

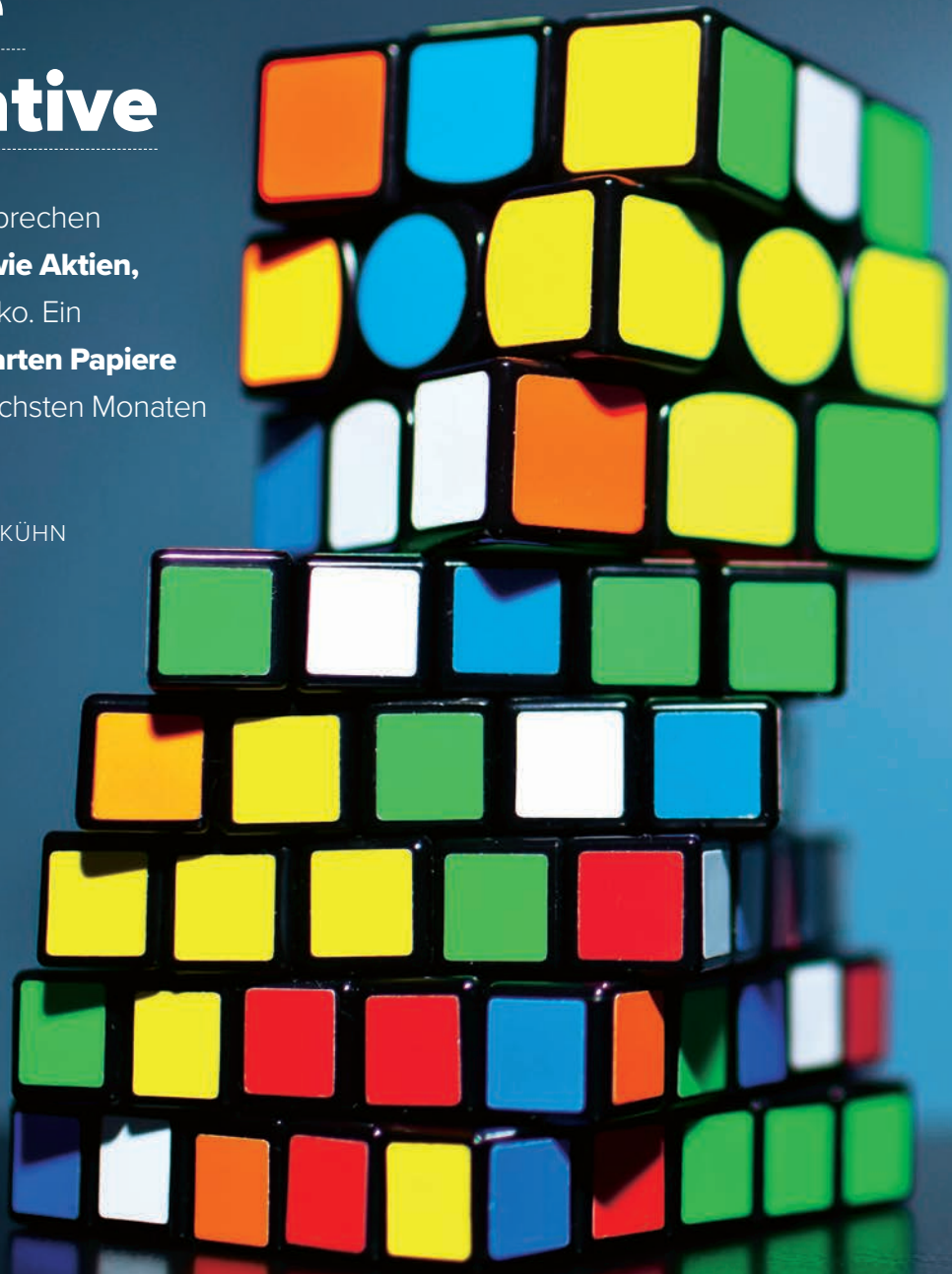
WANDELANLEIHEN

Smarte Alternative

Wandelanleihen versprechen langfristig **Renditen wie Aktien**, doch mit weniger Risiko. Ein Investment in die **smarten Papiere** könnte sich in den nächsten Monaten besonders auszahlen

von A.-M. BORSE und U. KÜHN

**RIESIGER ZAUBER-
WÜRFEL:** Dahinter
steckt typischerweise
eine besonders raffinierte
Konstruktion – wie bei
Wandelanleihen auch



Wandelanleihen gehörten zu den großen Erfolgsstoriys im Corona-Jahr 2020. Mit einem satten Plus von mehr als 20 Prozent hängten sie den globalen Aktienmarkt locker ab, der im vergangenen Jahr um rund zwölf Prozent zulegte. In diesem Jahr ist die Bilanz der Wandler nicht ganz so golden. „Wir hatten ein kleines Wechselbad der Gefühle“, gesteht Stefan Kraus von Swisscanto, dem Asset-Manager der Zürcher Kantonalbank. Gegenüber Aktien bleiben die Wandler in diesem Jahr zurück. Doch genau deshalb rücken sie jetzt wieder mehr ins Bewusstsein. Denn wie lange wird der Höhenflug der Aktien noch anhalten: Wird die US-Notenbank nicht bald auf die Bremse treten? Kommt es nicht doch zum Corona-Comeback im Herbst?

Als Schutz vor Ungemach und als Portfolio-Beimischung bieten sich jetzt die Wandelanleihen an. Sie sind ein Mix aus Anleihe und Aktie – und sie kombinieren die Vorteile beider Anlageklassen: unbegrenztes Potenzial nach oben (wie bei Aktien) und ein Fallnetz nach unten (wie bei Anleihen). Luft nach oben bei den Kursen von Wandelanleihen ist nach Ansicht von Brancheninsidern in jedem Fall noch: „Für die weitere Entwicklung der Wandelanleihen sind wir unverändert positiv gestimmt“, erklärt etwa Stephanie Zwick, Leiterin Convertibles beim Schweizer Wandelanleihenspezialisten Fisch Asset Management. Vor allem zunehmende Lockerungen der Wirtschaft würden die Märkte, gerade die Zykliker, unterstützen. Auch die geplanten staatlichen Investitionsmaßnahmen im Zuge der Bekämpfung der Corona-Folgen

und des Klimawandels dürften sich positiv auswirken. „Wichtig wird sein, dass die Zentralbanken den dann notwendigen Ausstieg aus der expansiven Geldpolitik gut bewerkstelligen, um unnötige Turbulenzen an den Märkten zu verhindern.“

Gut für die Nerven. 2020 war wohl ein Ausnahmejahr für Wandelanleihen, doch eine mehr als ordentliche Wertentwicklung ist bei diesen Papieren kein Einzelfall. Den Vergleich mit Aktien brauchen diese Spezial-Anleihen nicht zu scheuen. „Wandelanleihen bieten langfristig aktienähnliche Erträge, aber mit deutlich geringeren Schwankungen“, erklärt Marc-Alexander Knies, Senior-Fondsmanager im Wandelanleihen-Team des Frankfurter Vermögensverwalters Lupus alpha. Die Volatilität der Wandler liege im Schnitt etwa halb so hoch wie die des breiten Aktienmarkts.

Das bestätigen auch diverse Untersuchungen: Laut Fisch Asset Management erzielten globale Wandelanleihen in den 25 Jahren von 1994 bis 2018 eine jährliche Rendite von 7,1 Prozent, gemessen am Thomson-Reuters-Global-Vanilla-Hedged-CB-Index. Damit übertrafen die Wandler den MSCI-World-Index, also ein internationales Aktienportfolio, das im gleichen Zeitraum nur auf 6,6 Prozent Rendite pro Jahr kam. Zugleich lag die Volatilität der Wandelanleihen niedriger, und zwar bei 9,6 Prozent statt 14,7 Prozent wie bei Aktien.

Eine Studie des Fondsanalysehauses Scope liest sich ähnlich: Verglichen haben die Analysten die Entwicklung von 55 Wandelanleihenfonds mit globaler Ausrichtung mit der von 824 weltweit anlegenden Aktienfonds und 359 Renten- ►

WELTWEIT

Besser als Aktien

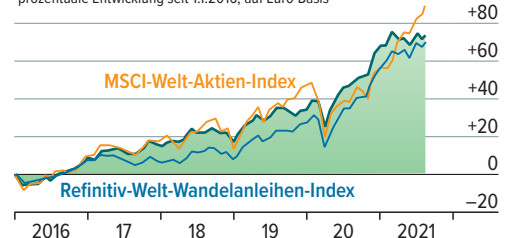
Der Fonds Lazard Convertible Global beweist, dass Anleger bei Investments in Wandelanleihen nicht immer mit einem Renditeabschlag für weniger Risiko bezahlen. In den vergangenen fünf Jahren erwirtschaftete Fondsmanager Arnaud Brillois mit seinem internationalen Wandler-Portfolio fast genauso viel Rendite wie der MSCI-Welt-Aktien-Index – eine starke Leistung für die der Fonds von der Rating-Agentur Lipper als bester weltweit anlegender Wandelanleihenfonds ausgezeichnet wurde. Trotz seiner überragenden Wertentwicklung leistete der Fonds nämlich auch in Bezug auf seine Volatilität genau das, was Anleger von einem Investment in Wandelanleihen erwarten: In schwierigen Börsenzeiten schlägt er sich besser als der Gesamtmarkt. Besonders deutlich wurde das im Corona-Crash im vergangenen Frühjahr, in dem der Fonds vergleichsweise wenig verlor – um anschließend umso flotter nach oben zu marschieren. „Unser überdurchschnittliches Aktienengagement, insbesondere in den USA, wirkt sich positiv auf die relative Performance des Fonds aus, während die weltweiten Aktienmärkte Kurszuwächse verzeichnen“, erklärt Fondsmanager Brillois den starken Anstieg in den vergangenen zwölf Monaten. Brillois baut dabei auf einen Bottom-up-Ansatz, mit dem er vorzugsweise unterbewertete Wandelanleihen aufspürt. Dabei wird das Renditeprofil jeder einzelnen Anleihe eingeschätzt. Die Aktiensensitivität des Fondsportfolios soll zwischen 20 Prozent und 65 Prozent liegen. In den vergangenen Monaten lag die Sensitivität regelmäßig am oberen Ende dieses Zielkorridors. In schwierigen Börsenzeiten wird sie reduziert.

Stetig nach oben

Der weltweit anlegende Fonds der Schweizer Gesellschaft Lazard brachte aktienähnliche Renditen, aber mit deutlich geringeren Kursausschlägen.

Lazard Convertible Global RC

prozentuale Entwicklung seit 1.1.2016, auf Euro-Basis



WKN/ISIN (thes.)	A14XAR/FR0010858498
Fondsvolumen	5619 Mio. €
laufende Kosten	1,87%
Fondswährung	EUR
Wertentwicklung p. a., 3/5 Jahre	11,7/11,2%
Auflagedatum	1.3.2010

Quelle: Morningstar

fonds. Es zeigte sich: Wandelanleihenfonds schlugen sich über zehn Jahre (Stichtag: 30.11.2019) deutlich besser als Rentenfonds (1,8 Prozentpunkte) und kamen auf fast zwei Drittel der Wertentwicklung von Aktienfonds. Volatilität und maximaler Verlust („Maximum Drawdown“) lagen gleichzeitig deutlich unter der von Aktienfonds. So betrug die durchschnittliche Volatilität sechs Prozent – knapp die Hälfte der Volatilität der globalen Aktienfonds.

Wer sich für Wandelanleihen entscheidet, dem steht jedenfalls eine immer größer werdende Auswahl zur Verfügung: Dem Datenanbieter Refinitiv zufolge kletterten die Wandelanleihenemissionen 2020 auf 188 Milliarden US-Dollar – ein Plus von 50 Prozent gegenüber 2019. Allein in der ersten Hälfte dieses Jahres waren es schon 115 Milliarden US-Dollar. Von einem Abebben der Emissionsflut kann nicht die Rede sein. „Wir erwarten weiterhin einen sehr aktiven Primärmarkt“, erläutert Manuel Zell, Portfolio-Manager für Wandelanleihen von Lupus Alpha. „Im Umfeld steigender Zinsen wollen viele Unternehmen sich nach vorn hin niedrige Zinsen sichern.“

Unbegrenzte Gewinnchancen nach oben, begrenzte Verlustrisiken – aus Anlegersicht sind Wandelanleihen ein Traum. Denn die Wandler haben anleihentypisch einen festen Zins und werden am Ende der Laufzeit zurückgezahlt. Gleichzeitig bieten sie die Möglichkeit des Tauschs in Aktien des Unternehmens („Call-Option“), wenn der Aktienkurs einen bestimmten Wert erreicht hat. Für den Wert der Wandel-

anleihe bedeutet das: Steigt der Aktienkurs, steigt auch der Wert der Wandelanleihe durch die in der Wandelanleihe implizit enthaltene Aktienkaufoption. Fällt er, wird die Wandelanleihe immer mehr zu einer normalen Anleihe.

Nach oben offen, nach unten das Fallnetz

Wandelanleihen profitieren somit vom Aktienkursanstieg, sind aber auch nach unten abgesichert durch die Unternehmensanleihenkomponente, im Branchensprech „Bondfloor“. Und weil das Potenzial nach oben unbegrenzt und nach unten begrenzt ist und Anleger von Wandelanleihen stärker an steigenden als an fallenden Aktienkursen partizipieren, spricht man auch von einem asymmetrischen Kursverhalten. Faustformel hier: Ein Portfolio aus Wandelanleihen macht zwei Drittel der Aufwärtsbewegung am Aktienmarkt mit, aber nur ein Drittel der Abwärtsbewegung. Streng genommen, gilt das lediglich für Wandelanleihen mit bestimmten Eigenschaften, nämlich mit einem „Delta“ im mittleren Bereich. Das „Delta“ drückt aus, wie stark eine Wandelanleihe auf Änderungen des Aktienkurses reagiert.

Mit diesen Feinheiten müssen sich Anleger aber nicht unbedingt beschäftigen. Ohnehin bieten sich Engagements in diesem Bereich eher über Fonds an. Denn ist es nicht so einfach, sich eine Wandelanleihe ins Depot zu legen. Zum einen ist viel Geld nötig: Die Mindeststückelung liegt meist bei 100 000 Euro oder mehr. Zum anderen ist es auch ziemlich kompliziert herauszufinden, welche Wandelanleihe wirklich

NACHHALTIG

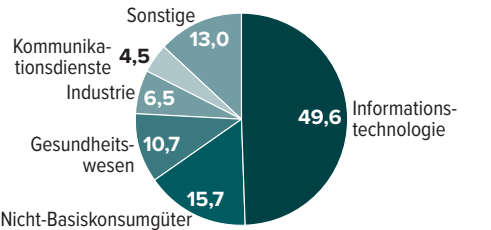
Doppelter Nutzen

Auch bei Wandelanleihen lässt sich ein nachhaltiger Ansatz umsetzen. Das will jetzt der im vergangenen Jahr aufgelegte Fonds Lupus alpha Sustainable Convertible Bonds beweisen. Der Fonds ist zwar noch jung, doch seine Fondsmanager sind ausgewiesene Wandelanleihen-Spezialisten. Seit 2017 steuern sie den größeren, globalen Wandler-Fonds von Lupus alpha. Zuvor waren sie viele Jahre Manager von Wandelanleihenfonds der Deutsche-Bank-Tochter DWS. Bei ihrem jüngsten Fonds setzen sie auf Kursgewinne durch steigende Kurse der verbundenen Aktien, auf Neuemissionen und sie nutzen Renditedifferenzen sowie bestimmte strukturelle Merkmale der Anleihen und Marktineffizienzen. Zur Umsetzung der Nachhaltigkeitsstrategie analysieren und klassifizieren sie die Anleihenemittenten nach ESG-Kriterien. Dabei schauen sie beispielsweise auf das Umweltmanagement der Unternehmen, deren Sozialstandards und auch auf das Produktportfolio. Einige Unternehmen müssen ganz außen vor bleiben, etwa solche, die Streubomben oder Kernenergie produzieren oder gegen Menschen- und Arbeitsrechte verstoßen. „Zusätzlich fragen wir danach, wie hoch der aktive Beitrag ist, den die Unternehmen für mehr Nachhaltigkeit leisten, gemessen an den UN-Zielen für nachhaltige Entwicklung“, erläutert Co-Fondsmanager Manuel Zell. Das komme auch der Wertentwicklung des Fonds zugute. „Nachhaltigkeitsrisiken sind immer auch Anlagerisiken“, erklärt Zell. Werde bei der Titelauswahl auf mögliche ESG-Risiken geschaut, verbessere sich auch die Kreditqualität der Wandelanleihen im Portfolio.

Sauberes Portfolio

Der Fonds hält rund 70 verschiedene Wandelanleihen aus aller Welt, selektiert dabei ebenfalls nach Nachhaltigkeitskriterien. Auch deshalb hat die IT-Branche ein hohes Gewicht.

Lupus alpha Sustainable Convertible Bonds
Gewichtung nach Branchen in Prozent



WKN/ISIN (thes.)	A2DTNW/DE000A2DTNW5
Fondsvolumen	179,6 Mio. €
laufende Kosten	0,85 %
Fondswährung	EUR
Wertentwicklung seit 1.1.2021	0,7 %
Auflagedatum	10.12.2020

Quelle: Morningstar

etwas taugt: Jeder Vertrag ist anders, es gibt viele wichtige Nebenbedingungen. Mit Noten von Rating-Agenturen können nur wenige Wandelanleihen glänzen. Eine zusätzliche Herausforderung ist die teilweise geringe Liquidität des Marktes. Ein schneller Kauf oder Verkauf ist also nicht immer möglich, die Bewertung nicht immer leicht.

Leichter lassen sich die Vorteile der Anleihen mit einem Wandelanleihenfonds erschließen, entweder mit einem aktiv gesteuerten Fonds oder einem passiven ETF, der einen Wandelanleihen-Index abbildet. Allerdings gibt es nur wenige Wandelanleihen-ETFs. Größter und ältester ETF ist der SPDR Refinitiv Global Convertible Bond (s. unten), weitaus kleiner ist der UC Refinitiv European Convertible Bond (ISIN: LU1199448058). Ganz so günstig wie Aktien-ETFs sind diese ETFs allerdings nicht, aber ihre Kosten liegen dennoch unter denen der aktiven Fonds. Zu beachten ist ebenfalls der hohe Anteil (27 Prozent) von IT-Unternehmen im Welt-Wandelanleihen-Index. Das hat sich lange positiv ausgewirkt, könnte aber auch zur Falle werden.

Aktive Fonds, von denen es viele am Markt gibt, sehen sich tendenziell im Vorteil gegenüber der passiven Konkurrenz: weil eben viele Emittenten von Analysten nicht abgedeckt werden und die meisten Anleihen kein Rating haben. Dadurch können sich die Fonds mit fundamentaler Analyse und akribischer Vertragsprüfung abheben und die (vermeintlichen) Rosinen herauspicken. Die Kosten für die aktiven Fonds sind aber natürlich höher.

Unabhängig von aktiv und passiv: In der aktuellen Situation könnten Wandelanleihen ihre Vorteile einmal mehr ausspielen, auch jenseits der Chancen nach oben und Absicherung nach unten. Schließlich lösen Wandelanleihen auch ein anderes, ewiges Anlegerproblem: das knifflige Market-Timing, also die Entscheidung, wann genau der richtige Ein- und Ausstiegszeitpunkt ist.

Sollten die Zinsen wirklich demnächst steigen, wodurch die Kurse klassischer Anleihen fallen werden, dann können Wandelanleihen über das Wandelrecht in Aktien trotzdem einen positiven Ertrag generieren. Außerdem fällt der Nachteil in Form niedrigerer Kupons für die Wandler wegen des allgemein niedrigen Zinsniveaus derzeit kaum noch ins Gewicht: So hat die Lufthansa im November eine fünfjährige Wandelanleihe mit Kupon von zwei Prozent begeben, kurz danach eine „normale“ Anleihe mit Laufzeit von fünfeinhalb Jahren und Kupon von drei Prozent.

Zweifacher Vorteil. „Robust in fallenden und dynamisch in steigenden Märkten, das macht für mich die doppelte Stärke von Wandelanleihen aus“, erklärt Manuel Zell von Lupus alpha. Er weist darauf hin, dass in der nächsten Zeit einige Ereignisse anstehen, die zu erhöhten Schwankungen an den Märkten führen können, wie das Notenbankertreffen in Jackson Hole die Entscheidung über weitere Konjunktur- und Klimaschutzpakete in den USA oder die Bundestagswahl in Deutschland. „Da ist es gut, wenn man an den Märkten abgefedert unterwegs ist.“ ■

PASSIV

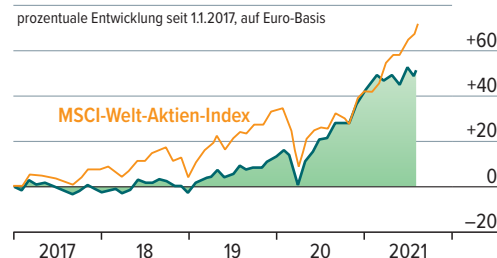
Die goldene Mitte

Bislang gibt es nur wenige Indexfonds (ETF) für Wandelanleihen. Der SPDR-Refinitiv-Global-Convertible-Bond-ETF ist der älteste und größte dieser Pioniere – und trotz seines passiven Ansatzes kann auch er überzeugen. Der ETF bildet die Wertentwicklung eines Wandelanleihen-Index ab, den der Datenanbieter Refinitiv (früher: Thomson Reuters) berechnet. Im Index finden sich rund 300 Wandelanleihen aus aller Welt. Der maximale Anteil eines Emittenten ist dabei auf vier Prozent begrenzt. Knapp die Hälfte der Anleihen kommt aus den Vereinigten Staaten. Die Entwicklung des Dollar-Euro-Wechselkurses hat deswegen spürbaren Einfluss auf die Wertentwicklung des ETF. Für Anleger, die den Währungseffekt ausschließen wollen, gibt es den Fonds ebenfalls in einer Version mit Währungsabsicherung (ISIN: IE00BDT6FP91). Wie bei den meisten Wandelanleihenfonds haben auch bei diesem ETF die Anleihen im Fondsportfolio ganz überwiegend Restlaufzeiten von weniger als fünf Jahren. Zwei Drittel verfügen über kein Investment-Grade-Rating. Auch das ist repräsentativ für den globalen Wandelanleihenmarkt. Das gewichtete Delta des Wandelanleihen-ETF beträgt meist etwa 0,5. Der ETF macht deshalb Kursschwankungen des Aktienmarkts ungefähr zur Hälfte mit. Er schüttet die Zinserträge der Anleihen im Januar und Juli aus. Die Gesamtkostenquote (TER) beträgt 0,5 Prozent. Damit gehört der Fonds zwar nicht zu den billigsten ETFs, doch angesichts des schwer erreichbaren Marktes sind die Kosten fair. Auch gut: Der ETF investiert direkt in die Wandelanleihen und verzichtet auf Derivate oder Swaps zur Abbildung des Index.

Sehr stark im Corona-Jahr

Im schwierigen vergangenen Jahr spielten Wandelanleihen ihre Stärken aus. Das zeigt sich deutlich am repräsentativen Welt-Portfolio dieses ETF.

SPDR-Refinitiv-Global-Convertible-Bond-ETF



WKN/ISIN (thes.)	A12CZS/IE00BNH72088
Fondsvolumen	1492 Mio. €
laufende Kosten	0,50%
Fondswährung	USD
Wertentwicklung p. a., 3/5 Jahre	13,2/9,9%
Auflagedatum	14.10.2014

Quelle: Morningstar