

Wandelanleihen: Das Beste aus zwei Welten?

Eine Alternative zu „klassischen“
Anleihen

Allianz 
Global Investors

Entscheidende
Einblicke für
vorausschauende
Anlagestrategien





Inhalt

- 5 **Wandelanleihen**
- 8 **Wandelanleihen als Anlageinstrument**
- 9 **Das Verhalten des Wandelanleihemarktes**
- 10 **Wandelanleihen und andere Anlageklassen**
- 15 **Zukunftsperspektiven für Wandelanleihen**

Impressum

Allianz Global Investors Europe GmbH
Mainzer Landstraße 11–13
60329 Frankfurt am Main

Kapitalmarktanalyse

Hans-Jörg Naumer (hjn), Dennis Nacken (dn),
Stefan Scheurer (st), Jochen Dobler (jd)

Unsere aktuellen Studien finden Sie direkt unter
www.allianzglobalinvestors.de/kapitalmarktanalyse
Alle Publikationen sind abonnierbar unter
www.allianzglobalinvestors.de/newsletter

Soweit nicht anders vermerkt, stammen die Daten von
Thomson Financial Datastream.

Wandelanleihen: Das Beste aus zwei Welten?

Anleihen oder Aktien? Wer sein Geld anlegen möchte, steht in der Regel vor dieser Frage. Erstere bieten regelmäßige Erträge und gelten als sicher. Zweiteren haftet der Ruf an, riskanter zu sein, sie punkten jedoch mit einem höheren Ertragspotenzial.

Staatsanleihen wurden bis vor Kurzem noch als risikoloses Anlageinstrument betrachtet: Am Laufzeitende wird der Kapitalbetrag zurückbezahlt, und bis dahin erhält der Anleger regelmäßige Zinszahlungen. Besonders beliebt sind Anleihen bei Investoren, die ein Rentenportfolio aufbauen möchten.

Sinken die Zinsen während der Laufzeit einer Anleihe, steigt ihr Wert in der Regel. Bei zunehmender Inflation, Zinserhöhungen oder schwindender Bonität des Emittenten verliert sie indes an Wert. Die Sicherheit einer Anleihe ist somit relativ.

Aktien eines börsennotierten Unternehmens bieten dem Anleger die Möglichkeit, Anteilseigner der Gesellschaft zu werden. Als solcher trägt er die unternehmerischen Risiken mit, wird jedoch auch am Unternehmenserfolg beteiligt.

Sehr häufig erwirtschaftet in Aktien investiertes Kapital eine deutlich höhere Rendite als Anleihen: Durch die alljährliche Wiederanlage des Gros der Gewinne nimmt der Wert der erworbenen Aktie zu, und das Gewinnwachstum lässt die Dividendenausschüttung steigen. Wird der gleiche Betrag einmal in Aktien und

einmal in Anleihen des gleichen Unternehmens angelegt, erbringt die Aktienanlage nach einigen Jahren deshalb möglicherweise eine höhere Rendite als die Anleiheinvestition.

Der Markt bietet jedoch auch Instrumente, deren zentrale Merkmale sowohl denen von Aktien als auch denen von Anleihen ähneln: Wandelanleihen. Dabei handelt es sich um Anleihen, deren Kapitalbetrag in Form von Aktien zurückbezahlt werden kann.

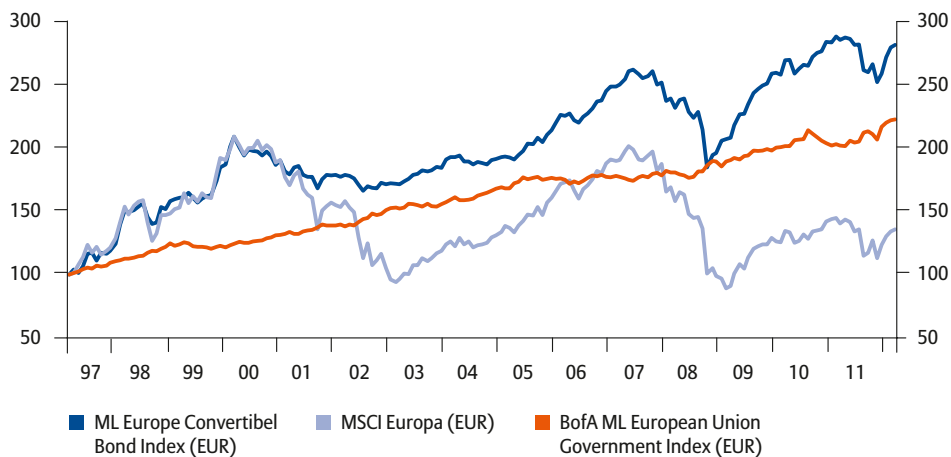
Der Kursverlauf einer Wandelanleihe hängt von der Marktrichtung ab. Zieht der Aktienmarkt an und sind Anleihen weniger gefragt, so verhalten sich Wandelanleihen tendenziell wie Aktien. Ist der Aktienmarkt rückläufig und rücken Anleihen vermehrt in den Vordergrund, so verhalten sich Wandelanleihen tendenziell wie Anleihen.

Sind Wandelanleihen demzufolge ein Anlageinstrument, das das Beste aus zwei Welten vereint? (vgl. Schaubild 1)

Was ist eine „Wandelanleihe“?
Inwiefern eignet sich dieses Anlageinstrument im aktuellen Marktumfeld?

Schaubild 1: Wertentwicklung von Wandelanleihen im Vergleich (seit 1997)

Die Wertentwicklung von Wandelanleihen, Aktien und Staatsanleihen in Europa (seit 1997)



Quelle: Datastream, Allianz GI Kapitalmarktanalyse

Die Wertentwicklung der Vergangenheit ist kein Indikator für die künftige Wertentwicklung.

1 Wandelanleihen

1.1 Definition

Eine Wandelanleihe ist eine von einem Unternehmen emittierte Anleihe. Somit gehört sie zu den Unternehmensanleihen (Corporate Bonds) im Gegensatz zu Staatsanleihen.

Konkret bedeutet dies, dass

- regelmäßige Kuponzahlungen geleistet werden.
- der Kapitalbetrag bei Laufzeitende zurückbezahlt wird.
- der Marktwert der Wandelanleihe steigen oder fallen kann, je nach Entwicklung folgender Zinskomponenten:

- Risikoloser Zinssatz, meist die Verzinsung von Staatsanleihen, und
- Zinsaufschlag, den der Markt aufgrund der aktuellen Bonität des Emittenten fordert.

Wandelanleihen weisen alle zentralen Merkmale einer klassischen Anleihe auf – mit einer einzigen Ausnahme: Die Rückzahlung des Kapitalbetrags erfolgt in aller Regel in Aktien gemäß den in den Anleihebedingungen festgelegten Spezifikationen.

Sind alle Voraussetzungen für einen Umtausch der Anleihe in Aktien gegeben, d. h. der Aktienkurs nähert sich dem Umtauschkurs bzw. übersteigt diesen, zeigt die Wandelanleihe einen Aktiencharakter.





1.2 Wandelanleihen aus Sicht des Emittenten

Eine Wandelanleihe bietet dem Emittenten diverse Vorteile:

1. **Günstige Kreditkonditionen:** Der Kreditgeber bestimmt die Kreditbedingungen, und häufig offeriert der Finanzmarkt günstigere Konditionen als Banken. Da die Rückzahlung einer Wandelanleihe in Form von Aktien erfolgen kann, die langfristig ein erhebliches Kurspotenzial bieten, akzeptiert der Markt möglicherweise einen im Vergleich zur klassischen Unternehmensanleihe niedrigeren Kupon.
2. **Geringere Zinslast:** Dieser Aspekt ist vor allem für Emittenten relevant, die umfangreiche Investitionen oder externes Wachstum finanzieren, das erst auf längere Sicht rentabel wird.
3. **Späterer Eintritt des Verwässerungseffekts:** Die Aufteilung der Gewinne und Dividenden auf eine größere Anzahl an Aktien erfolgt erst später. Möglicherweise wird die höhere Zahl an Aktien bereits zum Zeitpunkt des Umtauschs der Anleihe in Eigenkapital durch die Rentabilität der Investition sowie den Gewinnzuwachs teilweise, vollständig oder sogar mehr als vollständig kompensiert. So hat die Kapitalerhöhung nur geringe bzw. gar keine Auswirkungen auf den Gewinn je Aktie und damit auf den Börsenkurs.
4. **Möglichkeit einer Zwangskonversion:** Die Anleihebedingungen können vorsehen, dass sich der Anleihehaber für eine Rückzahlung oder einen Umtausch in Aktien entscheiden muss, sobald der Aktienkurs in einem bestimmten Zeitraum vor Laufzeitende den Konversionskurs um X% übersteigt.

So kann der Emittent sein Fremdkapital vorzeitig verringern und seine Kapitalbasis stärken.
5. **Rückkaufrecht:** In einigen Fällen sehen die Anleihebedingungen vor, dass der Emittent die in Umlauf befindlichen Wandelanleihen zurückkaufen kann, wenn der mittlere Kurs zu einem bestimmten Zeitpunkt oder in einem bestimmten Zeitraum eine gewisse Schwelle überschreitet. Der Rückkaufpreis liegt über dem Emissionskurs, um den Anleger zumindest teilweise für die Zinserträge zu entschädigen, auf die er aufgrund des Kurspotenzials der Aktien verzichtet hat.

Durch das Rückkaufrecht kann der Emittent eine zwischenzeitlich nicht mehr benötigte Kapitalerhöhung vermeiden.

1.3 Wandelanleihen aus Sicht des Anlegers

Eine Wandelanleihe bietet Anlegern mehrere Vorteile, aber auch einige Nachteile:

1. Eine gewisse Sicherheit: Der Anleger erhält regelmäßige Zinszahlungen, die in einigen Fällen mit den Erträgen anderer laufzeitkongruenter Instrumente vergleichbar sind. Zum Ende der Laufzeit erhält er mindestens das investierte Kapital zurück – entweder als Auszahlung oder in Form von Aktien.
2. Aussicht auf eine attraktive Rendite: Der Umtausch in Aktien zum Laufzeitende bietet ein attraktives Gewinnpotenzial, wenn der Aktienkurs den Umtauschkurs überschritten hat.
3. Ein zunächst niedriger Kupon: Wandelanleihen bieten eine geringere Verzinsung als laufzeitkongruente klassische Anleihen. Dieser Nachteil wird erst ausgeglichen, wenn der Aktienkurs den Umtauschkurs erreicht oder übersteigt – wofür es jedoch keine Garantie gibt.
4. Keine Kapitalgarantie: Infolge eines Marktversagens, eines Anstiegs der langfristigen Zinsen oder einer Bonitätsverschlechterung des Emittenten kann der Anleihekurs während der Laufzeit sinken. Außerdem besteht das Risiko, dass das Kapital infolge einer Zahlungsunfähigkeit des Emittenten am Laufzeitende nicht zu 100% zurückbezahlt wird.

1.4 Umtauschverhältnis

Das zentrale Unterscheidungsmerkmal einer Wandelanleihe gegenüber anderen Anleihen liegt in der Rückzahlung. Sie erfolgt meist in Form von Aktien zu einem bereits bei der Emission festgelegten **Bezugsverhältnis** von X Aktien je Anleihe. Letzteres wird nachträglich angepasst, wenn nach dem Emissionszeitpunkt Kapitalerhöhungen durchgeführt wurden.

In der Regel ist die Rückzahlung in Aktien nicht verpflichtend. Der Anleger hat die Wahl. Oder auch der Emittent – er kauft die Anleihen dann zu einem häufig über dem Rückzahlungsbetrag liegenden Preis zurück.

Der Anleger bzw. der Emittent wägt gegebenenfalls ab, ob ein Umtausch oder eine Rückzahlung günstiger ist. Hierzu vergleicht er:

- den Wert der zu emittierenden Aktien mit dem Rückzahlungswert der Anleihe,
- die Aktiendividende mit den Kuponzahlungen der Anleihe.

Ist der Wert der zu beziehenden Aktien höher als der Rückzahlungswert der Anleihe, entscheidet sich der Anleger für einen Umtausch in Aktien. Liegt der Aktienkurs deutlich über dem Umtauschkurs, ist es für den Emittenten – sofern die Möglichkeit besteht – günstiger, die Anleihe zurückzukaufen und die Kapitalerhöhung gegebenenfalls später auf einem höheren Kursniveau durchzuführen.

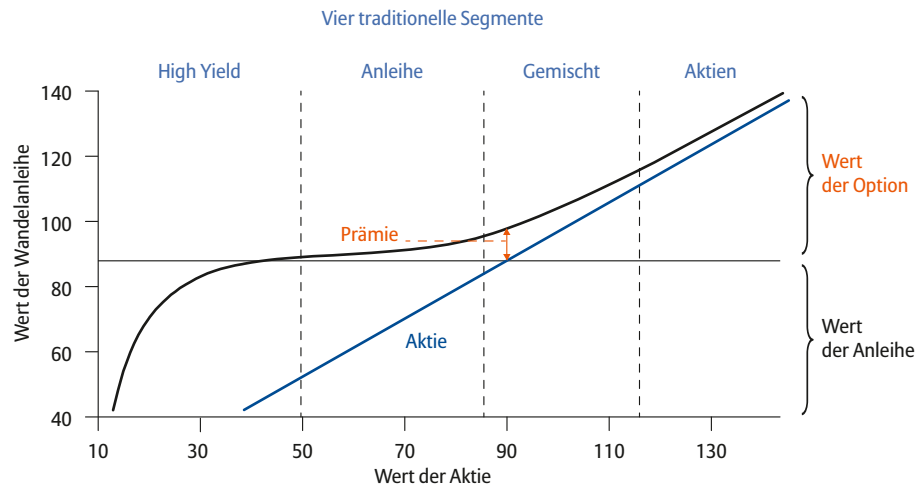
Es gibt auch einen Wandelanleihetyp mit Umtauschpflicht, d.h. die Rückzahlung erfolgt bei diesen Anleihen spätestens zum Laufzeitende auf jeden Fall in Form von Aktien (so genannte Pflichtwandelanleihen bzw. Mandatory Convertible Bonds).

1.5 Umtausch und Rückzahlung

Beispiel: Eine Wandelanleihe mit einem Umtauschverhältnis von 1 zu 1, emittiert zu 1000 € bei einem Aktienkurs von 800 €. Der Wert der Aktie muss von 800 € auf 1000 €, d.h. um 25 %, steigen, damit der Umtausch für den Anleiheinhaber interessant wird.

- Wenn der Aktienkurs kurz vor Laufzeitende über dem Umtauschkurs liegt, erfüllt die Anleihe die Voraussetzungen für einen Umtausch, und sie verhält sich wie eine Aktie.
- Wenn der Aktienkurs kurz vor Laufzeitende unter dem Umtauschkurs liegt, wird der Anleiheinhaber auf den Tausch verzichten und eine Rückzahlung des Kapitalbetrags vorziehen. Der Anleihekurs kann im Vorfeld der Rückzahlung unter den Nennbetrag sinken, sofern der Markt an der Fähigkeit des Unternehmens zweifelt, die Kupon- und Kapitalzahlung zu leisten. In diesem Fall verhält sich die Wandelanleihe wie eine Unternehmensanleihe.

Schaubild 2: Klassisches Profil einer Wandelanleihe



Quelle: Allianz GI Kapitalmarktanalyse

2 Wandelanleihen als Anlageinstrument

Eine Wandelanleihe ist eine Unternehmensanleihe (Corporate Bond) mit einer Kaufoption auf Aktien des Emittenten zu einem festgelegten Preis. Der Wandelanleihe-Investor akzeptiert einen gegenüber dem Marktzins niedrigeren Kupon. Diese Differenz entspricht dem Wert der Kaufoption und heißt auch Prämie oder Premium (vgl. Schaubild 2). Zum Emissionszeitpunkt entspricht sie 10% bis 15% des Werts der Wandelanleihe.

Zum Ende der Laufzeit kann das Kapital der Anleihe in Aktien umgetauscht werden: Der Rückzahlungsbetrag wird als Zahlungsmittel für die Ausübung der Aktienkaufoption verwendet – zu dem bei der Emission festgelegten Preis.

Als Unternehmensanleihe wird die Wandelanleihe von den gleichen Faktoren beeinflusst wie alle Corporate Bonds. Hierzu zählen:

- Der risikolose Zinssatz, meist die Zinssätze laufzeitkongruenter Staatsanleihen: Bei steigenden Langfristzinsen sinkt der Anleihekurs, bei fallenden Langfristzinsen steigt er.
- Die Bonität des Emittenten: Bei einer Bonitätsverschlechterung (evtl. sogar einer Ratingherabstufung) gibt der Anleihekurs nach, bei einer Bonitätsverbesserung zieht er an.

Parallel hierzu verhält sich die Umtauschoption wie eine Kaufoption (Call-Option) auf Aktien:

- Je näher das Laufzeitende rückt, desto niedriger der Wert der Option.
- Je volatil der Aktienkurs, desto höher der Wert der Option.
- Je mehr der Aktienkurs des Emittenten den Ausübungskurs übersteigt, desto höher der Wert der Option.

In einem „absolut effizienten Markt“ entspricht der Kurs einer Wandelanleihe über die gesamte Laufzeit der Summe aus dem Wert der Anleihe und dem Wert der Kaufoption. Nähert sich der Aktienkurs dem Ausübungskurs, wird die Wandelanleihe wirklich interessant:

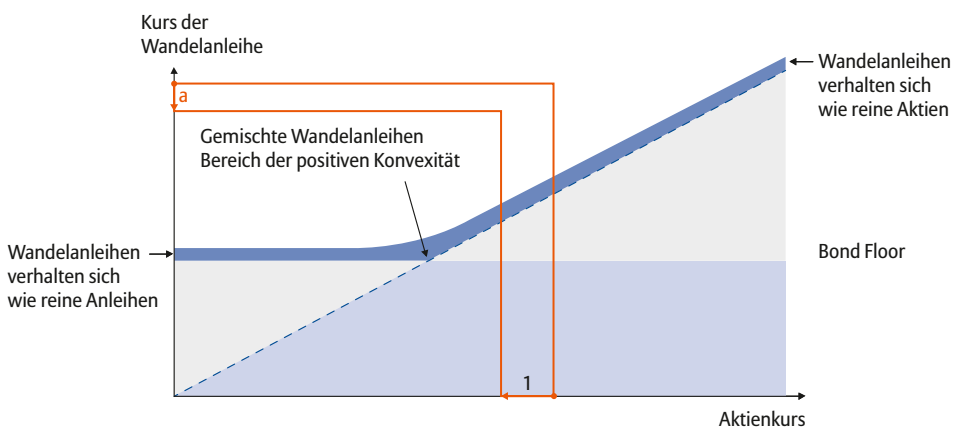
- Steigt der Aktienkurs, steigt der Kurs der Wandelanleihe ebenfalls. Je mehr er zulegt, umso mehr nähert sich die Wertentwicklung der Wandelanleihe derjenigen der Aktie.
- Sinkt der Aktienkurs, sinkt der Kurs der Wandelanleihe aufgrund der regelmäßigen Kuponzahlung sowie der Kapitalrückzahlung bei Laufzeitende deutlich weniger (vgl. Schaubild 3). Erst wenn eine Verschlechterung auf fundamentaler Ebene die Zahlungsfähigkeit des Kreditnehmers in Frage stellt, korreliert der Kurs der Wandelanleihe wieder mit dem fallenden Aktienkurs. In diesem Moment wird die Wandelanleihe zur High Yield-Anleihe (vgl. Schaubild 2, linke Spalte).

3 Das Verhalten des Wandelanleihemarktes

Im Vorfeld einer Investition in eine Wandelanleihe analysiert der Anleger das Emittentenrisiko, vor allem aber die Sensitivität des Instruments (so genanntes Delta), d.h. die Auswirkung einer Aktienkursänderung auf den Kurs der Wandelanleihe:

- Bei einer Sensitivität unter 20% reagiert der Kurs der Wandelanleihe kaum auf Aktienkursänderungen. Das inhärente Risiko der Wandelanleihe ist damit mit dem einer Anleihe vergleichbar. Dieser Fall liegt vor, wenn der Aktienkurs deutlich unter dem Umtauschkurs liegt.
- Bei einer Sensitivität über 80% reagiert der Kurs der Wandelanleihe sehr stark auf Aktienkursänderungen. Das inhärente Risiko der Wandelanleihe ist damit mit dem einer Aktie vergleichbar. Dieser Fall liegt vor, wenn der Aktienkurs deutlich über dem Umtauschkurs liegt.
- Bei einer Sensitivität zwischen 20% und 80% spricht man von einer „gemischten“ Wandelanleihe (vgl. Schaubild 4). Je höher der Aktienkurs und je weiter über dem Umtauschkurs, desto höher die Sensitivität der Wandelanleihe. Je niedriger der Aktienkurs und je näher am bzw. weiter unter dem Umtauschkurs, desto schwächer die Sensitivität der Wandelanleihe.

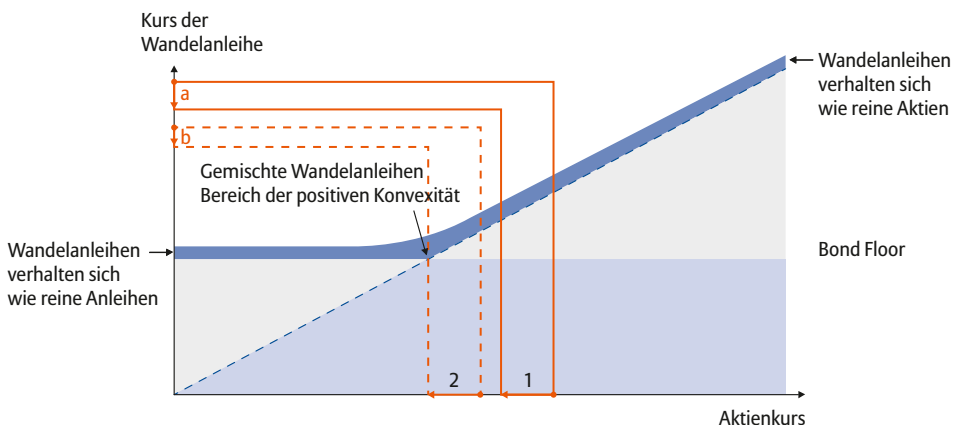
Schaubild 3: Wandelanleihen federn Aktienmarktrückgänge ab (Voraussetzung: keine Bonitätsänderung)



Der Wert der Wandelanleihe sinkt bei einem Marktrückgang weniger (a) als der Wert der Aktie (1).

Quelle: Allianz GI Kapitalmarktanalyse

Schaubild 4: Je niedriger die Sensitivität einer Wandelanleihe, umso weniger reagiert sie auf einen Aktienmarktrückgang



Aktienkursrückgang 1 und 2 sind gleich. Rückgang 2 wirkt sich jedoch schwächer aus (b) als Rückgang 1 (a), da die Sensitivität der Wandelanleihe mittlerweile gesunken ist.

Quelle: Allianz GI Kapitalmarktanalyse

Aus Anlegersicht ist die Wandelanleihe aufgrund ihrer Rückzahlung im Falle eines Kursrückgangs der Aktie, aufgrund ihres – im Vergleich zur Dividende häufig attraktiveren – Kupons sowie aufgrund des langfristigen Gewinnpotenzials interessant (vgl. Schaubild 4).

Die Fähigkeit der Wandelanleihe, Kursgewinne der zugrunde liegenden Aktie nachzuvollziehen und sich bei Kursrückgängen mehr oder weniger stark zu lösen, macht ihre „Asymmetrie“ bzw. ihre „Konvexität“ aus.

Wandelanleihen hängen von der Entwicklung der Langfristzinsen sowie vom Aktienmarkt ab. Hieraus ergeben sich vier mögliche Marktkonstellationen:

- Fallende Zinsen, steigender Aktienmarkt: Dies ist das günstigste Szenario. Mit dem Zinsrückgang steigt der Wert der Wandelanleihe, mit dem Kursanstieg an der Börse steigt der Wert der Option. Der Kurs der Wandelanleihe zieht an. Diese Konstellation lag zwischen 1980 und 2000 tendenziell in den USA und in Europa vor.
- Steigende Zinsen, steigender Aktienmarkt: Dieses Szenario ergibt sich meist bei einer Konjunktur- und Börsenerholung. Aufgrund des Zinsanstiegs sinkt der Wert der Anleihe, mit dem Börsenaufschwung steigt jedoch der Wert der Option. Die Wandelanleihe verhält sich zunehmend wie eine Aktie.
- Fallende Zinsen, fallender Aktienmarkt: Dieses Szenario ergibt sich häufig an Wendepunkten des Konjunktur- und Börsenzyklus. Aufgrund des Zinsrückgangs steigt der Wert der Anleihe (Voraussetzung: gleichbleibende Bonität des Emittenten). Allerdings sinkt der Wert der Option infolge der fallenden Börse. Die Wandelanleihe gibt relativ wenig nach und verhält sich wie eine Unternehmensanleihe, deren Nominalbetrag den Aktienmarkeinbruch und den sinkenden Wert der Option auffängt. Diese Konstellation war während der Finanzkrisen 2001/2003 und 2008/2009 zu beobachten.
- Steigende Zinsen, fallender Aktienmarkt: Dies ist das ungünstigste Szenario. Jetzt ist nur noch der Cash Flow interessant. Mit dem Zinsanstieg sinkt der Wert der Anleihe, mit dem Kursrückgang an der Börse sinkt der Wert der Option. Der Kurs der Wandelanleihe gibt entsprechend nach. Eine solche Situation trat in den zurückliegenden 30 Jahren jedoch nie über längere Zeiträume ein.

4 Wandelanleihen und andere Anlageklassen

Wie verhielten sich Wandelanleihen in den beiden zurückliegenden Jahrzehnten? (vgl. Schaubild 5) Das Jahrzehnt zwischen 1991 und 2000 (vgl. Schaubild 6) war von einem massiven Börsenaufschwung geprägt, während zwischen 2000 und 2012 eine Abwärtstendenz sowie außergewöhnliche Ausschläge der Börsenzyklen vorherrschten (vgl. Schaubild 7).

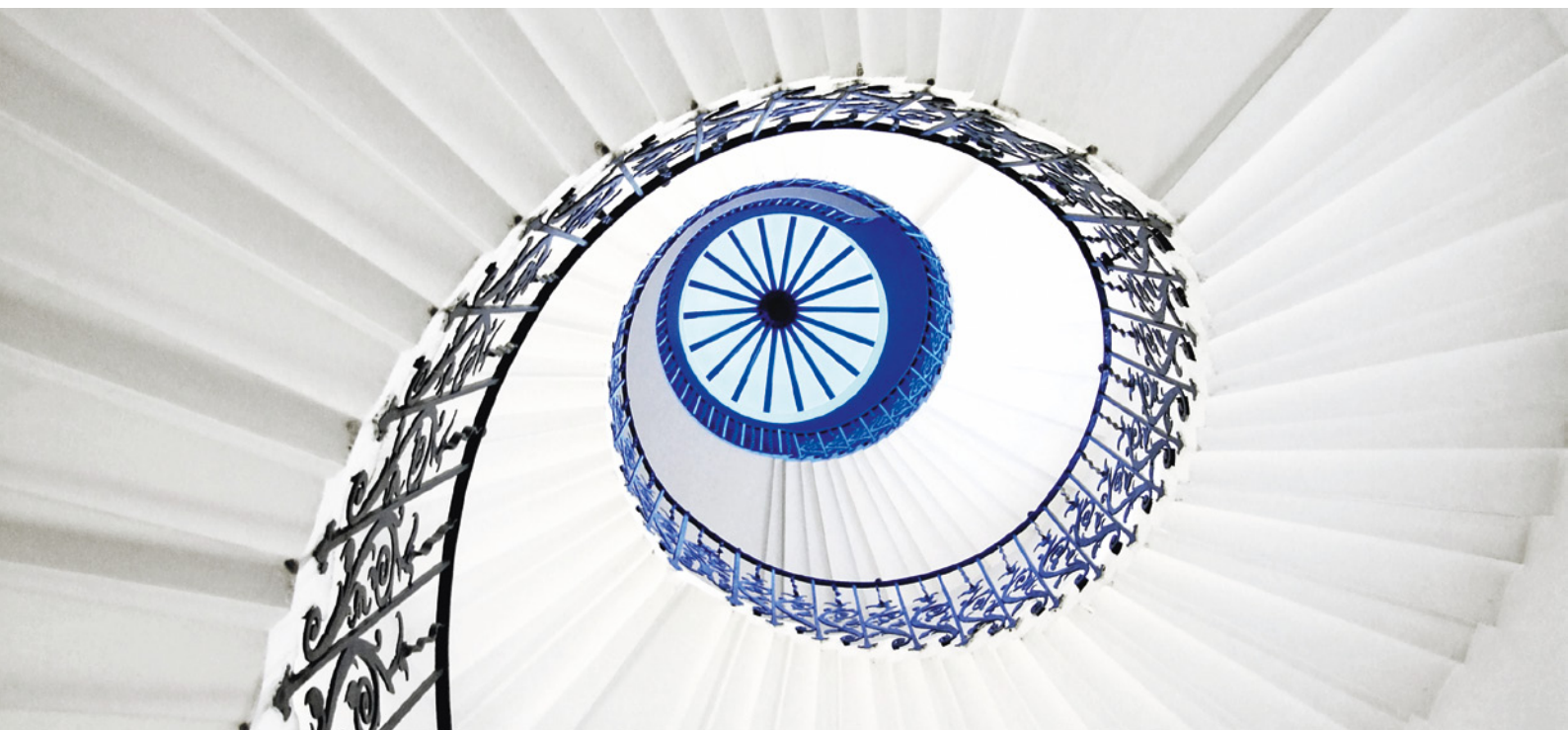
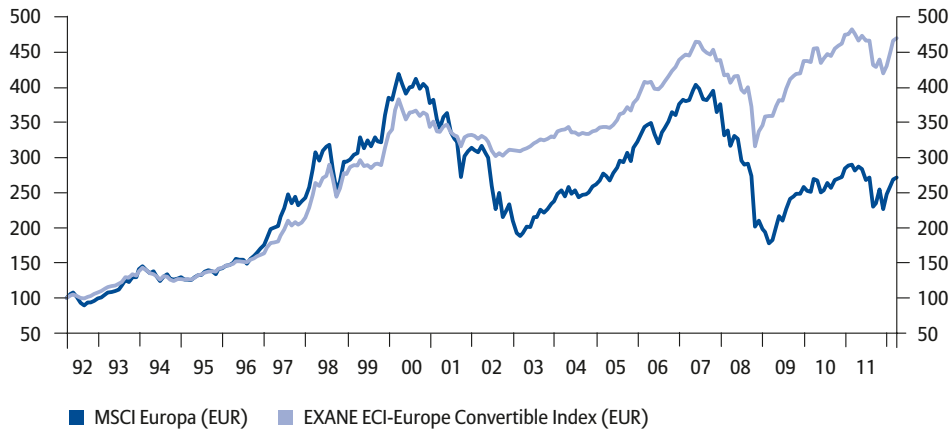
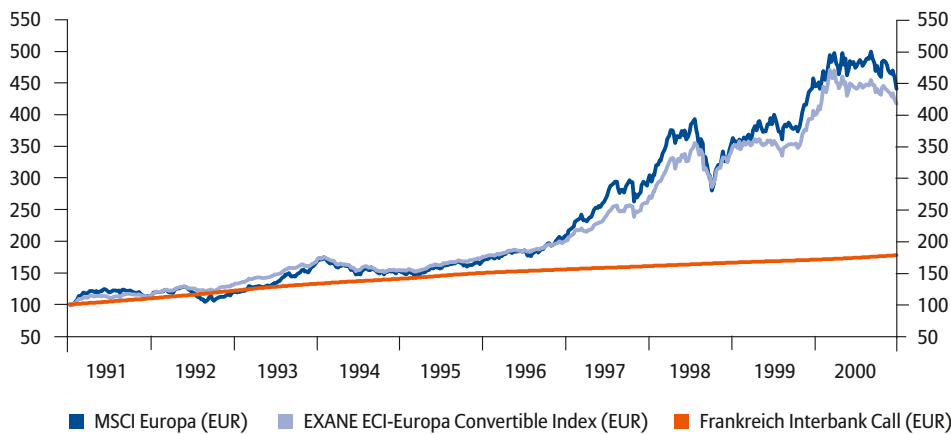


Schaubild 5: Europa seit 1992: Aktien und Wandelanleihen



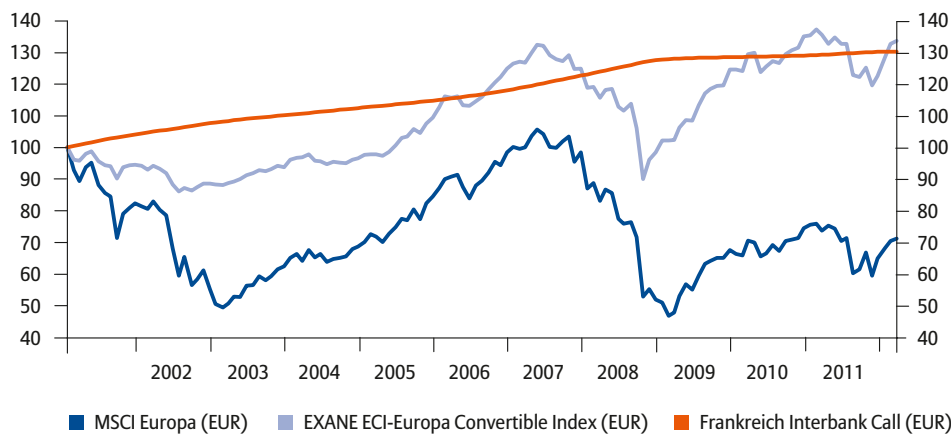
Quelle: Datastream, Allianz GI Kapitalmarktanalyse
Die Wertentwicklung der Vergangenheit ist kein Indikator für die künftige Wertentwicklung.

Schaubild 6: Europa 1991 – 2000: Aktien und Wandelanleihen



Quelle: Datastream, Allianz GI Kapitalmarktanalyse
Die Wertentwicklung der Vergangenheit ist kein Indikator für die künftige Wertentwicklung.

Schaubild 7: Europa 2000 – 2012: Aktien und Wandelanleihen



Quelle: Datastream, Allianz GI Kapitalmarktanalyse
Die Wertentwicklung der Vergangenheit ist kein Indikator für die künftige Wertentwicklung.

Wandelanleihen verhielten sich analog zu den bereits vorgestellten zentralen Merkmalen (vgl. Schaubild 8):

- Sehr stabiles Volatilitätsniveau (siehe Anmerkung 1): Wandelanleihen standen offenbar weder unter dem Einfluss der von Zeit zu Zeit stark ansteigenden Aktienvolatilität noch unter dem der gleichzeitig sinkenden Anleihevolaatilität.

Anmerkung 1

Volatilität: Die Volatilität misst die kurzfristige Schwankungsbreite eines Basiswerts im Vergleich zur langfristigen Entwicklung (in %). Je höher die kurzfristigen Schwankungen, desto höher die Volatilität und desto größer das Risiko. Geldmarktinstrumente, deren Wert täglich um 1/360 des Zinses wächst, bieten die niedrigste Volatilität (fast 0%) bzw. die höchste Sicherheit.

- Deutlich geringere Volatilität als der Aktienmarkt: Dies traf vor allem zwischen 2000 und 2012 zu, als Aktien massiven Schwankungen unterworfen waren. Die Volatilität der Wandelanleihen betrug nur knapp ein Drittel der Volatilität von Aktien.
- Starke Aktienkorrelation (77% bis 81,4%): Diese Korrelation ist durch die Natur des Instruments bedingt und kann deshalb nicht überraschen.
- Je nach Betrachtungszeitraum unterschiedliche Anleihekorrlation:
 - Im ersten Zehnjahreszeitraum (1991 bis 2000) bestand eine schwache Korrelation von 48%. Die sinkende Verzinsung auf Staatsanleihen führte zu einer Neubewertung von Anleihen, aber auch von Aktien. In diesem Umfeld korrelierten Wandelanleihen in erster Linie mit Aktien, die jedoch eine stärkere Wertentwicklung erzielen.

– Im zweiten Zehnjahreszeitraum (2000 bis 2012) war eine negative Korrelation von –33% zu beobachten. Die Verzinsung der Staatsanleihen sank weiter, und der Rentenmarkt zog unverändert an. An den Aktienmärkten herrschte eine höhere Volatilität und gleichzeitig eine Abwärtstendenz. Die Korrelation von Aktien und Anleihen endete (–54%), und Wandelanleihen koppelten sich teils von Anleihen ab (–33%), um weiter mit den Aktien zu korrelieren (81%).

- Mit dem Aktienmarkt vergleichbare bzw. bessere Wertentwicklung: Im ersten Zehnjahreszeitraum lagen Wandelanleihen mit Aktien gleichauf, die ihrerseits einen massiven Aufschwung erlebten. Dank der Kuponzahlungen gelang es den Wandelanleihen im zweiten Zehnjahreszeitraum, die von einer Abwärtstendenz erfassten Aktien um 2,88% zu übertreffen.
- Attraktivere Sharpe Ratio (siehe Anmerkung 2) als Aktien: In beiden Zehnjahreszeiträumen schnitten Wandelanleihen, auch begünstigt durch die geringere Volatilität, vergleichbar oder besser ab.

Anmerkung 2

Sharpe Ratio: Die Sharpe Ratio misst die Überrendite eines Basiswerts gegenüber dem risikofreien Zinssatz (Geldmarkt) in Abhängigkeit von der zusätzlichen Volatilität (in %). Je höher die Sharpe Ratio, desto attraktiver der Basiswert.

Schaubild 8: Volatilität und Wertentwicklung 1990–2012

1991–2012	Wandelanleihen	Aktien	Oats*	Cash
Volatilität (annualisiert)	8,41%	22,07%	4,76%	0,13%
Performance (annualisiert)	8,44%	6,59%	7,34%	4,21%
Sharpe Ratio	0,50	0,11	0,66	0,00

Indizes:

Eonia, Exane: OC-Index
CGBI WBG France all
maturities, MSCI France.
Stand 15.1.2012

Volatilität (siehe Anmerkung 1) und **Sharpe Ratio** (siehe Anmerkung 2)

1991–2012	Wandelanleihen	Aktien	Oats
Wandelanleihen	100,00%	81,56%	25,32%
Aktien	81,56%	100,00%	-7,47%
Oats	25,32%	-7,47%	100,00%

1991–2000	Wandelanleihen	Aktien	Oats	Cash
Volatilität (annualisiert)	8,28%	17,72%	5,57%	0,10%
Performance (annualisiert)	14,17%	14,17%	10,86%	5,90%
Sharpe Ratio	1,00	0,47	0,89	0,00

1991–2000	Wandelanleihen	Aktien	Oats
Wandelanleihen	100,00%	77,02%	48,04%
Aktien	77,02%	100,00%	0,41%
Oats	48,04%	0,41%	100,00%

2000–2012	Wandelanleihen	Aktien	Oats	Cash
Volatilität (annualisiert)	8,48%	24,83%	4,04%	0,14%
Performance (annualisiert)	4,62%	1,74%	4,99%	2,72%
Sharpe Ratio	0,22	-0,04	0,56	0,00

2000–2012	Wandelanleihen	Aktien	Oats
Wandelanleihen	100,00%	81,41%	-32,72%
Aktien	81,41%	100,00%	-54,15%
Oats	-32,72%	-54,15%	100,00%

Quelle: Datastream, Allianz GI Kapitalmarktanalyse, Stand 15.01.2012

Die Wertentwicklung der Vergangenheit ist kein Indikator für die künftige Wertentwicklung.

* Bezeichnung für Französische Staatsanleihen



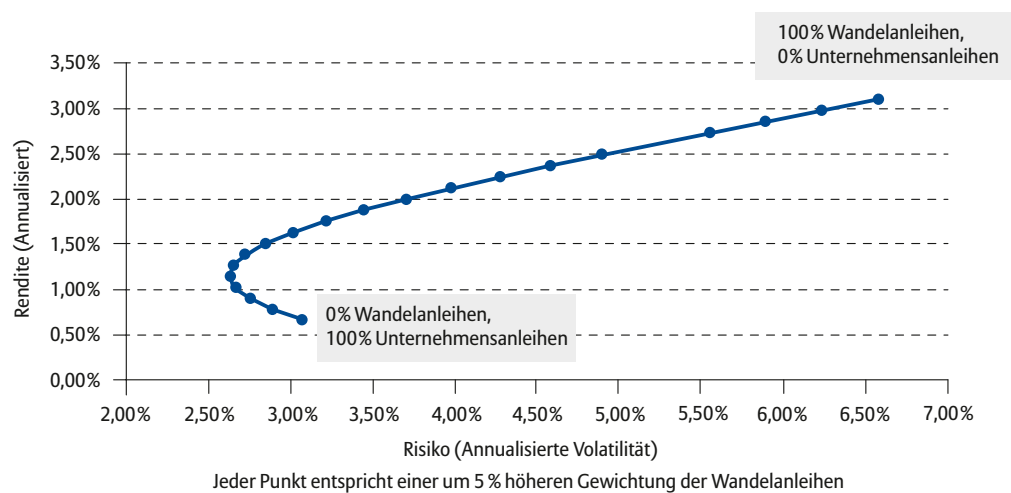
Für den Zeitraum 2002 bis 2012 lässt sich rückblickend Folgendes feststellen:

- Die Aufnahme von Wandelanleihen in ein Anleiheportfolio hätte eine deutliche Renditesteigerung ermöglicht – allerdings zum Preis eines erheblich höheren Risikos (vgl. Schaubild 9).

- Die Aufnahme von Wandelanleihen in ein Aktienportfolio hätte eine deutliche Steigerung der Wertentwicklung ermöglicht – und das Risiko deutlich gemindert (vgl. Schaubild 10).

Ein Aktienanleger hätte in diesem Zeitraum über Wandelanleihen ein sehr attraktives Chance/Risiko-Profil erreichen können.

Schaubild 9: Wandelanleihen im Anleiheportfolio – höhere Rendite (Berechnungen auf Basis der letzten 10 Jahre)



Quelle: Datastream, Allianz GI Kapitalmarktanalyse, Stand März 2012

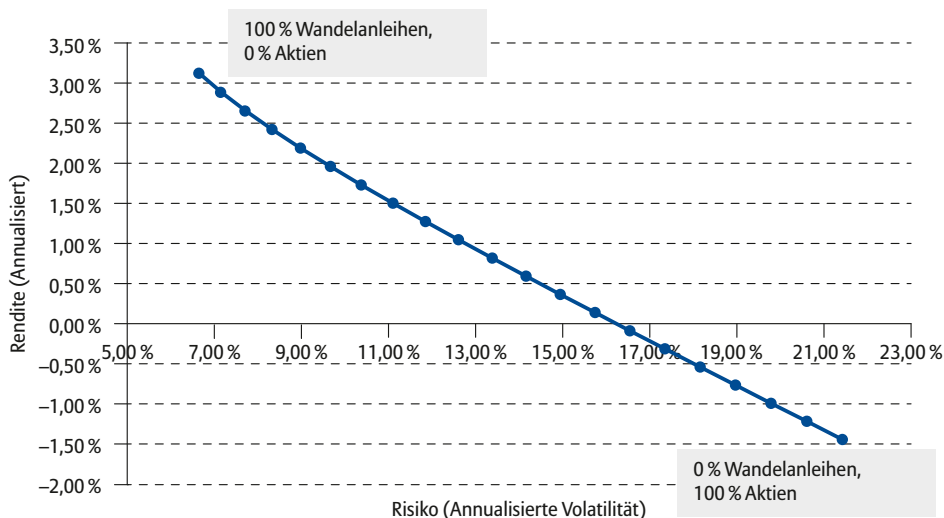


5 Zukunftsperspektiven für Wandelanleihen

Die Finanzmärkte sehen sich derzeit mit einer unsicheren, schleppenden Konjunkturerholung konfrontiert. Nach der schweren Finanzkrise prägen die folgenden wesentlichen Aspekte das Bild:

- Zahlreiche Risiken – Überschuldung der Staaten, Inflationsgefahr, Neuordnung der Wirtschafts- und Finanzwelt durch den Aufstieg neuer Mächte – sorgen auf Anlegerseite für Zurückhaltung.
- Die Langfristzinsen haben den niedrigsten Stand seit über 50 Jahren erreicht. Eine Konjunkturaufhellung, der Finanzierungsbedarf der Staaten oder ein Inflationsanstieg könnten sie nach oben ziehen.
- Der Corporate Bond-Markt, zu dem das Teilsegment Wandelanleihen gehört, bietet sowohl absolut als auch im Vergleich zu Staatsanleihen lukrative Zinsen.
- Die Aktienmärkte sind derzeit absolut, aber vor allem relativ zu den langfristigen Zinsen so moderat bewertet wie nur selten in den letzten dreißig Jahren.

Schaubild 10: Wandelanleihen im Aktienportfolio – bessere Wertentwicklung, geringeres Risiko (Berechnungen auf Basis der letzten 10 Jahre)



Jeder Punkt entspricht einer um 5 % höheren Gewichtung der Wandelanleihen

Quelle: Datastream, Allianz GI Kapitalmarktanalyse, Stand März 2012



- Vor diesem Hintergrund kann die volatile Börse negative Nachrichten dank der niedrigen Bewertung vermutlich besser verkraften, gleichzeitig scheut sie jedoch die Risiken eines kräftigen Aufschwungs.

In diesem Umfeld bieten Wandelanleihen Anlegern kurz- und mittelfristig drei zentrale Vorteile:

- Defensiver Charakter: Ihm kommt eine wichtige Rolle zu, wenn das Marktvertrauen einbricht.
- Regelmäßige Erträge: Sie übertreffen sowohl die Dividende von Aktien als auch die Kupons von Staatsanleihen aus erstklassigen Ländern.
- Sensitivität im Fall einer Börsenerholung: Ein Konjunkturaufschwung könnte die sehr niedrige Aktienmarktbewertung in den Fokus rücken.

Konservative Anleger könnten auf lange Sicht befürchten, dass eine Rückkehr der Inflation sowie ein Anstieg der langfristigen Zinsen für ein aktien- und wandelanleihenunfreundliches Umfeld sorgen – ein Gegenszenario zu den Jahren 1980 bis 2000. Aus folgenden Gründen erwarten wir dies nicht:

- Aufgrund des im Vergleich zu den 1970er- und 1980er-Jahren langsameren Wachstums und der schärferen Konkurrenz zwischen den einzelnen Wirtschaftsakteuren würde auch ein längerfristiger Anstieg der Teuerungsrate und der Langfristzinsen nur moderate Ausmaße annehmen.

- Eine steigende Inflation würde eine Neubewertung der Aktien und aller „realen“ Aktiva forcieren (aufgrund des Firmenwerts sowie der Immobilien, Patente usw. des Unternehmens sind Aktien eng mit realen Aktiva verwandt).

Wandelanleihen werden sich voraussichtlich nicht wie in den zurückliegenden dreißig Jahren verhalten, die von Zinssenkungen und einem massiven Börsenanstieg geprägt waren. Im Vergleich zu Aktien bieten Wandelanleihen jedoch in den meisten Marktkonstellationen ein besonders attraktives Chance/Risiko-Profil.

Olivier Gasquet

Weitere Literatur von der Kapitalmarktanalyse:

Anleihen

- High Yields
- Der Markt für US-High-Yield-Anleihen: groß, liquide und attraktiv
- Anleihen aus den Wachstumsländern
- Credit Spreads – Risikoprämien bei Anleihen
- Bond Basics

Welt im Wandel

- Entscheidende Einblicke in eine Welt im Wandel
- Tunring Point – die Zeitenwende
- Asien im Aufbruch – Gravitationszentrum des 21. Jahrhunderts
- Der sechste Kondratieff – Wohlstand in langen Wellen

Chinas neue Epoche des Wachstums

- Der chinesische Renminbi – die neue Weltwährung
- Chinas Sorge: die Inflation
- Die zaghafte Öffnung des chinesischen Kapitalmarkts
- China Fokus – In den Fußstapfen Japans
- Tiger und Drache
- China Fokus – Arbeitskräftemangel
- Wachstumsland China
- Chinas neue Epoche des Wachstums
- China Fokus – Die Internationalisierung des Renminbi nimmt Fahrt auf
- China – „Hard Landing“?

Dividenden

- Dividententitel – eine attraktive Ergänzung fürs Depot!
- Dividendenstrategien im Umfeld von Inflation und Deflation

- Dividenden auf dem Weg zu einem Comeback im Stil der 1980er-Jahre
- Hohe Ausschüttungsquote = hohes künftiges Gewinnwachstum

Zukunftssicherung – Demographie – Renten

- Fokus: Geldvermögen
- Kompendium Zeitwertkonten
- Pensionsrisiken der betrieblichen Altersversorgung
- Bilanzrechtsmodernisierungsgesetz und Versorgungsverpflichtungen
- Zukunft sichern mit betrieblicher Altersversorgung
- Ausfinanzieren von Pensionsverpflichtungen
- Demografische Zeitenwende (Teil 1)
- Altersvorsorge im Demografischen Wandel (Teil 2)
- Investmentchance Demografie (Teil 3)

Verhaltensökonomie – Behavioral Finance

- Wie wir doch noch aus unseren Fehlern lernen können
- Überliste dich selbst!
- Behavioral Finance und die Ruhestandskrise

SRI – Sustainability – ESG

- Rendite ohne Reue
- Rendite ohne Reue reloaded
- Nachhaltig – verantwortungsvoll – themenbasiert

Risikomanagement & Advanced Return

- Neue Zoologie des Risikomanagements der Kapitalanlage
- Master-KAG

All unsere Publikationen, Analysen und Studien können Sie unter der folgenden Adresse online einsehen:
www.allianzglobalinvestors.de/kapitalmarktanalyse

Verpassen Sie auch nicht
unsere Podcasts:
www.allianzgi.de/podcast



Ihre Notizen

Kapitalmarktanalyse – unser besonderer Service

Die Arbeiten des Teams Kapitalmarktanalyse werden in den drei Publikationsreihen

- Kapitalmarktbrief
- Analysen & Trends
- PortfolioPraxis

zur Verfügung gestellt.

Mit dem Kapitalmarktbrief verschaffen wir Ihnen jeden ersten Freitag im Monat Einblick in Aktien- und Anleihemärkte sowie Branchen- und Länderkonjunkturen. Nach Rubriken unterteilt informieren wir Sie über aktuelle Entwicklungen, Tendenzen und Investmentideen.

Die Reihe „Analysen & Trends“ konzentriert sich jeweils auf ein Thema: Wir stellen Ihnen Branchen oder Regionen vor, erläutern die Bewertung einzelner Marktsegmente, gehen auf längerfristige Entwicklungen ein und bieten Ihnen so Hilfen bei der Anlageentscheidung.

In „PortfolioPraxis“ geht es um die Kunst des Vermögensaufbaus und der Vermögensstrukturierung: Baustein für Baustein durchleuchten wir hier Möglichkeiten und Chancen für den optimalen „Mix“ in Ihrem Portfolio, verbunden mit Tipps zur Umsetzung mit den Investmentfonds von Allianz Global Investors.

Die aktuellen Publikationen finden Sie immer direkt auf www.allianzglobalinvestors.de

TIPP: Alle Publikationen sind direkt per E-Mail abonnierbar: www.allianzglobalinvestors.de/newsletter

Kapitalmarktanalyse goes MP3 & iPod!

Jeder Kapitalmarktbrief ist Monat für Monat als MP3-File erhältlich. Auch werden immer weitere Publikationen der Reihen „Analysen & Trends“ und „PortfolioPraxis“ als Audio-File zur Verfügung gestellt. Sie sind unter www.allianzgi.de/podcast direkt erhältlich und können z. B. über iTunes als Podcast abonniert werden.

Hans-Jörg Naumer

Leiter Kapitalmarktanalyse, Allianz Global Investors

Investieren birgt Risiken. Der Wert einer Anlage und die Erträge daraus können sowohl sinken als auch ansteigen und Investoren erhalten den investierten Betrag möglicherweise nicht in voller Höhe zurück.

Die hierin enthaltenen Einschätzungen und Meinungen sind die des Herausgebers und/oder verbundener Unternehmen zum Zeitpunkt der Veröffentlichung und können sich – ohne Mitteilung hierüber – ändern. Die verwendeten Daten stammen aus unterschiedlichen Quellen und wurden als korrekt und verlässlich betrachtet, jedoch nicht unabhängig überprüft; ihre Vollständigkeit und Richtigkeit sind nicht garantiert und es wird keine Haftung für direkte oder indirekte Schäden aus deren Verwendung übernommen, soweit nicht durch grobe Fahrlässigkeit oder vorsätzliches Fehlverhalten verursacht.

Hierbei handelt es sich um eine Marketingmitteilung. Herausgegeben von Allianz Global Investors Europe GmbH, (www.allianzglobalinvestors.eu) einer Gesellschaft mit beschränkter Haftung, gegründet in Deutschland mit eingetragenem Sitz in Mainzer Landstraße 11 – 13, D-60329 Frankfurt/Main, zugelassen und beaufsichtigt von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (www.bafin.de). Die Vervielfältigung, Veröffentlichung sowie die Weitergabe des Inhalts in jedweder Form ist nicht gestattet.

[www.allianzglobalinvestors.de/
kapitalmarktanalyse](http://www.allianzglobalinvestors.de/kapitalmarktanalyse)

Allianz Global Investors
Europe GmbH
Mainzer Landstraße 11–13
60329 Frankfurt am Main



April 2012