

# Allwetter-Investment

## Mit Wandelanleihen durch die Nullzinszeit

Marc-Alexander Knieß | Stefan Schauer, Lupus alpha

Wer bis Mitte 2019 gedacht hatte, die schwierigsten Zeiten für Zinsinvestoren seien überstanden, hatte sich getäuscht. Angesichts sich eintrübender Konjunkturaussichten und hartnäckig niedriger Inflation leitete erst die US-Notenbank Fed einen erneuten Zyklus sinkender Zinsen ein. Praktisch zeitgleich schaltete auch die EZB in ihrem Lockerungsmodus einen weiteren Gang hoch.

*Steigende Zinsen  
Fehlanzeige!*

Der Anlagenotstand verschärft sich. Schon per Ende Juli 2019 waren weltweit negativ verzinsliche Anleihen im Volumen von 13 Billionen Euro ausstehend. 97% aller Bundesanleihen hatten eine negative Umlaufrendite. Eine österreichische Staatsanleihe mit 97 Jahren Restlaufzeit rentierte mit gerade einmal 0,7%. Das Ausweichen auf andere Anleihensegmente ist ebenfalls schwierig. Denn selbst die Renditen von High-Yield Unternehmensanleihen rutschen allmählich ins Negative. Als Beispiel sei hier nur eine FiatChrysler-Anleihe erwähnt. Sie hat ein Rating von BB+, ist fällig im März 2021 und rentiert im August 2019 bis -0,2%. Viele ähnliche Anleihen ebenfalls.

### Anpassungskünstler Wandelanleihe

Anleger werden noch eine ganze Weile mit faktischer Zinslosigkeit zurechtkommen müssen. Ein Ausweichen auf Aktienmärkte ist aber für manche Investoren keine gangbare Option mehr. Entweder weil sie grundsätzlich das Risiko scheuen. Oder weil sie ihr Risikobudget für Aktien bereits ausgereizt haben. Darum lassen wir uns von einer Erkenntnis des Wissenschaftlers Charles Darwin leiten. Der Pionier der Evolutionstheorie sagte: „Es ist nicht der Stärkste, der überlebt. Auch nicht der Intelligenteste. Sondern derjenige, der am besten auf Veränderungen reagiert.“

*Nicht jeder kann und will  
in Aktien investieren.*

In Zeiten der Unsicherheit gewinnen also die Anpassungsfähigen. Das führt uns zur Wandelanleihe. Jede Wandelanleihe kann unter vorab definierten Umständen in eine festgelegte Anzahl Aktien eines bestimm-

ten Unternehmens getauscht werden. Zugleich bietet sie das Rückzahlungsrecht einer Anleihe zum Laufzeitende sowie regelmäßige, in einem Kupon festgeschriebene Zinszahlungen während ihrer Laufzeit.

*Die Chancen auf Gewinne sind geringer; auf Verluste aber auch.*

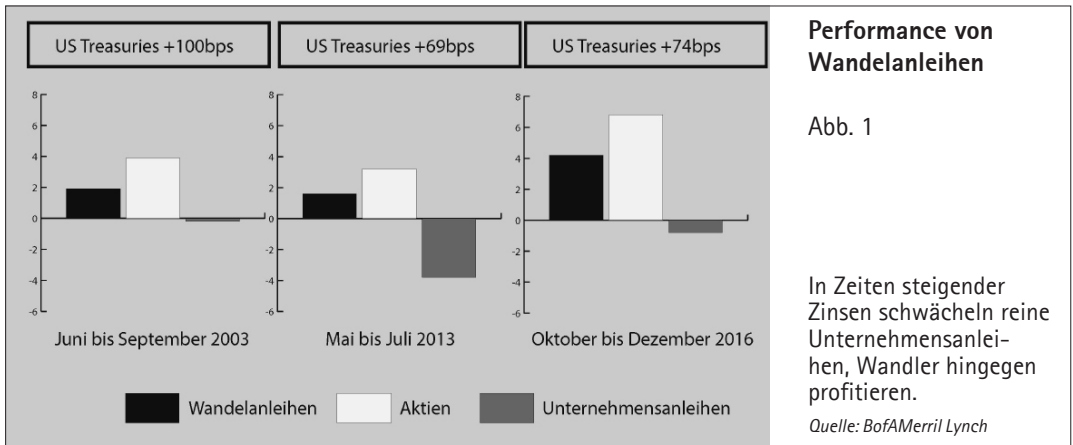
Weil sie Eigenschaften von Aktien und Anleihen in einem Papier vereinen, werden Wandelanleihen auch als „hybride Anlagen“ bezeichnet. Die Aktienkomponente und das mit ihr verbundene Wandlungsrecht wird in Form einer eingebetteten Kaufoption abgebildet. Diese Konstruktion hat für ihre Käufer vorteilhafte Konsequenzen: Marktuntersuchungen zeigen, dass Wandelanleihen Kurssteigerungen der zugrundeliegenden Aktie in der Regel zu etwa zwei Dritteln nachvollziehen. Kursrückschläge gehen sie hingegen nur zu einem Drittel mit – diese werden durch die Anleihekomponente abgedeckt. 2018 gab dafür einen starken Beleg: Während viele Aktienindizes zweistellig verloren haben, gaben globale Wandelanleihen nur um etwa fünf Prozent nach. Die eingebaute Puffer-Funktion hat verlässlich funktioniert. Investoren erhalten also ein chancenorientiertes Investment inklusive eingebautem Sicherheitspuffer.

*Umschichtungen im Depot sind bei Wandelanleihen überflüssig.*

Der hybride Charakter führt dazu, dass Wandelanleihen automatisch reagieren, wenn die Märkte sich verändern. Kein Vermögensverwalter muss im richtigen Moment von „Aktie“ auf „Anleihe“ umschichten, oder umgekehrt. Damit hat man mit ihnen in beinahe jedem Marktumfeld Renditechancen – und zumindest einen gewissen Schutz vor Verlusten. Denn fallen die Aktienmärkte, dann ist der Wert einer Wandelanleihe nach unten durch den so genannten Bond Floor geschützt. Dieser entspricht einer vergleichbaren herkömmlichen Anleihe ohne Wandlungsrecht, aber mit der gleichen Restlaufzeit und dem gleichen Zinskupon. Bei vergleichbaren Eckdaten fällt der Kurs einer Wandelanleihe nie unter diesen Wert. Zugleich profitiert die Optionskomponente von der bei Kurseinbrüchen häufig steigenden Volatilität – und kompensiert damit zum Teil den Aktienkursrückgang.

## Schutz selbst bei steigenden Zinsen

Sollten die Zinsen doch einmal wieder steigen, wird es bei klassischen Rentenanlagen zu empfindlichen Kurseinbußen kommen. Allerdings haben Wandelanleihen im Durchschnitt eine kürzere Laufzeit als Unternehmensanleihen – in der Regel liegt sie bei drei bis fünf Jahren. Schon deshalb sind ihre Zinsänderungsrisiken geringer als die von reinen Unternehmensanleihen. Eine Analyse der verschiedenen Zinsanstiegsphasen seit dem Jahr 2001 zeigt, dass ein globales Wandelanleihen-



Portfolio in Phasen steigender Zinsen jeweils eine signifikant bessere Wertentwicklung gegenüber Staatsanleihen und Unternehmensanleihen erzielt hat. Das liegt auch daran, dass steigende Zinsen meist mit einem steigenden Aktienmarkt einhergehen (Grafik 1). In einem solchen Marktumfeld profitieren die Wandelpapiere zusätzlich von ihrer Partizipation an der Entwicklung der Aktienkurse.

So leisten Wandelanleihen im Portfolio auch einen effektiven Beitrag zur Diversifikation. Wegen ihrer hybriden Struktur sind sie selbst in der heutigen Zeit allgemein gesteigener Korrelationen nur wenig mit anderen Anlageklassen korreliert. Nur langanhaltende Seitwärtsmärkte sind für Wandelanleihen ein schlechtes Umfeld. In solchen Märkten kann ein Zeitwertverlust auftreten. In der Praxis zeigt sich aber, dass die Kuponzahlungen diesen Effekt in der Regel ausgleichen.

*Das eigene Portfolio breiter aufstellen*

### Alternatives Investment in Nullzins-Zeiten

Mit diesen Eigenschaften bieten sich Wandelanleihen für Zinsinvestoren an, die sich aufgrund des Nullzinsumfeldes gezwungen sehen, nach Alternativen mit höherem Ertragspotenzial zu suchen, aber direkte Aktieninvestments vermeiden wollen. Sie nutzen Wandelanleihen als Ergänzung traditioneller Strategien im Rentenbereich sowie zu Unternehmensanleihen, High-Yield Bonds oder auch Emerging Markets Corporate Bonds.

Wandelanleihen sind auch für defensiv eingestellte Aktieninvestoren von Interesse, die mit Rückschlägen bei Aktien rechnen. Denn Wandelanleihen ermöglichen bei begrenztem Risiko die effiziente Implemen-

tierung von Aktienchancen. Hinzu kommt: Zinszahlungen sind für das eine Anleihe emittierende Unternehmen verpflichtend, Dividendenzahlung an die Aktionäre sind es nicht.

## Risikomanagement mit Wandlern

*Mit Kennzahlen das Risikoprofil ermitteln*

Aus verschiedenen Gründen sind Wandelanleihen prädestiniert für aktives Management. So lässt sich das Risikoprofil eines Portfolios passgenau steuern. Die Kennzahl „Delta“ gibt an, wie stark eine Wandelanleihe auf Änderungen des Aktienkurses reagiert. Je niedriger diese Kennzahl in einem Bereich zwischen 0 und 1 ausfällt, desto anleiheähnlicher reagiert die Wandelanleihe – und je höher das Delta, desto aktienähnlicher. Die Konvexität einer Wandelanleihe ist bei einem Delta zwischen 0,3 und 0,7 am höchsten. Aus Investorensicht ist dieser „Balanced“-Bereich besonders attraktiv. Denn hier ist das asymmetrische Verhalten von Wandelanleihen am stärksten ausgeprägt: Sie gehen zwei Drittel des Wegs bei steigenden Aktienmärkten mit, aber nur ein Drittel bei fallenden Kursen.

Wenn die Märkte bereits ambitionierte Bewertungen erreicht haben, ist es also sinnvoll, das Delta in Abhängigkeit von der Markterwartung zu steuern, um das Portfolio vor möglichen Korrekturen an den Aktienmärkten zu schützen. Dafür bietet es sich an, Wandelanleihen mit einem hohen Delta ab 0,7 in Papiere mit einem Delta im „Balanced“-Bereich umzuschichten.

*Eine eher aktienartige bzw. anleihenartige Gewichtung verbessert je nach Marktlage die Performance.*

Ein gut diversifiziertes Wandelanleiheportfolio weist aber auch Einzeltitel auf, die nach ihrem jeweiligen Profil als „Bond-like“ oder „Equity-like“ kategorisiert werden können, also außerhalb des „Balanced“-Bereiches liegen. Auf diesem Weg lassen sich opportunistisch Schwerpunkte setzen. Auch über die Auswahl und Gewichtung von Restlaufzeiten, bei denen wir zwischen zwei und drei Jahren favorisieren, kann ein Wandelanleihen-Baustein im Portfolio gut gesteuert werden.

## Ineffizienzen eröffnen Renditechancen

Mit einem ausstehenden Gesamtvolumen von rund 400 Mrd. US-Dollar sind Wandelanleihen im Vergleich zu dem weltweiten Anleihemarkt ein Nischenmarkt. Daher gibt es in diesem Markt auch Ineffizienzen, die bei entsprechender Expertise gewinnbringend genutzt werden können. Solche Ineffizienzen auf dem Markt für Wandelanleihen ergeben sich unter anderem daraus, dass viele der ihnen zugrundeliegenden

Aktien von den Research-Abteilungen großer Banken, die vor allem die führenden Aktienindizes im Blick haben, kaum abgedeckt werden. Hinzu kommt, dass sich immer wieder auch markante Fehlbewertungen bei Einzeltiteln finden lassen.

Außerdem sind die Verkaufsprospekte wenig standardisiert. Darin finden sich häufig sehr spezifische Vereinbarungen und vertragliche Merkmale. Deshalb ist es besonders wichtig, bei Emissionen auf die Details zu achten, sämtliche Emissionsprospekte genau zu studieren und alle Details genau zu verstehen. So ermöglichen z. B. Übernahmeschutzklauseln attraktive Zusatzerträge, wenn sich im Falle einer Übernahme des Emittenten zusätzliche Ertragschancen ergeben, weil eine vorteilhafte Anpassung des Wandlungsverhältnisses vorgenommen wird oder wenn die Anleihe frühzeitig zum Nennwert zurückgezahlt wird.

*Verkaufsprospekte sollten eingehend studiert werden.*



Solche Szenarien sind nicht ungewöhnlich, zumal viele Emittenten Wachstumsunternehmen sind, die häufig im Fokus von Übernahmen stehen. Nicht selten handelt es sich um Weltmarktführer in ihrer Branche, die eine günstigere Form der Kapitalaufnahme als über normale Unternehmensanleihen suchen. Zwar hat das Universum der Wandelanleihen per se ein gewisses Übergewicht bei kleineren Emittenten. Zugleich aber bieten Wandelanleihen die Möglichkeit, in Wertpapiere bekannter Emittenten zu investieren, die keine klassischen Unternehmensanleihen begeben. Beispiele hierfür sind Suzuki Motors, Klöckner und Qiagen, aber auch Twitter und LinkedIn, die Ende 2016 von Microsoft übernommen wurden.

#### *Die Krux mit der Recherche*

Dennoch sind mehr als 40% des Investmentuniversums Emittenten mit einem Rating im High-Yield-Bereich. Oft fehlt das Rating des Emittenten auch komplett. Deshalb liegt eine der besonderen Herausforderungen für Anleger darin, in einem globalen Nischenmarkt Emissionen zu finden, die eine attraktive Aktienkomponente mit einer hohen Anleihequalität verbinden. Aus diesem Grund ist eine dezidierte und permanente Analyse der Emittentenrisiken (Kreditrisiko) unabdingbar.

#### Zugang zu einem professionellen Markt

Neben der komplexen Titelauswahl ist es für private Investoren aus einem weiteren Grund nicht einfach, selbst direkt zu investieren: Die Geschäfte werden überwiegend außerbörslich zwischen professionellen Investoren abgewickelt. Darüber hinaus liegt das Mindestinvestment für eine Emission häufig bei 100.000 Euro oder darüber.

#### *Empfehlung: mittels Fonds in Wandelanleihen investieren*

Eine gute Möglichkeit für Privatanleger bieten daher auf diese Anlageklasse spezialisierte Fonds. Sie öffnen Privatanlegern den Zugang zu diesem Markt, mitsamt der Möglichkeit, sich bereits mit geringeren Summen an einem diversifizierten Wandelanleiheportfolio zu beteiligen. Wir verfolgen dabei einen globalen Ansatz inklusive Absicherung gegen Währungsrisiken. Qualifizierte Fondsmanager verfügen neben ihrer fachlichen Expertise zudem über intensive Marktkontakte, was sich z. B. in günstigeren Transaktionskosten und einem optimierten Management von Neuemissionen niederschlagen kann. Selbst die Berücksichtigung von Nachhaltigkeitskriterien ist bei der Auswahl von Wandelanleihen übrigens machbar, obwohl der Markt insgesamt ein Nischen-Universum ist.

## Fazit

Wandelanleihen kombinieren mit ihren hybriden Eigenschaften die Vorteile von Anleihen und Aktien. So können sie in beinahe jedem Marktumfeld eine zuverlässig stabilisierende Rolle in den Portfolios von Anleihe- wie auch von Aktieninvestoren spielen. Anleihe-Investoren, die sich in der Zeit der Zinslosigkeit eine neue Renditequelle erschließen wollen, finden in Wandelanleihen ein Investment, das die Chancen des Aktienmarktes nutzt, ohne auf die Pufferfunktion von Anleihen zu verzichten. Aktien-Investoren, die sich vor möglichen Kursrückschlägen absichern wollen, finden in Wandelanleihen eine stabilisierende Anlagemöglichkeit, ohne auf Kurschancen verzichten zu müssen.

*Wer im Japan-Modus investiert sein möchte, der sollte sich Wandelanleihen anschauen!*



Marc-Alexander Knieß kam im Januar 2017 zu Lupus alpha und war seit März 2000 als Portfolio Manager bei der DWS/Deutsche Asset Management tätig; zunächst als Mitglied des globalen Aktienteams von Klaus Kaldemorgen, das er später gemeinsam mit ihm leitete. Ab 2013 gehörte Knieß zu dem neu aufgebauten spezialisierten

Wandelanleihe-Team als Teil der Multi-Asset Gruppe. Neben globalen Aktienfonds war er seit Beginn seiner Tätigkeit bei der DWS für globale Wandelanleiheportfolios (u.a. DWS Convertibles) verantwortlich. Marc-Alexander Knieß ist ausgebildeter Bankkaufmann, verfügt über einen Abschluss als Diplom-Kaufmann der Universität Hamburg und arbeitete anschließend als wissenschaftlicher Mitarbeiter der Uni Bamberg an einem Forschungsprojekt zum Thema Behavioral Finance.

Marc-Alexander Knieß  
T: +49 (0)69 - 365058 - 7000  
M: Marc-Alexander.  
Kniess@lupusalpha.de

*Lupus alpha. The alpha way to invest.*

Als eigentümergeführte, unabhängige Asset Management-Gesellschaft steht Lupus alpha seit über 19 Jahren für spezialisierte Investmentlösungen. Gestartet als einer der Pioniere in Deutschland für europäische Nebenwerte, ist Lupus alpha heute auch einer der führenden Anbieter von liquiden alternativen Investmentkonzepten. Mehr als 85 Mitarbeiter, davon 35 Spezialisten im Portfolio Management, engagieren sich für einen optimalen Service und eine überdurchschnittliche Performance, mit dem Ziel durch aktive, innovative Investmentkonzepte einen echten Mehrwert für Anleger zu entwickeln.

Anders denken, neue Wege gehen: Lupus alpha steht für eine Unternehmenskultur, die innovativen Köpfen den notwendigen Raum bietet, um neue Ideen für die Generierung von Alpha zu entwickeln. Unsere Unabhängigkeit als eigentümergeführtes Unternehmen ist die Basis, auf der wir uns uneingeschränkt auf die Wünsche unserer Kunden konzentrieren. Charakteristisch für unsere Investmentphilosophie ist ein aktives Portfolio Management sowie die Transparenz und Klarheit unserer Produkte.

## Lupus alpha

Lupus alpha Asset Management AG  
Speicherstraße 49 - 51  
60327 Frankfurt am Main

T: +49 (0)69 36 50 58 7000  
F: +49 (0)69 36 50 58 8400

[www.lupusalpha.de](http://www.lupusalpha.de)