

Wandelanleihen Research Guide – Potenziale einer unterschätzten Assetklasse



Wandelanleihen bieten Investoren ein attraktives Risiko-Rendite-Profil – wie zahlreiche Auswertungen belegen. Die vergleichsweise hohe Komplexität dieser Assetklasse und geringere Markteffizienz erschweren Investoren zwar den Zugang, bieten jedoch auch Outperformance-Potenziale.

Wandelanleihen geben ihren Haltern das Recht, die Anleihe zu einem festgelegten Preis in Aktien umzuwandeln. Als Hybrid Asset kombinieren sie Eigenschaften von Anleihen und Aktien. Ein aus Investorensicht wichtiger Vorteil ist dabei das asymmetrische Kursverhalten: Bei Kursverlusten der unterliegenden Aktie verlieren Wandelanleihen nur unterdurchschnittlich an Wert. Bei steigenden Kursen hingegen werden sie immer aktienähnlicher.

Einer Auswertung von Fisch Asset Management zufolge konnten Wandelanleihen in Monaten mit steigenden Aktienkursen 65% der Aufwärtsbewegung mitmachen, in fallenden Monaten hingegen den Rückgang auf 49% der Abwärtsentwicklung begrenzen. Sowohl im Bärenmarkt 2000 bis 2002 als auch während der Finanzmarktkrise 2008 haben sich Wandelanleihen im Vergleich zu Aktien deutlich stabiler gezeigt.

Der Sekundärmarkt für Wandelanleihen ist mit einem Volumen von rund 450 Mrd. USD und rund 1.700 Emissionen global betrachtet relativ klein. US-amerikanische Anleihen machen mehr als die Hälfte des Marktes aus. In Europa spielt der französische Wandelanleihenmarkt die größte Rolle noch vor dem deutschen Markt. Dominierten vor über zehn Jahren noch Finanzwerte, sind mittlerweile Technologietitel in den Wandelanleihe-Indizes prominent vertreten.

Wandelanleihenfonds – Rendite-Risikoprofil zwischen Aktien und Renten

Der Hybrid-Charakter von Wandelanleihen schlägt sich auch in einer von Scope durchgeführten Fonds-Auswertung nieder. Für diese haben die Scope Analysten die Peergroup „Wandelanleihen Global“, die insgesamt 55 Wandelanleihenfonds mit globaler Ausrichtung umfasst, mit den Peergroups „Aktien global“ (824 Fonds) und „Renten globale Währungen“ (359 Fonds) verglichen.

Das Ergebnis: Über zehn Jahre betrachtet können Wandelanleihenfonds mit einer annualisierten Performance von 5,9% fast zwei Drittel der Performance der Aktienfonds (9,2% p.a.) aufweisen. Zugleich liegen sie über zehn Jahre mit einem Performancevorsprung von 1,8% p.a. signifikant über den betrachteten Rentenfonds (4,1% p.a.).

Auch auf der Risikoseite zeigt sich, dass Wandelanleihenfonds gemessen an Volatilität und maximalen Verlust erwartungsgemäß zwischen Aktien- und Rentenfonds stehen. Die durchschnittliche Volatilität ist mit 5,7% nur etwa halb so hoch wie bei den betrachteten Aktienfonds. Die Rentenfonds zeigen im gleichen Zeitraum durchschnittlich 4,1% Volatilität. Beim maximalen Verlust stehen -7,2% bei Wandelanleihenfonds gegen -13,3% bei Aktienfonds und -5,6% bei Rentenfonds.

Komplexität und geringe Markteffizienz bieten Outperformance-Potenzial

Wandelanleihen sind auch aus Sicht professioneller Anleger eine anspruchsvolle Assetklasse. Dies liegt vor allem auch daran, dass sich die Charakteristik der Wandelanleihe je nach Performance der unterliegenden Aktie laufend verändert.

Die Tatsache, dass ein großer Teil der Wandelanleihen nicht geratet ist, vergrößert die Eintrittsbarrieren für Investoren. Die hohen Informations- und Transaktionskosten des Marktes sorgen für eine im Vergleich zu Aktienmärkten niedrigere Effizienz. Allerdings: Geringe Effizienz erhöht in der Regel die Outperformancechance aktiver Investoren.

Lead Analyst

Martin Fechtner, CFA
+49 69 6677389 53
m.fechtner@scopeanalysis.com

Redaktion / Presse

André Fischer
+49 30 27891 147
a.fischer@scopegroup.com

Business Development



Christian Michel
+49 69 6677389 35
c.michel@scopegroup.com

Scope Analysis GmbH

Lennéstraße 5
10785 Berlin

Tel. +49 30 27891 0
Fax +49 30 27891 100
Service +49 30 27891 300

info@scopeanalysis.com
www.scopeanalysis.com

  Bloomberg: SCOP

Einführung Wandelanleihen

An der Börse gelisteten Unternehmen steht eine weite Bandbreite an Finanzierungsmöglichkeiten zur Verfügung. Neben der Finanzierung über Eigenkapital oder der Aufnahme von Fremdkapital werden hybride Finanzierungen immer beliebter. Die wichtigste Form der hybriden Finanzierung ist die Ausgabe von Wandelanleihen.

Für Unternehmen ergeben sich vielfältige Vorteile durch eine Finanzierung über Wandelanleihen. So werden die über die Wandelanleihe neu emittierten Aktien über dem aktuellen Aktienkurs ausgegeben. Weiter findet eine mögliche Verwässerung der bisherigen Anteilseigner nicht sofort statt, sondern erst zum Zeitpunkt einer möglichen Wandlung in Aktien. Beides ist im Interesse von bestehenden Aktionären. Im Vergleich zu einer Finanzierung über Anleihen spart das Unternehmen zusätzlich Zinskosten, da bei Wandelanleihen im Regelfall deutlich geringere Zinssätze fällig werden als bei Anleihen.

Erste Wandelanleihe wurde 1874 begeben

Die erste Wandelanleihe wurde 1874 von einer Eisenbahngesellschaft – den damaligen Wachstumsunternehmen – begeben, die die Investitionen für eine der ersten großen amerikanischen Eisenbahnstrecken nicht mehr aus eigenen Mitteln stemmen konnte. Auch heute greifen insbesondere Wachstumsunternehmen gerne zu einer Finanzierung über Wandelanleihen. Für Small & Mid Cap Unternehmen ist die Finanzierung über Wandelanleihen oftmals der erste Schritt in Richtung Fremdkapitalaufnahme.

Wie funktionieren Wandelanleihen

Eine Wandelanleihe kann zu einem bestimmten vorher festgelegten Wandelpreis in eine fixe Anzahl von Aktien umgewandelt werden, weswegen die Wandelanleihe ein Hybrid Asset zwischen Aktien und Anleihen ist. Wandelanleihen kombinieren insofern die Eigenschaften von Anleihen und Aktien. Wie eine traditionelle Anleihe hat eine Wandelanleihe einen fixen Coupon, der periodisch gezahlt wird und besitzt eine vorher festgelegte Laufzeit. Auch verfügt sie wie eine Anleihe über ein Kreditrisiko.

Beim Zinsänderungsrisiko: Deutliche Unterschiede im Vergleich zu normaler Anleihe

Allerdings unterscheidet sie sich bereits beim Zinsänderungsrisiko von einer normalen Anleihe. So hängt das Zinsänderungsrisiko der Wandelanleihe im Wesentlichen von der Entwicklung des Aktienkurses ab. Zinsänderungen spielen für den Preis einer Wandelanleihe ohnehin nur eine geringe bis gar keine Rolle – erst recht, wenn der Aktienkurs weit über dem Wandlungspreis liegt.

Der große Unterschied im Vergleich zu einer normalen Anleihe besteht hingegen in der eingebauten Option. So hat der Besitzer einer Wandelanleihe das Recht, aber nicht die Pflicht, die Wandelanleihe zu einem festgelegten Preis in eine bestimmte Anzahl von Aktien zu wandeln. In der Praxis wird der Eigentümer einer Wandelanleihe sein Wandlungsrecht selbstverständlich nur ausüben, wenn der aktuelle Aktienkurs über dem Wandlungspreis liegt.

Die Funktionsweise einer Wandelanleihe lässt sich an einem Beispiel illustrieren. Nehmen wir an, die Lufthansa AG hat eine Wandelanleihe mit einem Nennwert von 1.000 Euro ausgegeben, die 4% Zinsen p.a. zahlt. Die Anleihe hat eine Laufzeit von 10 Jahren und ein Wandlungsverhältnis von 100 Aktien je Wandelanleihe.

Wenn die Wandelanleihe bis zur Fälligkeit gehalten wird, erhält der Anleger einen Nennbetrag von 1.000 Euro zuzüglich 40 Euro Zinsen für jedes Jahr. Die Aktien des Unternehmens steigen jedoch plötzlich und werden zu 11 Euro je Aktie gehandelt. Infolgedessen sind die 100 Aktien 1.100 Euro wert (100 Aktien x 11 Euro Aktienkurs), was den Wert der Anleihe übersteigt. Der Anleger kann die Wandelanleihe in Aktien wandeln und 100 Aktien erhalten, die für insgesamt 1.100 Euro am Markt verkauft werden können. Ab dem Zeitpunkt der Wandlung wird der Investor vom Gläubiger zum Aktionär.

Der Wert der Option hängt vom Verlauf des Aktienpreises ab: Bei einem steigenden Aktienkurs steigt auch der Wert der Option und damit der Preis der Wandelanleihe. Auf der anderen Seite wird der Preis der Wandelanleihe über die regelmäßigen Couponzahlungen nach unten abgefedert.

Eine Wandelanleihe entspricht insofern einer Anleihe mit integrierter Call-Option. Allerdings: Auch wenn es nahe liegt, lässt sich eine Wandelanleihe nicht vollständig aus einer Anleihe und einer Call-Option auf eine Aktie replizieren. Dies liegt unter anderem daran, dass bei einer Wandelanleihe das Zinsänderungsrisiko ab einer bestimmten Höhe des Aktienpreises keine oder kaum mehr eine Rolle mehr spielt. Darüber hinaus ist die Laufzeit der am Markt handelbaren Call-Optionen im Allgemeinen deutlich kürzer als dies bei der integrierten Call-Option bei Wandelanleihen der Fall ist. Wird ein am Markt verfügbarer Call gerollt, entstehen darüber hinaus Rollkosten. Eine herkömmliche Anleihe reagiert hingegen stets in Abhängigkeit von ihrer Duration auf eine Änderung des Zinsumfeldes.

Was sich hingegen bei einer Wandelanleihe in Abhängigkeit von den Zinsen ändert, ist der sogenannte Bond Floor. Dieser gibt den Mindestwert einer Wandelanleihe an. Denn auch bei einer Korrektur des Preises der Aktie, in welche die Wandelanleihe gewandelt werden kann, einhergehend mit einem Wertverfall der Option, ist die Wandelanleihe immer mindestens den Barwert der zukünftigen Couponzahlungen und dem Rückzahlungsbetrag wert.

Bond Floor = theor. Mindestwert einer Wandelanleihe

Der Barwert der Zahlungen ändert sich hingegen in Abhängigkeit des Zinsumfeldes. Insofern ist der Bond Floor der Wandelanleihe auch keine fixe Größe, sondern ändert sich in Abhängigkeit der Marktzinsen – ganz wie dies bei einer herkömmlichen Anleihe der Fall ist. Zusätzlich hängt der Bond Floor, kongruent zum Wert einer normalen Anleihe, vom Kreditrisiko ab. Je höher das Rückzahlungsrisiko einer Wandelanleihe eingeschätzt wird, desto niedriger ist der „Bond Floor“.

Eine Wandelanleihe bewegt sich insofern immer innerhalb zweier Extreme. Bei einem extrem niedrigen Aktienkurs der unterliegenden Aktie im Verhältnis zum Wandlungspreis und einem daraus resultierenden vernachlässigbaren Preis der Option, ähnelt das Preisverhalten einer Wandelanleihe einem Bond. Das Delta der Wandelanleihe ist extrem niedrig, die Sensitivität der Wandelanleihe auf Kursschwankung der zugrundeliegenden Aktie daher gering. Eine Wandelanleihe, deren Option „tief im Geld“ ist, die Aktie also deutlich über dem Wandlungspreis notiert, hat ein sehr hohes Delta, bewegt sich im Extremfall also fast im Gleichklang mit der zugrundeliegenden Aktie. Im mittleren konvexen Bereich (sh. Abbildung 1), weist die Wandelanleihe die typische Mischung aus Aktien- und Anleihencharakter aus.

Vielfältige Einflussfaktoren für Preisbildung einer Wandelanleihe

Wie bildet sich nun der Preis einer Wandelanleihe? Neben dem Wert der unterliegenden Aktie haben weitere Faktoren Einfluss auf die Bepreisung der Wandelanleihe. Wie oben besprochen ähnelt die Wandelanleihe einer Kombination aus Anleihe und Call-Option. Der Wert einer Option hängt nach der Black-Scholes Formel von der Zeit bis zum Verfall des Wandelrechts, der Volatilität der unterliegenden Aktien und dem Zinslevel ab. Alle drei Faktoren haben daher auch einen Einfluss auf die Bepreisung der Wandelanleihe. Die folgende Tabelle fasst die Auswirkungen von Marktfaktoren auf den Wandelanleihepreis zusammen.

Tabelle 1: Auswirkungen von Marktfaktoren auf den Preis der Wandelanleihe

Risikoprämie	Auswirkung auf Preis
(+) Aktienpreis	(+) Wandelrecht
(+) Aktienschwankungen (Volatilität)	(+) Wandelrecht
(+) Zinsen	(-) Anleihenwert + (+) Wandelrecht
(-) Credit Spreads	(+) Anleihenwert

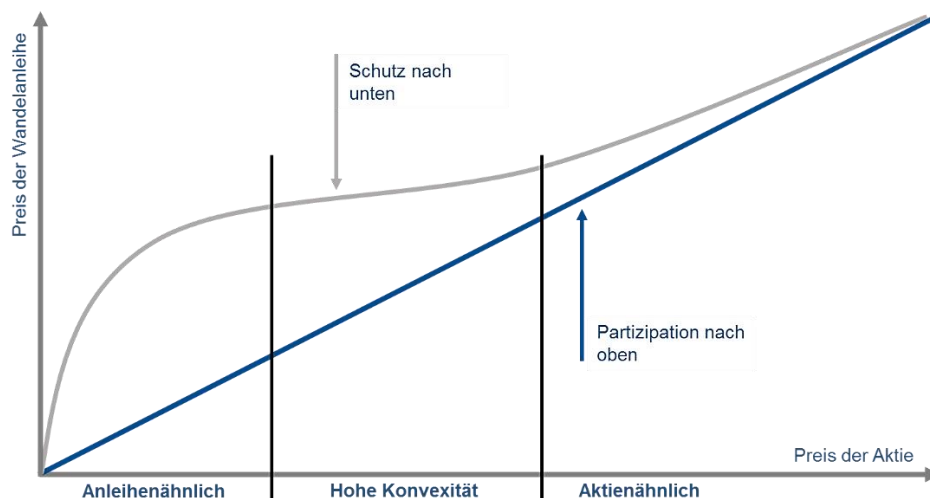
Vorteile und Nachteile von Wandelanleihen

Der entscheidende Vorteil der Wandelanleihe besteht im asymmetrischen Kursverhalten. Wie die Abbildung 1 zeigt, haben Wandelanleihen ein konvexes Renditeprofil. Das bedeutet, dass bei einer Korrektur der unterliegenden Aktie die Wandelanleihe nur unterdurchschnittlich an Wert verliert. Hier greift der erwähnte Bond Floor, der eine Abwärtsbewegung der Aktie abfedert. Bei steigenden Kursen hingegen wird die Wandelanleihe immer aktienähnlicher.

Wandelanleihen haben ein konvexes Renditeprofil

Wandelanleihen verfügen quasi über ein automatisches „Markt Timing“ ähnlich einer „Constant Proportion Portfolio Insurance“ (CPPI): In steigenden Aktienmärkten nimmt das Delta der Wandelanleihe immer weiter zu und die Wandelanleihe wird insofern aktienähnlicher. In fallenden Märkten sorgt der Bond Floor dafür, dass mit weiter absinkenden Kursen die Wandelanleihe immer mehr einer traditionellen Anleihe gleicht. Im ausgewogenen Bereich ist die Reaktion der Wandelanleihe besonders asymmetrisch. Anleger profitieren in diesem Bereich daher besonders von dem „automatischen Markt-Timing“ (sh. Abbildung 1).

Abbildung 1: Die Asymmetrie bei der Bepreisung von Wandelanleihen



Positive Korrelation zwischen Volatilität der Aktie und Preis der Wandelanleihen

Ein weiterer aus Investorensicht interessanter Aspekt der Wandelanleihe ist die positive Korrelation zwischen Volatilität der unterliegenden Aktie und dem Preis der Wandelanleihen. Wie oben erläutert steigt der Wert der integrierten Call-Option mit dem Level der Volatilität. In Marktkorrekturphasen, die oft mit einer erhöhten Volatilität einhergehen, wird bei einer Wandelanleihe eine Korrektur des Aktienpreises daher durch den Wertzuwachs der Call-Option abgedeckt.

Der positive Einfluss von Volatilität auf die Bewertung der Anleihe kann insofern auch als ein Erklärungsansatz dafür dienen, dass gerade junge und oftmals riskantere Wachstumsunternehmen die Finanzierung über Wandelanleihen verfolgen. Denn sie können ihr er-

Wandelanleihen, die tief im Geld sind, verlieren Sensitivität gegenüber steigenden Zinsen

höhtes Risiko, einhergehend mit einer höheren Volatilität der Aktie und damit einem höheren Wert der impliziten Call-Option, quasi monetarisieren.

Im Vergleich zu Anleihen verlieren Wandelanleihen darüber hinaus weniger im Falle steigender Zinsen. Ein Grund hierfür ist, dass die implizite Call-Option der Wandelanleihe, wie die Black-Scholes Formel indiziert, im Falle von Zinserhöhungen an Wert gewinnt. Zum anderen verfügen Wandelanleihen über einen sogenannten „Exotic Bond Put“. Eine Wandelanleihe, die tief im Geld ist, verliert jegliche Sensitivität gegenüber steigenden Zinsen. Denn sie kann jederzeit in Aktien umgewandelt werden. An dieser Stelle zeigt sich auch der Vorteil einer Wandelanleihe gegenüber einer Replikation aus Anleihe und Call-Option. Denn bei einer replizierten Wandelanleihe würde der Anleiheanteil in jedem Fall bei Zinssteigerungen an Wert verlieren.

Zuletzt schlagen sich Wandelanleihen auch in einem inflationären Umfeld deutlich besser als Anleihen. Gerade langlaufende Anleihen würden unter steigender Inflation überproportional leiden. Aktien wiederum sind historisch betrachtet ein guter Hedge gegen Inflation. Wandelanleihen bieten daher aufgrund der Aktienkomponente einen gewissen Schutz gegenüber Inflation.

Wandelanleihen bieten aktienähnliche Rendite bei deutlich niedrigerer Volatilität

Für die meisten Investoren dürfte der größte Vorteil von Wandelanleihen die aktienähnliche Rendite bei deutlich niedriger Volatilität sein. Über einen Zeitraum von 25 Jahren von 1994-2018 erzielten globale Wandelanleihen mit 7,1% p.a. sogar eine höhere Rendite als globale Aktien, die im gleichen Zeitraum 6,6% p.a. erzielten¹. Zugleich war in diesem Zeitraum die Volatilität bei Wandelanleihen mit 9,6% im Vergleich zu 14,7% bei Aktien deutlich niedriger.

Bei Verkürzung des Betrachtungszeitraums auf 10 Jahre haben Aktien in Bezug auf die Wertentwicklung zwar leicht die Nase vorn, der Vorteil der Wandelanleihen bei der Volatilität ist jedoch noch größer mit 7,5% vs. 14,4%.

Auch eine Studie von Ibbotson für den Zeitraum von 1973 bis 1998 kommt zu einem ähnlichen Ergebnis, dass Wandelanleihen mit 11,8% p.a. fast die Rendite von Aktien erreichen (13,1% p.a.) bei gleichzeitig deutlich niedrigerem Risiko (Volatilität) von 11,9% vs. 17,1% bei Aktien. Laut einer Analyse von Fisch Asset Management konnten Wandelanleihen in Monaten mit steigenden Aktienkursen 65% der Aufwärtsbewegung mitmachen, in fallenden Monaten hingegen den Rückgang auf 49% der Abwärtsentwicklung begrenzen.

Die zitierten Untersuchungen legen den Schluss nahe, dass Wandelanleihen einen deutlichen Vorteil in Bezug auf die risikoadjustierte Rendite, gemessen an der Sharpe-Ratio, im Vergleich zu Aktien haben. Das überrascht. Denn eigentlich dürfte es eine aktienähnliche Rendite bei deutlich niedrigerem Risiko von Wandelanleihen nach der Theorie der effizienten Märkte gar nicht geben. Ein Erklärungsansatz ist die Liquiditätsprämie, die sich bei der Wandelanleihe durch die fixe Verknüpfung von Anleihe und Option ergibt. Denn beide Komponenten können nicht separat erworben und verkauft werden, sondern müssen im Paket erworben werden.

Nachteil: Anleihe- und Optionsanteil nicht getrennt voneinander handelbar

Damit ist auch bereits einer der Nachteile von Wandelanleihen angesprochen. Er liegt darin, dass der Anleihe- und Optionsanteil einer Wandelanleihe nicht getrennt voneinander handelbar ist. Anleger, die nur an der Option interessiert sind, müssen den Anleiheanteil daher quasi miterwerben.

¹ Quelle: Fisch Asset Management, Wandelanleihen gemessen am Thomson Reuters Global Vanilla Hedged CB Index, Aktien gemessen am MSCI World

Arten von Wandelanleihen

Als „Plain Vanilla Convertible“ wird der oben erläuterte Standardtyp der Wandelanleihe bezeichnet. Eine Wandelanleihe dieses Typs kann zu einem bestimmten vorher festgelegten Wandelpreis in Aktien umgewandelt werden. Die oben beschriebenen Vorteile des asymmetrischen Kursverhaltens beziehen sich auf diesen Typ von Wandelanleihen.

Relativ selten, aber durchaus interessant, sind Umtauschwandelanleihen. Diese lassen sich im Unterschied zu traditionellen Wandelanleihen nicht in Aktien des Emittenten, sondern eines Drittunternehmens wandeln. So emittierte im Jahr 2012 beispielsweise die Deutsche Lufthansa eine Wandelanleihe, die sich nicht in eigene Aktien, sondern in Aktien der Minderheitsbeteiligung Jet Blue wandeln ließen. Für die Lufthansa bestand der Vorteil in der günstigen Zinsrate der Wandelanleihe im Vergleich zu einer traditionellen Anleihe. Zugleich verzichtete die Lufthansa damit allerdings auf einen potenziell höheren Verkaufserlös der Jet Blue Aktien, der im Fall einer positiven Entwicklung der Aktien den Eigentümern der Umtauschanleihe zugutekam.

Ein weiterer Typ von Wandelanleihen ist die Pflichtwandelanleihe. Eine Wandelanleihe dieses Typs enthält keine Wandoption, sondern muss verpflichtend am Ende der Laufzeit in eine fixe Anzahl von Aktien getauscht werden. Das jährliche Emissionsvolumen von Pflichtwandelanleihen ist mit maximal 20 Mrd. USD weltweit pro Jahr relativ überschaubar. Aufgrund der Tatsache, dass Pflichtwandelanleihen immer in Aktien getauscht werden, ist das Aktienrisiko bei dieser Form der Wandelanleihe deutlich höher als bei „Plain Vanilla Convertibles“. Konsequenterweise werden sie bei den meisten internationalen Rechnungslegungsstandards als Eigenkapital verbucht.

Eine besondere Form der Pflichtwandelanleihen („Mandatory Convertible“) stellen die speziell von Banken ausgegebenen Contingent Convertibles, besser bekannt als CoCo Bonds, dar. Sie sind nachrangige Anleihen mit Couponzahlungen, die bei einem Eintritt vorher festgelegter Ereignisse in Eigenkapital umgewandelt werden und somit die Risikotragfähigkeit von Banken erhöhen. Zu diesen Ereignissen gehört etwa das Erreichen eines bestimmten bilanziellen oder regulatorischen Schwellenwertes. Sie unterscheiden sich insofern dadurch von traditionellen Wandelanleihen, dass die Wandlung nicht vom Eigentümer der Anleihe ausgelöst wird, sondern bei Eintritt eines negativen Ereignisses. Dass die relativ hohen Zinsen dafür nicht ohne Risiko sind, mussten Eigentümer von CoCo Bonds der Banco Popular erfahren, dessen Wertpapiere über Nacht wertlos wurden.

In welchem Marktumfeld eignen sich Wandelanleihen besonders?

Wie bereits oben erläutert gibt es bestimmte Marktsituationen, in denen Wandelanleihen ihre Stärke voll ausspielen. Das konvexe Renditeprofil der Wandelanleihe sorgt für eine Abfederung von Kursbewegungen nach unten. In der Tat lässt sich historisch betrachtet bei extremen Marktphasen eine deutliche Outperformance von Wandelanleihen im Vergleich zu Aktien belegen. Sowohl im Bärenmarkt 2000 bis 2002 als auch während der Finanzmarktkrise 2008 haben sich Wandelanleihen im Vergleich zu Aktien deutlich stabiler gezeigt, wie Abbildung 2 verdeutlicht.

Abbildung 2: Outperformance von Wandelanleihen in Bärenmärkten



Bei Marktkorrekturen: Wandelanleihen können Verluste abfedern

Auch in der jüngsten Vergangenheit können Wandelanleihen beweisen, dass sie Verluste nach unten abfedern. Exemplarisch sei hier die letzte heftige Marktkorrektur aus dem Dezember 2018 herausgegriffen. Während globale Aktien wie Wandelanleihen in der ersten Woche im Oktober beide um die 4% verloren, gaben Aktien in einem von panikartigen Verkäufen geprägten Markt bis zum 24.12. weitere 14% nach, während der Wandelanleihenindex nur rund 4% an Wert einbüßte.

Exkurs: Verhalten von Wandelanleihen in der Finanzmarktkrise 2008

Einer Erklärung bedarf allerdings die Performance von Wandelanleihen in der ersten Phase der Marktkorrektur während der Finanzmarktkrise. Zwar verloren Wandelanleihen in der gesamten Abwärtsphase deutlich weniger als Aktien (-37% vs. -56% bei Aktien), allerdings machten Wandelanleihen in der ersten Phase der Korrektur die Abwärtsphase fast komplett mit.

Die Tatsache, dass sich Wandelanleihen in dieser Marktphase nicht von Aktien absetzten konnten, hängt auch mit der Besonderheit dieser Marktphase sowie der Zusammensetzung der Marktteilnehmer zum damaligen Zeitpunkt zusammen. So haben Hedgefonds (Convertible Arbitrage Hedge Funds), anders als heutzutage, das Handelsvolumen in Wandelanleihen vor der Finanzmarktkrise dominiert.

Aufgrund der massiven Rückflüsse waren Convertible Arbitrage Hedgefonds damals gezwungen, ihre Bestände unbedingt zu verkaufen – unabhängig vom Preislevel der Anleihen. Dies führte aufgrund der gleichzeitig ausgetrockneten Liquidität zu einem teilweisen Marktversagen, einhergehend mit einem massiven Preisverfall des Wandelanleihe-segmentes und einem Unterschreiten des Bond Floors.

Eine Wiederholung des 2008er Szenarios ist allerdings unwahrscheinlicher geworden. So spielen Convertible Arbitrage Hedgefonds heutzutage keine so große Rolle mehr. Das Volumen im Wandelanleihenmarkt wird heute von langfristig orientierten Investoren wie Publikumsfonds, Versicherungen und Pensionsfonds dominiert. Dies macht ein Marktversagen, getrieben durch kurzfristig orientierte Hedgefonds, zumindest unwahrscheinlicher.

Zugleich hat sich die Sektorzusammensetzung des globalen Wandelanleihe-segmentes seit der Finanzmarktkrise massiv verändert. Der Markt für Wandelanleihen ist ausgewogener aufgestellt und der Anteil von Banken am Wandelanleihenindex deutlich gesunken.

Wandelanleihenmarkt hat sich massiv verändert

Wandelanleihen outperformen Mischportfolios in Zeiten steigender Zinsen

Nicht nur bei fallenden Märkten spielen Wandelanleihen ihre Stärke aus. Auch in Zeiten steigender Zinsen lässt sich eine Outperformance von Wandelanleihen feststellen. Laut einer Analyse des Wandelanleihspezialisten Fisch Asset Management kam es zu einer Outperformance von Wandelanleihen in 10 von 11 Perioden mit steigenden Zinsen im Vergleich zu einem Mischindex, welcher jeweils zu 50% aus Aktien und Anleihen besteht.

Abbildung 3: Entwicklung Wandelanleihen bei steigenden Zinsen

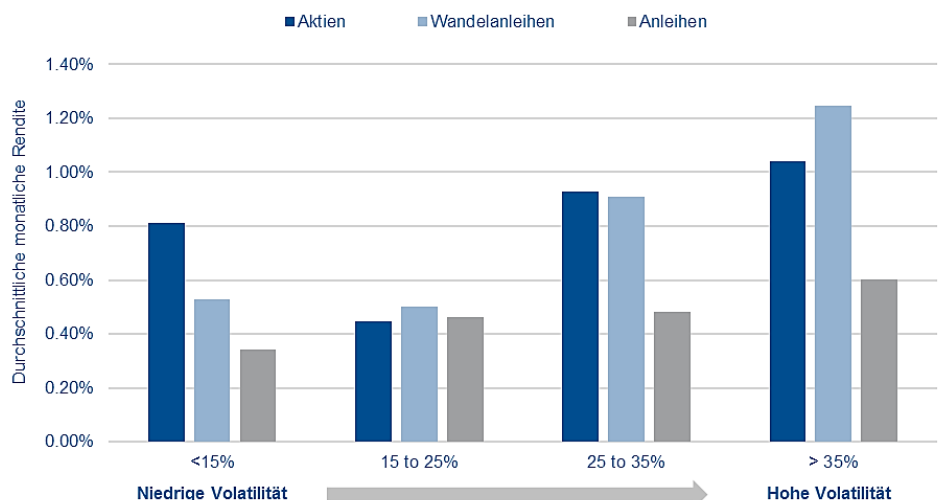
Wann	Wandelanleihen	50:50 Mischindex	Outperformance von WA gegenüber 50:50
September 1998 bis Januar 2000	56.2%	20.5%	+35.7%
Oktober 2001 bis März 2002	4.1%	2.7%	+1.4%
Mai 2003 bis Mai 2004	8.2%	11.2%	-2.9%
Juni 2005 bis Juni 2006	13.2%	8.2%	+5.0%
März 2008 bis Juni 2008	-0.3%	-1.6%	+1.3%
Dezember 2008 bis März 2010	43.9%	20.6%	+23.3%
September 2010 bis März 2011	9.2%	6.0%	+3.2%
Juli 2012 bis August 2013	16.4%	10.1%	+6.3%
Januar 2015 bis Juni 2015	4.4%	1.2%	+3.2%
Juli 2016 bis Januar 2017	4.6%	1.1%	+3.5%
August 2017 bis April 2018	4.1%	3.8%	+0.3%

Quelle: Thomson Reuters Global Vanilla Hedged CB Index (USD), MSCI World Total Return (USD), Bloomberg Barclays Global Aggregate Hedged (USD)
 Notiz: Basierend auf monatlichen Daten und monatlich angepasst

Quelle: Fisch Asset Management, Bloomberg

Auch die Stärke von Wandelanleihen in volatilen Marktphasen lässt sich historisch belegen. Wie eine Auswertung von Fisch AM belegt, zeigen Wandelanleihen in Marktphasen mit hoher Volatilität die im Vergleich zu Aktien und Anleihen stärkste Performance.

Abbildung 4: Performance von Wandelanleihen in Zeiten erhöhter Volatilität



Quelle: Fisch Asset Management

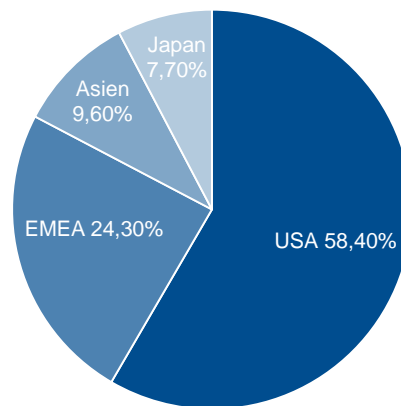
Wandelanleihen im Portfoliomanagement

Aktuelle Marktsituation und Marktteilnehmer

Der Sekundärmarkt für Wandelanleihen ist mit einem Volumen von ca. 450 Mrd. USD und rund 1.700 Emissionen global betrachtet relativ klein. Um es in einen Kontext zu setzen:

Der Börsenwert von Apple als auch Microsoft beträgt derzeit rund 1.000 Mrd. USD. US-amerikanische Wandelanleihen machen den größten Teil des Marktes aus – mit einem Anteil von mehr als 50%. In Europa spielt der französische Markt im Wandelanleihenbereich relativ die größte Rolle noch vor dem deutschen Markt.

Abbildung 5: Globaler Wandelanleihenmarkt nach Regionen



Quelle: Calamos Investments, BofA Merrill Lynch Global Research

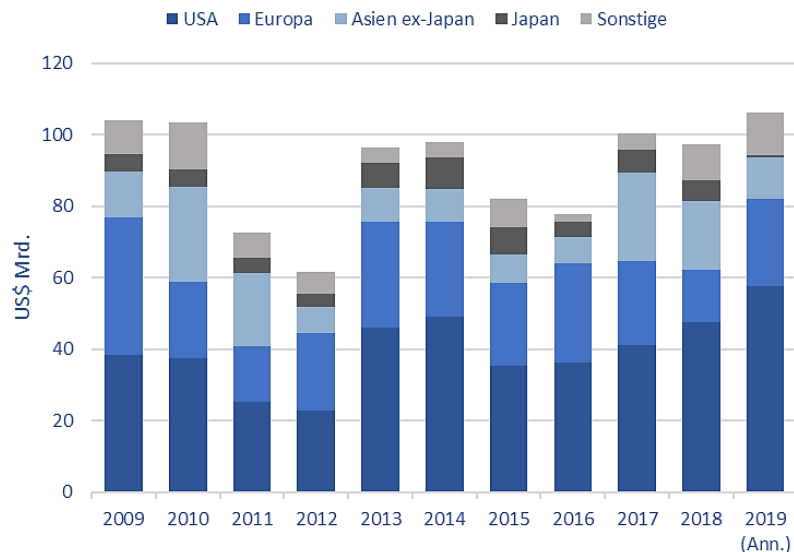
Selbst große Asset Manager haben selten eigene Wandelanleihenteams

Angesichts der überschaubaren Größe des Marktes überrascht daher auch nicht, dass es nicht viele Asset Manager gibt, die das Marktsegment mit einem dedizierten Wandelanleihenteam abdecken. Selbst bei den großen Asset Managern gibt es daher nicht immer eigene Teams für Wandelanleihen.

Da das Verständnis für diese Assetklasse bei vielen Asset Managern insofern nicht besonders ausgeprägt ist, erfolgt die Nachfrage nach Wandelanleihen vor allem von spezialisierten Anbietern. Im internationalen Maßstab kleinere Asset Manager mit starker Spezialisierung auf das Thema Wandelanleihen verfügen daher oft über größere Researchkapazitäten und Investmentteams als dies bei den großen Universalanbietern der Fall ist.

Wie bereits oben erläutert, wurde der Markt bis zur Finanzkrise 2008 stark von Hedgefonds bestimmt. Mit den so genannten Convertible Arbitrage-Strategien setzen Hedgefonds auf Gewinne über Arbitragegeschäfte durch Ausnutzung von Preisdiskrepanzen zwischen dem Wert einer Wandelanleihe und dessen Replizierung aus Anleihe und Call-Option. Die Dominanz von Hedgefonds trug wie oben erläutert zu Marktverwerfungen während der Finanzmarktkrise bei. Heute spielen Convertible Arbitrage-Strategien, gerade im konvexen Bereich, nur noch eine untergeordnete Rolle.

Abbildung 6: Jährliche globale Wandelanleihen Emissionen



Quelle: Fisch Asset Management, Thomson Reuters, Daten 2009 bis September 2019

Emissionsvolumen betrug 2018 rund 100 Mrd. USD

Das Emissionsvolumen ist mit einem Betrag von rund 100 Mrd. USD im Jahr 2018 zwar absolut betrachtet ebenfalls relativ überschaubar. Allerdings machen Neuemissionen 25% des Sekundärmarktes aus. Die Marktdynamik im Primärmarkt ist damit deutlich stärker ausgeprägt als dies etwa im Aktienmarkt der Fall ist.

Emittenten kehren dementsprechend häufig an den Primärmarkt zurück und sind damit auch stark von institutionellen Investoren im Primärmarkt abhängig. Es überrascht daher nicht, dass Neuemissionen von Wandelanleihen dementsprechend sehr konservativ bepreist sind und im Regelfall Zeichnungsgewinne versprechen. Das Emissionsvolumen im Primärmarkt ist positiv mit der Höhe der Marktzinsen korreliert. Denn insbesondere in Marktphasen mit höheren Zinsen greifen Unternehmen gerne zu Wandelanleihen, um die Finanzierungskosten im Vergleich zu Anleihen zu senken.

Die gute Vernetzung der Asset Manager mit Emittenten von Wandelanleihen und Investmentbanken ist ein entscheidendes Erfolgskriterium für eine gute Zuteilungsquote bei erfolgversprechenden Neuemissionen. Auf Wandelanleihen spezialisierte Anbieter schneiden hier besonders gut ab. Denn sie sind aufgrund der Tatsache, dass sie besonders häufig am Primärmarkt auftreten und Emittenten sowie Brokern aufgrund ihres tiefen Marktwissens über ihre Zeichnungsbereitschaft wichtige Informationen zur Bepreisung der Wandelanleihen liefern können, besonders gefragt.

Technologietitel mittlerweile in den Wandelanleiheindizes prominent vertreten

Der Markt ist aufgrund der relativ kurzen Duration von Wandelanleihen und der angesprochenen hohen Umschlagshäufigkeit sehr dynamisch. Dementsprechend schnell kann sich die Struktur des Marktes verändern. Dominierten vor über zehn Jahren noch Finanzwerte, sind mittlerweile Technologietitel in den Wandelanleiheindizes prominent vertreten. Das hohe Technologiegewicht belegt den eingangs erwähnten Wachstums-Bias des Wandelanleiheensegmentes. Auch der Kommunikationssektor ist mit einem Anteil von 14% im Thomson Reuters Global Convertible Bond Index relativ hoch gewichtet. Sektoren, in denen traditionell Blue Chips dominieren und welche etwa in den globalen Aktienindizes prominent vertreten sind, wie etwa Hauptverbrauchsgüter und Industrie, haben konsequenterweise ein relativ geringes Gewicht.

Tabelle 2: Sektorzusammensetzung Thomson Reuters Global Vanilla Convertible Bond Index

Sektor	Gewicht in %
Technologie	23,9
Finanzen	17,2
Kommunikation	14,4
zykl. Konsum	12,4
Health Care	11,2
Industrie	6,9
Rohstoffe	6,2
Energie	3,3
Versorger	2,8
Basiskonsumgüter	1,8

Quelle: Fisch Asset Management, August 2019

Auch bei der Betrachtung der Top 10 Gewichte fällt die Diskrepanz zu den Aktienindizes auf. Keiner der Titel in der folgenden Tabelle findet sich in der Top 10 Liste der globalen Aktienschwergewichte.

Tabelle 3: Top 10 Positionen Thomson Reuters Global Vanilla Convertible Bond Index

Unternehmen	Sektor	Gewicht in %
WELLS FARGO CO/7.5%/PERP	Finanzen	2,00
BANK OF AMER CRP/7.25%/PERP	Finanzen	1,76
AMERICA MOVIL(KPN)/0%/28.05.2020	Kommunikation	1,28
ADVANCED MICRO/2.125%/01.09.2026	Technologie	1,26
DISH NETWORK/144A/3.375%/15.08.2026	Kommunikation	1,08
MICROCHIP TECH/1.625%/15.02.2025	Technologie	0,95
TELECOM ITALIA/1.125%/26.03.2022	Kommunikation	0,87
CHINA EVERGRANDE/4.25%/14.02.2023	Finanzen	0,80
MICROCHIP TECH/1.625%/15.02.2027	Kommunikation	0,78
CAESARS ENT/5%/01.10.2024	Hauptverbrauchsgüter	0,75

Quelle: Fisch Asset Management, August 2019

Wandelanleihefonds unterscheiden sich hinsichtlich ihres Risikos deutlich voneinander

Wie unterscheiden sich verschiedene Wandelanleihenfonds?

Die meisten Wandelanleihenmanager konzentrieren sich auf Investments in Wandelanleihen im konvexen Bereich. Trotzdem unterscheiden sich Wandelanleihefonds hinsichtlich ihres Risikos deutlich voneinander. Je nach Positionierung des Portfolios auf der oben erläuterten asymmetrischen Kurve kann ein Portfolio sehr defensiv und anleihenähnlich oder offensiv und aktienähnlich ausgerichtet sein. Daneben existieren auch Fonds, die sich entweder nur im konvexen Bereich oder innerhalb des kompletten Wandelanleihenuniversums bewegen.

Defensive Fonds haben in der Regel ein Portfoliodelta von weniger als 0,5 und typischerweise eine sehr niedrige High-Yield Quote und ein entsprechend hohes durchschnittliches Rating der Wandelanleihen. Offensivere Produkte verfügen über ein höheres Portfoliodelta und oft über eine höhere High-Yield Quote und ein dementsprechend niedrigeres durchschnittliches Rating der im Portfolio enthaltenen Wandelanleihen.

Was die regionale Ausrichtung betrifft, dominieren aufgrund des hohen Gewichts von US-Titeln im Universum Fonds mit Schwerpunkt USA. Weltweit anlegende Wandelanleihen-

fonds machen allerdings aus Sicht des Anlegers aufgrund des Diversifikationseffektes Sinn. Von der Charakteristik her unterscheiden sie sich jedenfalls deutlich. So haben Wandelanleihen aus den USA oft eine höhere Korrelation zu Aktienmärkten, während europäische Wandelanleihen stärker mit Anleihenmärkten korreliert sind.²

Die meisten Wandelanleihenmanager definieren einen Index als Benchmark für das jeweilige Portfolio. Der Index soll die Charakteristik der Wandelanleihen, in welche der Fonds investiert, definieren und die relative Performance der Strategie messen. Die Indexfamilie von Thomson Reuters ist global betrachtet für Wandelanleihen am weitesten verbreitet. Indizes von Thomson Reuters sind damit auch die Standard-Benchmark für die meisten Wandelanleihenfonds. Die Indizes decken neben dem globalen Wandelanleihenuniversum auch verschiedene Regionen und Segmente ab. So existieren neben Indizes, die das komplette Wandelanleihenuniversum abdecken, auch Indizes mit Fokus auf Anleihen mit einem bestimmten Rating oder Konvexität.

Marktanteil von ETFs im Wandelanleihebereich unter 2%

Während passive Fonds in vielen Marktsegmenten über die letzten Jahre hinweg immer beliebter geworden sind, ist der Marktanteil von ETFs im Wandelanleihebereich noch verschwindend gering, mit einem geschätzten Marktanteil von weniger als 2%.

Die Berücksichtigung von ESG-Faktoren wird auch im Portfoliomanagement immer bedeutsamer. Was bei Aktienfonds bei vielen Anbietern schon Standard ist, hält mittlerweile auch im Wandelanleiheensegment Einzug. Führende Anbieter von Wandelanleihenfonds wie Fisch Asset Management und Union Investment haben mittlerweile auch Fonds im Angebot, die Nachhaltigkeitsfaktoren im Investmentprozess berücksichtigen.

Quantitative Betrachtung auf Basis der Scope Peergroups

Scope hat die Performance und das Risikoverhalten der Peergroup für globale Wandelanleihen im Vergleich zu den Peergroups für globale Aktien sowie der Peergroup Renten globale Währungen untersucht.

Scope fasst in der Peergroup „Wandelanleihen Global“ insgesamt 55 Wandelanleihenfonds mit globaler Ausrichtung zusammen. In den Vergleichsgruppen Aktien global und Renten globale Währungen werden insgesamt 824 bzw. 359 Fonds betrachtet.

Performance: globale Wandelanleihenfonds zwischen Aktien- und Rentenfonds

Globale Wandelanleihenfonds liegen auf die langfristige Performance bezogen zwischen weltweit anlegenden Aktien- und Rentenfonds. Über zehn Jahre betrachtet machten Wandelanleihenfonds mit einer annualisierten Performance von 5,9% fast zwei Drittel der Aufwärtsbewegung der Aktienfonds mit, welche im gleichen Zeitraum 9,2% p.a. erzielten. Gleichzeitig liegen sie über zehn Jahre mit einem Performancevorsprung 1,8% p.a. signifikant über den betrachteten Rentenfonds.

Tabelle 4: Performance der Peergroup Wandelanleihen global im Vergleich

	Wandelanleihen Welt	Aktien Welt	Renten globale Währungen
Performance 1 Jahr	4,5%	4,7%	7,6%
Performance 3 Jahre (p.a.)	3,0%	7,7%	1,5%
Performance 5 Jahre (p.a.)	4,3%	8,0%	3,4%
Performance 10 Jahre (p.a.)	5,9%	9,2%	4,1%

Quelle: Scope Analysis, per 31.7.2019

Auch auf der Risikoseite zeigt sich, dass Wandelanleihenfonds gemessen an Volatilität und maximalen Verlust zwischen Aktien- und Rentenfonds liegen. Im Vergleich zu Aktien zeigt sich das deutlich reduzierte Risiko der Anlageklasse: Die Volatilität ist mit 5,7% nur etwa

² Geert Van Campenhout and Rosanne Vanpée (2013): Equity and Bond Exposure of Convertible Bond Funds: Region Matters

halb so hoch wie bei Aktienfonds. Beim maximalen Verlust stehen -7,2% gegen -13,3%. Risiko-adjustiert zeigt sich interessanterweise kein signifikant großer Unterschied der Kategorie Wandelanleihen im Vergleich zu Aktien- und Rentenfonds. Die Sharpe Ratio über 10 Jahre liegt mit einem Wert von jeweils 0,8 bei Wandelanleihen- und Aktienfonds im Vergleich zu 0,7 bei Rentenfonds eng beieinander.

Tabelle 5: Risikofaktoren der Peergroup Wandelanleihen global im Vergleich

	Wandelanleihen Global	Aktien Global	Renten globale Währungen
Volatilität	5,7%	11,2%	4,1%
Max. Verlust (6 Monate)	-7,2%	-13,3%	-5,6%
Sharpe Ratio 3 Jahre	0,6	0,7	0,5
Sharpe Ratio 10 Jahre	0,8	0,8	0,7

Quelle: Scope Analysis, per 31.7.2019

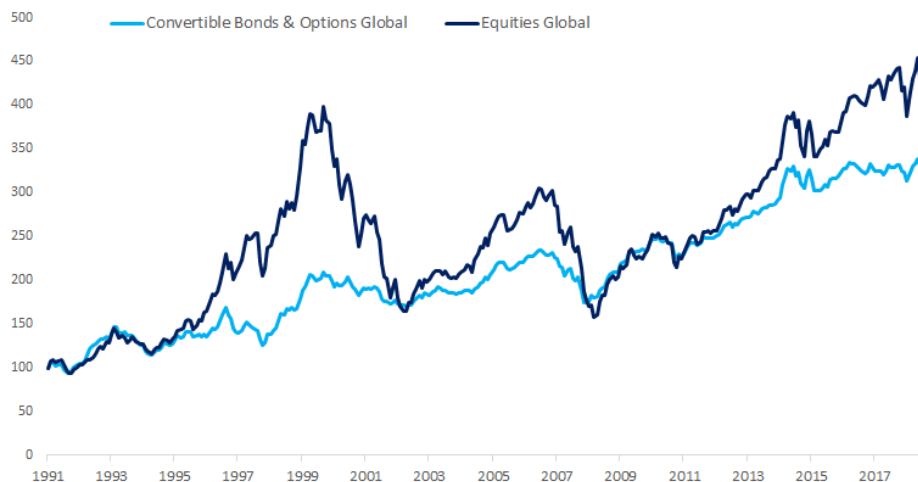
Wie Abbildung 7 zeigt, konnten sich sowohl Aktien- als auch Wandelanleihenfonds über einen Zeitraum von mehr als 25 Jahren aufwärtsbewegen. Wie aus der Abbildung ersichtlich wird, erfolgt dies bei Wandelanleihen jedoch deutlich stetiger, während sie sich in Korrekturphasen, wie oben beschrieben, deutlich besser schlagen.

Tabelle 6: Die zehn größten Wandelanleihefonds der Scope Peergroups

Fonds	Peergroup	KAG	ISIN	Vol. (Mio. EUR)	Perf. 3J (p.a.)	Volatilität
UBS (Lux) Bond Sicav - Convert	Wandel- und Optionsanleihen Welt EURO-Hedged	UBS Fund Management	LU0203937692	3.686	4,08%	6,01%
LO Funds - Convertible Bond	Wandel- und Optionsanleihen Welt EURO-Hedged	Lombard Odier	LU0159201655	2.927	0,32%	4,47%
Lazard Convertible Global	Wandel- und Optionsanleihen Welt	Lazard Freres	FR0010858498	2.553	10,85%	6,73%
Schroder ISF Global Conv Bond	Wandel- und Optionsanleihen Welt	Schroder	LU0351442180	1.615	4,93%	7,34%
NN (L) Global Convertible Opps	Wandel- und Optionsanleihen Welt EURO-Hedged	NN Investment.	LU1165177103	1.404	2,15%	5,32%
JPM Global Convertibles	Wandel- und Optionsanleihen Welt EURO-Hedged	JPMorgan Asset Management	LU0210533500	1.248	2,55%	6,08%
FISCH Convertible Global Defensive Fund	Wandel- und Optionsanleihen Welt EURO-Hedged	Fisch Asset Management	LU0162829799	1.097	0,77%	3,93%
CS (Lux) AgaNola Global Convertible	Wandel- und Optionsanleihen Welt	Credit Suisse Fund Management	LU0458985982	940	5,11%	6,93%
DWS Invest Convertibles	Wandel- und Optionsanleihen Welt EURO-Hedged	DWS Investment	LU0179219752	927	1,70%	5,48%
Salar A1 USD	Wandel- und Optionsanleihen Welt	Ferox Capital	IE00B2PLHH71	825	2,94%	6,45%

Quelle: Scope Analysis, 31.07.2019, Die Risikoprofile der Fonds unterscheiden sich deutlich, weshalb die Performance der Fonds nicht ohne Weiteres vergleichbar ist.

Abbildung 7: Performance der Peergroup Aktien Global vs. Wandelanleihen global

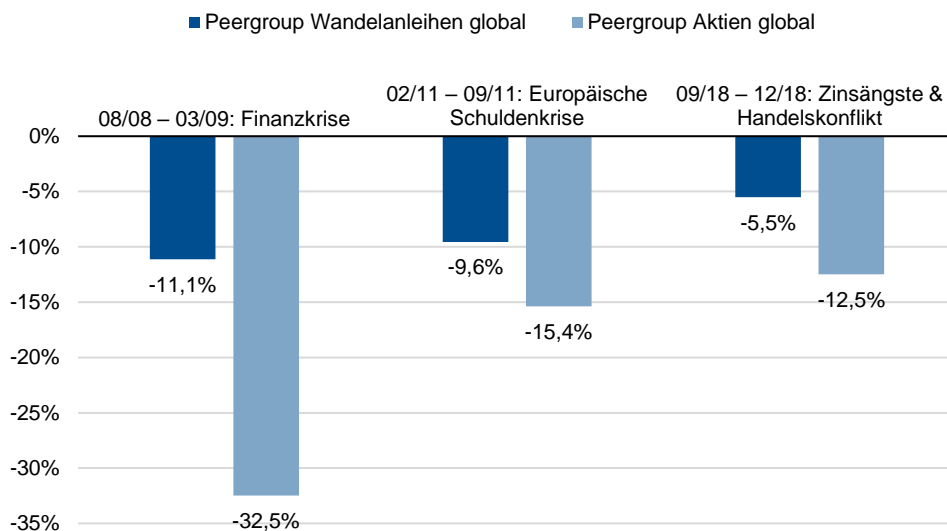


Quelle: Scope Analysis, per 31.7.2019

Unter Stress: Wandelanleihen mit deutlich geringeren Verlusten als Aktien

Scope hat drei starke Marktkorrekturphasen der letzten zehn Jahre betrachtet – und zwar die Finanzmarktkrise im Jahr 2008, die europäische Schuldenkrise in 2011 und die jüngste starke Marktkorrektur im vierten Quartal 2018. An diesen Beispielen wird wiederum einer der wesentlichen Vorteile von Wandelanleihen deutlich: Die Peergroup Wandelanleihen verliert im Vergleich zu Aktien signifikant weniger als die Vergleichsgruppe globale Aktien.

Abbildung 8: Performance der Peergroups in starken Marktkorrekturphasen



Quelle: Scope Analysis, per 31.7.2019

In stark volatilen Marktphasen verändert sich die Charakteristik einer Wandelanleihe schnell

Niedrige Markteffizienz erhöht Outperformancechancen

Wandelanleihen- deutlich illiquider als Aktienmarkt

Wandelanleihen und aktives Management

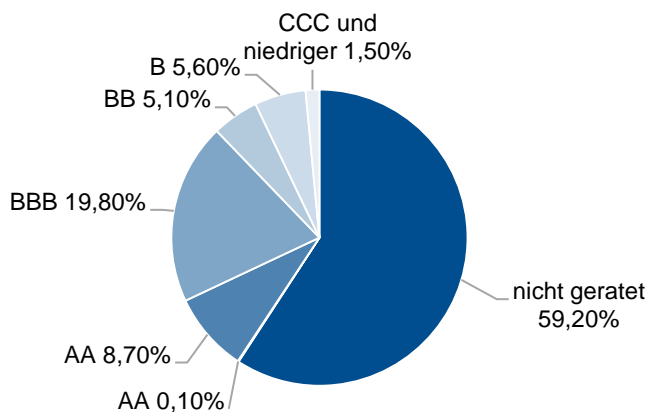
Wandelanleihen sind auch aus Sicht professioneller Anleger eine anspruchsvolle Assetklasse. Dies liegt nicht nur daran, dass es nur sehr wenige große spezialisierte Wandelanleihenteams am Markt gibt und der gesamte Wandelanleihenmarkt im Vergleich zu anderen Märkten eine Nische darstellt. Hinzu kommt, dass sich die Charakteristik der Wandelanleihe je nach Performance der unterliegenden Aktie laufend verändert.

In stark volatilen Marktphasen kann sich die Charakteristik einer Wandelanleihe daher recht schnell vom Aktien-ähnlichen in den Bond-ähnlichen Bereich oder vice versa verschieben. Ein passiver Fonds kann dementsprechend zeitweise die Merkmale eines Bondfonds und zu einem anderen Zeitpunkt wiederum die Eigenschaften eines Aktienportfolios aufweisen.

Ein aktiver Investor kann auf Marktbewegungen reagieren und das Delta des Wandelanleihenportfolios in Hinblick auf die aktuelle Marktsituation anpassen oder innerhalb eines präferierten Bereiches halten. Ein passiver und damit relativ statischer Ansatz riskiert hingegen, dass sich das Portfolio im Extremfall aufgrund von Marktbewegungen ungewollt entweder im aktien- oder anleiheähnlichen Bereich befindet.

Die Tatsache, dass ein großer Teil der Wandelanleihen nicht geratet ist, vergrößert die Eintrittsbarrieren für uninformierte Investoren. Die geringe Markteffizienz des Nischenmarktes Wandelanleihen erhöht die Outperformancechance aktiver Investoren. Denn je kleiner und intransparenter ein Markt ist, desto eher bieten sich Chancen für gut informierte aktive Anleger. Dies gilt natürlich besonders, wenn es nur relativ wenige Experten auf einem Gebiet gibt. Bei Wandelanleihen muss man sowohl den Markt und das Geschäftsmodell einer Firma verstehen, aber auch Verständnis für die Auswirkungen von Makroereignissen auf die Anleihenkomponente haben.

Abbildung 9: Aufteilung Ratings Thomson Reuters Global Convertible Bond Index



Quelle: Calamos Investments, BofA Merrill Lynch Global Research

Eine zusätzliche Herausforderung bei Wandelanleihen kann jedoch die Liquidität und dementsprechend die Handelbarkeit der Wertpapiere sein. Anders als bei Aktienmärkten ist der Wandelanleihenmarkt deutlich illiquider und erfordert insofern eine hohe Expertise im Trading. Auch hier können sich aktive Investoren mit Erfahrung im Handel der marktengen Wertpapiere potentiell positiv von ETFs abheben.

Die hohen Informations- und Hedgingkosten des Marktes sorgen für eine im Vergleich zu Aktienmärkten niedrigere Effizienz, was von aktiven Anlegern ausgenutzt werden kann.

Der Gebührenunterschied zwischen aktiven und passiven Produkten bei Wandelanleihen ist deutlich geringer als etwa bei Aktienfonds. Dies führt dazu, dass wie oben erläutert

Wandelanleihen mit attraktiver risiko-adjustierter Rendite

passive Fonds bei Wandelanleihen kaum eine Rolle spielen und nur ein geringer einstelliger Prozentanteil des Marktes in indexnachbildenden ETFs angelegt ist. Außerhalb den USA sind passive Fonds praktisch nicht existent und der Markt daher auch nicht entwickelt.

In der Summe lassen sich insofern zahlreiche Argumente anführen, welche für einen aktiven Ansatz bei Wandelanleihen sprechen. In der Tat zeigen Untersuchungen von Scope, dass das Outperformance Ratio von Fonds in ineffizienteren Märkten im Vergleich zu effizienteren Märkten tendenziell höher ist. Dies lässt sich auch für Wandelanleihen Peergroups belegen, die sich durch ein vergleichsweise hohes Outperformance Ratio auszeichnen.

Wandelanleihen für Institutionelle Investoren

Wandelanleihen im Portfoliokontext – strategische und taktische Asset Allokation

Das attraktive Rendite-/Risikoprofil macht Wandelanleihen auch als Baustein eines Multi-Asset Portfolios interessant. So haben Wandelanleihen wie oben erläutert im Vergleich zu traditionellen Assetklassen wie Aktien und Anleihen historisch betrachtet eine attraktive risiko-adjustierte Rendite, gemessen an der Sharpe-Ratio.

Zusätzlich ist die Korrelation von Wandelanleihen zu Staatsanleihen und Anleihen mit Investmentgrade relativ niedrig. In einem Multi-Asset Portfolio ergeben sich insofern Diversifikationschancen durch eine Allokation in Wandelanleihen zusätzlich zu Aktien und Anleihen.

Abbildung 10: Thomson Reuters Global Convertible Bond Index

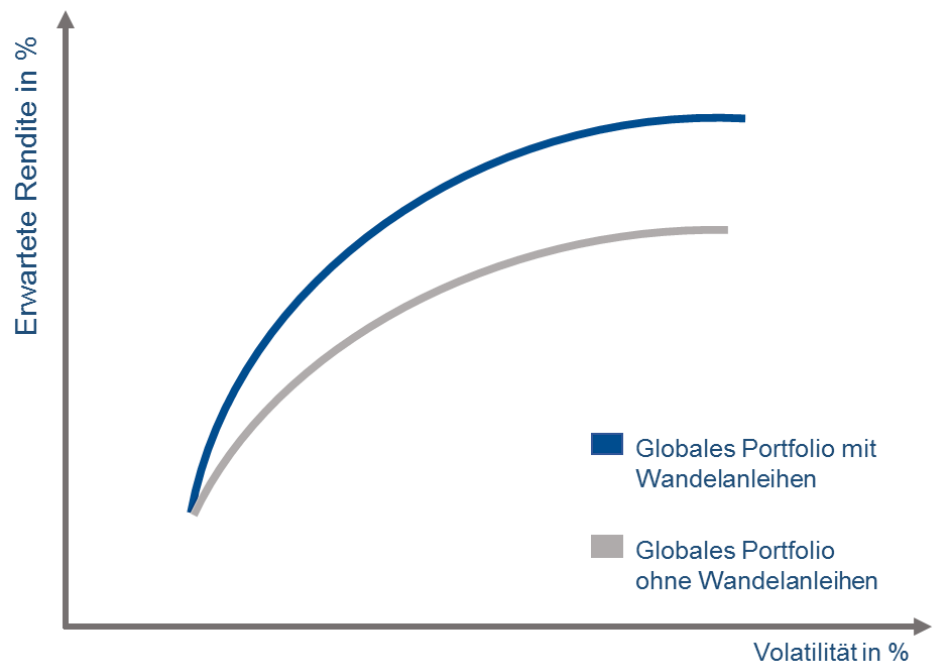
Correlation Matrix					
<i>(Jan. 1998 - Apr. 2018)</i>					
	Merill Lynch Convertibles (*)	ML BBB US Corporate	ML US High Yield	ML US Government 3-5 years	MSCI Global
Merrill Lynch Convertibles (*)	1,0				
ML BBB US Corporate	0,5	1,0			
ML US High Yield	0,8	0,7	1,0		
ML US Government 3-5 years	-0,3	0,4	-0,2	1,0	
MSCI Global	0,9	0,3	0,7	-0,4	1,0

Source: Bloomberg, DPAM
(*) Merrill Lynch Global Convertible Bonds

Quelle: Calamos Investments, BofA Merrill Lynch Global Research

Abbildung 11 zeigt eine potentielle Verbesserung des Rendite/Risiko Profils durch die Aufnahme von Wandelanleihen. Die Effizienzkurve verschiebt sich nach links und führt zu einer verbesserten Rendite pro Risikoeinheit, gemessen an der Volatilität des Portfolios.

Abb. 11: Verbessertes Rendite-Risiko-Profil durch Wandelanleihen



Auch für Investoren, die grundsätzlich positiv in Hinblick auf die Entwicklung des Aktienmarktes sind, ihr Portfolio allerdings gegen eine erwartete höhere Volatilität des Marktes absichern wollen, kann eine Aufnahme von Wandelanleihen Sinn machen. Im Fokus werden wiederum meistens Wandelanleihen im konvexen Bereich stehen, die ein ausgeglichenes Verhältnis zwischen Bond- und Aktienkomponente liefern.

Wandelanleihen kommen darüber hinaus auch als Bestandteil einer taktischen Asset Allokation in Frage. Wie oben erläutert schlagen sich Wandelanleihen insbesondere in Zeiten von Zinserhöhungszyklen im Vergleich zu Anleihen aufgrund der geringeren Zinsensitivität deutlich besser. Wandelanleihen können insofern aus Investorensicht eine interessante Portfoliobeimischung in Zeiten steigender Zinsen sein.

Wandelanleihen im Non-Investment Grade Bereich schlagen sich in einem Zinserhöhungszyklus in der Regel übrigens besser als Wandelanleihen im Investment-Grade Zyklus. Dies hängt damit zusammen, dass Zinsen normalerweise in einem starken ökonomischen Umfeld steigen, einhergehend mit steigenden Unternehmensgewinnen und Cash Flows, und daher in der Regel sinkenden Credit Spreads.

Wandelanleihen als sinnvolle Ergänzung traditioneller Anlageklassen

In der Summe lässt sich also festhalten, dass Wandelanleihen eine sinnvolle Ergänzung traditioneller Anlageklassen wie Aktien und Renten darstellen können. Allerdings haben nicht alle Investoren aufgrund des spezialisierten Marktwissens, das ein Investment in Wandelanleihen erfordert, auch die nötige Expertise, um selbst in Wandelanleihen zu investieren.

Oftmals wird das Management der Wandelanleihenposition daher an einen Asset Manager im Rahmen eines Mandates oder über die Investition in einen Publikumsfonds abgegeben. Als wichtiges Entscheidungskriterium für die Auswahl des Managers gilt neben der Größe des Wandelanleihe Teams, die Erfahrung des Managers mit der Assetklasse und die Abstimmung der Produkte auf die Kundenbedürfnisse.

Je nach strategischer Ausrichtung und Markteinschätzung stehen dem institutionellen Anleger verschiedene Strategievarianten zur Verfügung: Angefangen von eher defensiven Fonds mit einem niedrigen Delta bis hin zu offensiv ausgerichteten Fonds mit einem

entsprechend höheren Delta oder alternativ flexiblen Fonds. Daneben stellt sich für den Investor die Frage nach der Währungsabsicherung. Denn ein großer Teil des globalen Wandelanleihenuniversums besteht aus nicht in Euro notierten Wertpapieren. Daneben gewinnt wie oben erläutert auch das Angebot an Fonds mit ESG-Ansatz an Bedeutung.

Exkurs: Solvency II Richtlinie

Ein bisher in dieser Studie nicht besprochener Vorteil von Wandelanleihen aus Sicht von Versicherungsunternehmen ist, dass nach der Solvency II Richtlinie (kurz: Solvency II) Wandelanleihen im Vergleich zu Aktien bevorzugt behandelt werden.

Dies ist insofern relevant, als dass Versicherer aufgrund des aktuellen Niedrigzinsumfeldes Schwierigkeiten haben, eine hinreichende Rendite auf ihren Kapitalanlagen zu erzielen. Ein hoher Investitionsanteil in höher rentierende Aktienmärkte ist aufgrund der seit 2016 geltenden Solvency II in der Tendenz schwieriger geworden, denn eine Investition in die vergleichsweise volatilen und damit riskanteren Aktienmärkte verlangt von den Versicherern eine relativ hohe Eigenkapitalunterlegung. Bei Aktien aus OECD Ländern beträgt die Kapitalanforderung im Standardfall 39%, was sich aber aufgrund der Anpassungsregel, welche die Performance der Aktienmärkte während der letzten drei Jahre berücksichtigt, um 10% nach oben oder unten bewegen kann.

Die Eigenkapitalunterlegung von Wandelanleihen nach Solvency II hängt vom Zinsniveau, der unterliegenden Aktie, der Kreditqualität sowie dem Währungsrisiko ab. Wandelanleihen benötigen im Solvency II Framework gegenüber Aktien typischerweise eine deutlich niedrigere Eigenkapitalunterlegung. So reduziert das Aktien Delta der Wandelanleihe das Eigenkapitalrisiko. Das niedrigere Zinsrisiko ist ein weiterer positiver Faktor.

Darüber hinaus sorgt die Konvexität der Wandelanleihe und der positive Einfluss der Volatilität auf die Bewertung der Wertpapiere für eine weitere Absenkung der Kapitalanforderungen von Solvency II gegenüber Aktien.

Wandelanleihen sind daher aufgrund ihres attraktiven Rendite/Risikoprofils bei gleichzeitig relativ geringer Eigenkapitalunterlegung eine attraktive Anlageklasse für Versicherungen und damit potenziell ein guter Ersatz für die Aktienposition.

Wandelanleihen gegenüber
Aktien mit geringerer
Eigenkapitalunterlegung



Stephanie Zwick, Leiterin des Wandelanleihen-Teams bei Fisch Asset Management

Wandelanleihenmanagement in der Praxis

Interview mit Stephanie Zwick, Leiterin des Wandelanleihen-Teams bei Fisch Asset Management

Wann sind Sie erstmals mit Wandelanleihen in Berührung gekommen und was reizt Sie persönlich an dieser Assetklasse?

Die „Wandler“ sind mir als Exot unter den Bondstrukturen das erste Mal in meinem Finanzstudium begegnet. Später in der Praxis bei der UBS Global Asset Management erfuhr ich konkret, was dieses Instrument zu bieten hat und was es auch braucht, um erfolgreich in diesem Markt zu investieren. Als Portfoliomanagerin bei Fisch habe ich mich den Wandelanleihen voll verschrieben. Mich reizt vor allem die anspruchsvolle Komplexität, die sich daraus ergibt, dass Wandelanleihen die eigentlich getrennten Eigen- und Fremdkapitalmärkte in einem Instrument zusammenführen.

Wenn Investoren Sie fragen: Was sind die größten Vor- und Nachteile von Wandelanleihen?

Die größten Vorteile sind die aktienähnliche Performance bei zugleich deutlich niedrigerer Volatilität, das bessere Drawdown-Verhalten und die überzeugende Performance in Phasen steigender Zinsen. Der größte Nachteil aus Investorensicht ist sicher die hohe Komplexität. Investoren müssen sowohl die Aktien- als auch die Kreditkomponente im Detail analysieren. Hinzu kommt die heterogene Ausgestaltung der einzelnen Wandelanleihen sowie die überschaubare Marktgröße von derzeit 450 Mrd. US-Dollar.

Warum finanzieren sich nicht mehr Unternehmen mittels Wandelanleihen?

Eine wichtige Motivation für Unternehmen, Wandelanleihen zu emittieren, ist die Reduktion der Zinsaufwendungen. Denn Wandelanleihen haben einen niedrigeren Kupon als vergleichbare herkömmliche Anleihen. Da die Zinsen jedoch aktuell so tief sind, ist der relative Zinsvorteil kaum noch spürbar. Dies erklärt das momentan eher zurückhaltende Emissionsgeschehen. Hinzu kommt, dass Wandelanleihen auch für Finanzvorstände häufig ein eher komplexes Instrument sind. Gewöhnliche Anleihen und Aktien sind als Finanzierungsinstrument viel greifbarer und vertrauter.

Was unterscheidet die Arbeit eines Managers von Wandelanleihen im Vergleich zu Aktien- oder Rentenfondsmanager?

Der grundlegende Unterschied ist, dass wir sowohl die Aktien- also auch die Rentenseite der Wandelanleihe analysieren. Wir kombinieren also die Arbeiten beider Manager. Allerdings gibt es auch hier feine Unterschiede. Im Unterschied zum Aktienmanager haben wir es mit einer begrenzten Laufzeit zu tun aufgrund der Fälligkeit der Wandelanleihe. Auch bei der Analyse der Anleihenkomponente gibt es Unterschiede zum Rentenfondsmanager. Für uns ist weniger die relative Attraktivität der Anleihe oder das Potenzial der Spread-einengung ausschlaggebend, sondern im Zentrum steht der Bond Floor – also wie solide ist der Emittent, damit wir Rückschlüsse auf die Konvexität ziehen können.

Bei Fonds, die in Wandelanleihen investieren, dominieren aktive Fondsmanager. Warum? Gibt es keine adäquaten Indices, um darauf ETFs aufzulegen?

Derzeit werden nur rund 2% der globalen Wandelanleihen passiv verwaltet. Eine große Hürde für passive Investments stellen die Transaktionskosten und die Liquidität dar, die eine Replikationsstrategie sehr kostspielig machen. Ein weiterer nicht zu unterschätzender Punkt ist die Deltasteuerung. Über die Zeit verändert sich die Aktiensensitivität einer Wandelanleihe. Dies gilt nicht nur für das einzelne Instrument, sondern sogar für den gesamten Wandelanleihenmarkt. Bei einem passiven Investment ist der Investor dieser Deltaveränderung voll ausgeliefert.

Was sind die wichtigsten Veränderungen im Wandelanleihenmarkt in den vergangenen Jahren?

Der Wandelanleihenmarkt ist per se ein sehr dynamischer Markt, der sich Jahr für Jahr mit rund einem Viertel des Marktvolumens durch Neuemissionen erneuert. In den vergangenen Jahren haben wir einen verstärkten Technologie-Fokus gesehen. Heute entfallen rund 20% des Universums auf Technologiewerte. Außerdem sehen wir in den letzten Jahren vermehrt sogenannte „Equity-neutral Deals“. Bei diesen Emissionen erwirbt der Emittent bei der Ausgabe einer Wandelanleihe gleichzeitig Aktienkaufoptionen. Der Vorteil für den Emittenten besteht darin, dass es zu keiner Verwässerung der Aktie kommt.

Ein immer relevanteres Thema beim Investieren ist ESG? Welche Rolle spielt es in Ihrem Investmentprozess?

Ja, so auch bei uns. Wir berücksichtigen in unserer Anlagephilosophie ESG-Faktoren über die gesamte Produktpalette hinweg. So investieren wir beispielsweise grundsätzlich nicht in Hersteller von geächteten Kriegswaffen. Wir integrieren Nachhaltigkeits-Research in unsere fundamentale Unternehmensanalyse. Außerdem führen wir – wo es angebracht ist – einen Dialog mit Unternehmen zu Nachhaltigkeitsaspekten. Verantwortungsvolles Investieren hilft uns dabei, zusätzliche Chancen und Risiken bei der Emittentenauswahl zu identifizieren.

Bieten Sie auch eine explizite nachhaltige Wandelanleihenstrategie an?

Ja, auch das. Unsere Global Sustainable Strategie unterliegt einem stringenten Nachhaltigkeitsfilter, der für uns von einem externen Nachhaltigkeitsresearch-Anbieter erstellt wird. Wie der mittlerweile 10-jährige Performancenachweis der Strategie beweist, hat Nachhaltigkeit sogar einen positiven Einfluss auf die erzielte Rendite.

Eine letzte Frage: Warum sind sogenannte CoCo Bonds in ihren Portfolios nicht vertreten?

CoCos bieten nicht die gewünschte Konvexität bzw. das asymmetrische Kursverhalten. CoCos sind nämlich so ausgestaltet, dass sie im Gegensatz zu klassischen Wandelanleihen zur Wandlung zwingen – und zwar bei Unterschreitung vorher definierter Kapitalausstattung, um das Eigenkapital des Emittenten zu stärken. Investoren werden also im schlechten Fall zur Wandlung gezwungen und damit bieten diese Wandler im Extremfall sogar negative Konvexität. Absolut nicht das, was wir für unsere Portfolios suchen.

Frau Zwick, vielen Dank für das informative Gespräch!

Zur Person: Stephanie Zwick ist Leiterin des Wandelanleihen-Teams bei Fisch Asset Management. Neben ihrer langjährigen Funktion als verantwortliche Portfoliomanagerin für die opportunistische Wandelanleihenstrategie ist sie auch für strategische Entscheidungen in Bezug auf Personalfragen und Teamentwicklung, die Positionierung der bestehenden Produktpalette, die Lancierung von neuen Wandelanleihenstrategien sowie die Weiterentwicklung der Investitionsprozesse zuständig. Sie hat an der Maastricht University, Niederlande studiert und zuvor bei der UBS AG in Zürich gearbeitet.



Wandelanleihen Research Guide – Potenziale einer unterschätzten Assetklasse

Scope Analysis GmbH

Headquarters Berlin

Lennéstraße 5
D-10785 Berlin

Tel. +49 30 27891-0

info@scopeanalysis.com
www.scopeanalysis.com

Frankfurt am Main

Neue Mainzer Straße 66-68
D-60311 Frankfurt am Main

Tel. +49 69 66 77 389-0

Nutzungsbedingungen / Haftungsausschluss

© 2019 Scope SE & Co. KGaA und sämtliche Tochtergesellschaften, einschließlich Scope Ratings GmbH, Scope Analysis GmbH, Scope Investor Services GmbH (zusammen Scope). Alle Rechte vorbehalten. Die Informationen und Daten, die Scope's Ratings, Rating-Berichte, Rating-Beurteilungen und die damit verbundenen Recherchen und Kreditbewertungen begleiten, stammen aus Quellen, die Scope als verlässlich und genau erachtet. Scope kann die Verlässlichkeit und Genauigkeit der Informationen und Daten jedoch nicht eigenständig nachprüfen. Scope's Ratings, Rating-Berichte, Rating-Beurteilungen oder damit verbundene Recherchen und Kreditbewertungen werden in der vorliegenden Form ohne Zusicherungen oder Gewährleistungen jeglicher Art bereitgestellt. Unter keinen Umständen haftet Scope bzw. haften ihre Direktoren, leitenden Angestellten, Mitarbeiter und andere Vertreter gegenüber Dritten für direkte, indirekte, zufällige oder sonstige Schäden, Kosten jeglicher Art oder Verluste, die sich aus der Verwendung von Scope's Ratings, Rating-Berichten, Rating-Beurteilungen, damit verbundenen Recherchen oder Kreditbewertungen ergeben. Ratings und andere damit verbundene, von Scope veröffentlichte Kreditbewertungen werden und müssen von jedweder Partei als Beurteilungen des relativen Kreditrisikos und nicht als Tatsachenbehauptung oder Empfehlung zum Kauf, Halten oder Verkauf von Wertpapieren angesehen werden. Die Performance in der Vergangenheit prognostiziert nicht unbedingt zukünftige Ergebnisse. Ein von Scope ausgegebener Bericht stellt kein Emissionsprospekt oder ähnliches Dokument in Bezug auf eine Schuldverschreibung oder ein emittierendes Unternehmen dar. Scope publiziert Ratings und damit verbundene Recherchen und Beurteilungen unter der Voraussetzung und Erwartung, dass die Parteien, die diese nutzen, die Eignung jedes einzelnen Wertpapiers für Investitions- oder Transaktionszwecke selbstständig beurteilen werden. Scope's Credit Ratings beschäftigen sich mit einem relativen Kreditrisiko, nicht mit anderen Risiken wie Markt-, Liquiditäts-, Rechts- oder Volatilitätsrisiken. Die hierin enthaltenen Informationen und Daten sind durch Urheberrechte und andere Gesetze geschützt. Um hierin enthaltene Informationen und Daten zu reproduzieren, zu übermitteln, zu übertragen, zu verbreiten, zu übersetzen, weiterzuverkaufen oder für eine spätere Verwendung für solche Zwecke zu speichern, kontaktieren Sie bitte Scope Ratings GmbH, Lennéstraße 5, D-10785 Berlin.