglichkeit, äusserst günstige Optionalität zu erwerben, diese ins Portfolio zu legen und abzuwarten. Der mögliche Verlust war genau berechenbar und gering, das Potential für einen Kursgewinn dagegen nach oben offen. Der einzige Gegenspieler waren die Opportunitätskosten. Aber welche anderen Wandler boten solche Opportunitäten? Die beiden nachfolgenden jedenfalls nicht.

## 2 Beispiele für ein Radeln gegen den Wind... LVMH 0%/2021 & Safran 0%/2020

Beide Wandelanleihen erfüllen sämtliche „tick-the-box“-Kriterien für die grossen Wandelanleihenmanager: BM-Namen, Investment Grade, europäische und besser noch, französische Namen, namhafte Unternehmen die sich ebenfalls in den grossen Aktienportfolios befinden und wenig Kreditanalyse erfordern. Dementsprechend teuer können solche Wandelanleihen am Markt lanciert werden, ein vorherrschender Anlagenotstand macht den Nachfrageüberhang gewiss. Obschon diese Papiere bereits relativ teuer an den Markt gebracht werden, verteuern sie sich durch anhaltende Nachfrage im

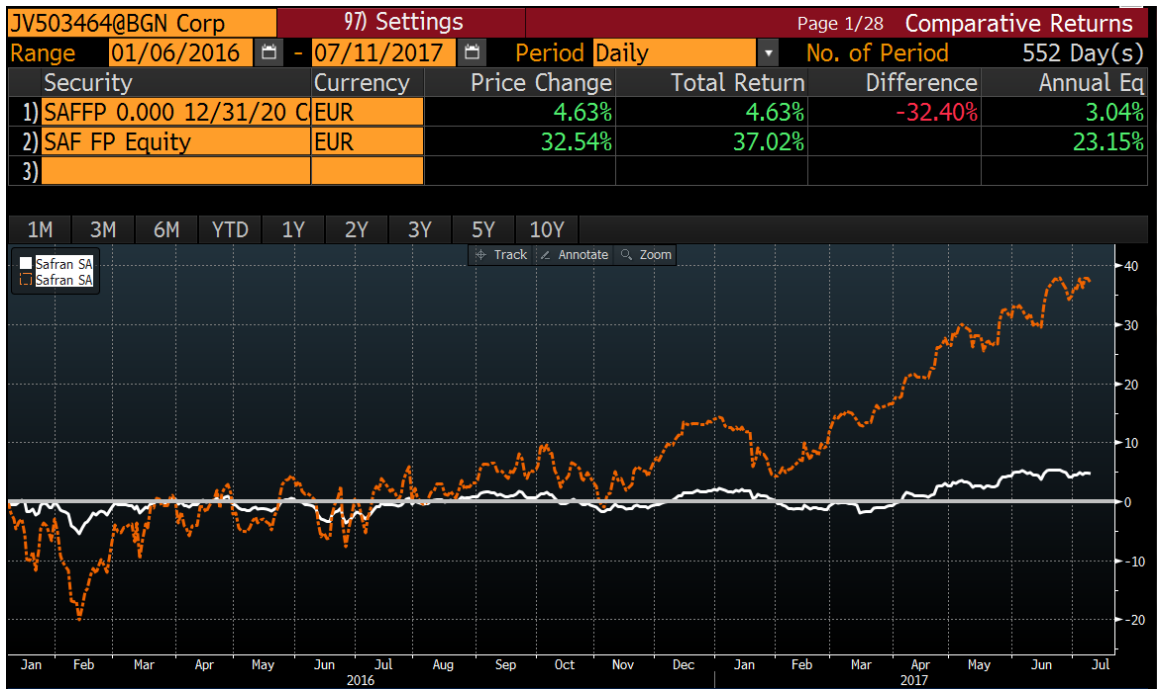
Nachgang meist um 1-2%, auch wenn die zugrundeliegende Aktie keinen Anlass dazu gibt. Dabei sprechen die Ausgabekonditionen eigentlich Bände:

- LVMH, knapp 40% Prämie bei einem Kupon von 0% und einer Laufzeit von 5 Jahren, „non-dilutive“, d.h. LVMH hat die Option im OTC-Markt bereits günstiger abgesichert, geliefert werden keine Aktien, sondern cash.
- Safran, knapp 45% Prämie bei einem Kupon von 0% und einer Laufzeit von 4 Jahren und nur teilweise Dividendenabsicherung.

Rein aus relativen Bewertungsgründen gäbe es für einen value-orientierten Manager keinen Grund, solche Papier zu zeichnen, aufgrund der Markttechnik, des Flows und evtl. vorherrschender Anlagerichtlinien jedoch können solche Papiere zumindest in der Momentaufnahme als durchaus attraktiv erscheinen. Mittelfristig jedoch bremst die Value-Proposition dieser Papiere das Renditepotential, denn der zu zahlende Preis für die gewünschte Konvexität ist deutlich zu hoch (was nicht zuletzt ein Grund dafür ist, dass sich grosse Manager wieder vermehrt synthetischer Wandelanleihen auf IG-Namen bedienen).



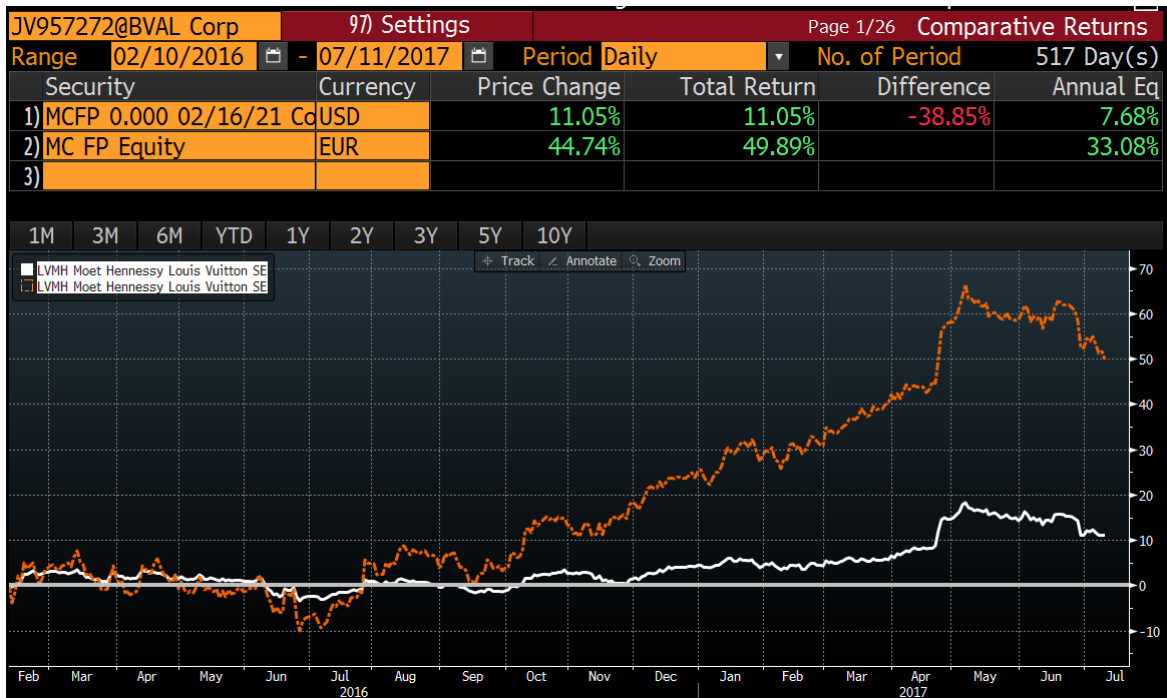
Safran: weil die Optionalität des Wandlers überteuert ist, dauert es ewig, bis er bei steigendem Aktienkurs seine Prämie abbaut und an Traktion gewinnt...



...und damit im Vergleich zum erfreulichen Aktienkursverlauf weit hinterherhinkt. Schade: die Aktienidee war gut, die Wahl des Wandlers als Partizipationsinstrument dagegen weniger



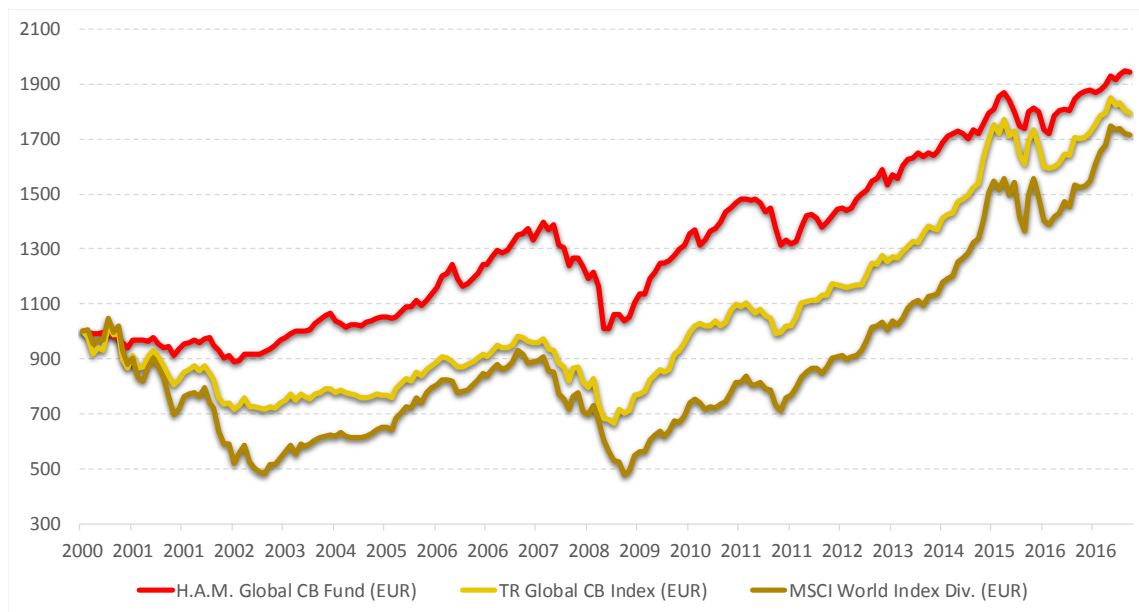
LVMH: ähnliche Ausgangssituation...



die im Vergleich zu einer glänzenden Aktie zu einem suboptimalen Ergebnis führt

Man sieht: Wandelanleihen sind nicht gleich Wandelanleihen. Die Herangehensweise kann äusserst unterschiedlich sein, **Wandler sind und bleiben letzten Endes relativ komplexe und nicht-standardisierte Finanzinstrumente, welche ihre Risiko-Rendite Eigenschaften über die Zeit grundlegend verändern können. Alles bleibt immer im Fluss.**

Das haben sie mit einem gut diversifizierten Portfolio gemeinsam, einer Ansammlung vieler beweglicher Teile, die sich idealerweise gegenseitig ausbalancieren und bei welchem die gewinnträchtigeren Teile die Oberhand behalten. Voraussetzung dafür ist jedoch, dass diese Teile von Anfang an die Chance bekommen, Mehrwert zu schaffen. Diese Chance ist von vornherein verbaut, wenn die Einzelteile überteuert eingekauft werden. Auch heute noch (oder vielleicht sogar durch die zunehmende Regulation heute wieder vermehrt) bieten Wandler eine ideale Grundlage für aktives Portfoliomanagement welches günstige risikoadjustierte Chancen sucht und sich teilweise jenseits der konventionellen Regeln einer losgelösten Kreativität, Phantasie und Selbstironie bedient.



	<i>Rendite p.a.</i>	<i>Volatilität</i>	<i>Sharpe-Ratio</i>
<i>H.A.M. Global CB Fund (EUR)*</i>	3.9%	6.1	0.41
<i>TR Global CB Index (EUR-unhedg.)</i>	3.4%	10.6	0.22
<i>MSCI World Index Div. (EUR-unhedg.)</i>	3.1%	16.7	0.14

\*Fondskennzahlen: Rating BBB, Aktiendelta 44, laufende Rendite 1.2%, effektive Duration 1.6, Fondsvolumen EUR 541 mio

Alexander Mueller, CFA  
 Holinger Asset Management AG  
 Gotthardstrasse 21  
 CH-8002 Zürich  
 ☎ +41 43 817 7025  
 Fax +41 43 817 7029  
<mailto:mueller@h-a-m.ch>