



Global Convertible Bonds

AlphaDossier 012

Mit Wandelanleihen neue
Renditequellen erschließen:
Flexibel – und nachhaltig



THE ALPHA WAY TO INVEST

Lupus alpha

Lupus alpha. Köpfe für innovative Alpha-Strategien.

Als eigentümergeführte, unabhängige Asset Management-Gesellschaft steht Lupus alpha seit 20 Jahren für spezialisierte Investmentlösungen. Lupus alpha ist ein Pionier für europäische Nebenwerte und heute gleichzeitig einer der führenden Anbieter von liquiden alternativen Investmentkonzepten sowie spezialisierten Fixed Income-Strategien. Mehr als 90 Mitarbeiter, davon 35 Spezialisten im Portfolio-Management, engagieren sich für eine überdurchschnittliche Performance und einen Service, der ganz auf die individuellen Anforderungen unserer Investoren abgestimmt ist. Unser Ziel: durch aktive, innovative Anlagestrategien einen nachhaltigen Mehrwert für eine intelligente Portfolio-Diversifikation institutioneller Anleger zu liefern.

Mehr unter www.lupusalpha.de

Management Summary

Die Krisen des jungen Jahrtausends haben eine neue Normalität geschaffen, die es immer schwieriger macht, Anlagemöglichkeiten mit einem attraktiven Rendite-Risiko-Profil zu finden.

Klassische Anleihen können angesichts des fortdauernden Zinsumfeldes vermutlich auf viele Jahre **kaum hinreichend zu den gewünschten Erträgen aus Anlageportfolios beitragen.**

Aktienmärkte bergen mehr denn je Volatilitätsrisiken, die Investoren häufig nicht in vollem Umfang tragen wollen. Oder ihre Exponierung gegenüber Aktien ist bereits durch regulatorische Vorgaben eingeschränkt.

In diesem Kontext gewinnt die Suche nach alternativen Anlagemöglichkeiten immer noch mehr an Bedeutung. **Wandelanleihen können als hybride Wertpapiere mit Aktien- und Anleiheelementen eine sinnvolle Portfolio-Ergänzung bieten.** Besonders im Rahmen aktiv gemanagter Strategien erschließen sie durch ihre spezifischen Strukturmerkmale flexibel **unterschiedliche Renditequellen** und können innerhalb der Asset Allocation eines Portfolios in verschiedenen Rollen zur Verbesserung von Diversifikation und Ertragsaussichten beitragen, indem sie **stärker an steigenden Aktienmärkten partizipieren als sie bei fallenden Kursen verlieren.**

Für ESG-Investoren können auch bei dieser besonderen Anlageklasse Strategien bereitgestellt werden, die **Nachhaltigkeitsaspekte umfassend und integriert berücksichtigen.**

| Inhalt | Seite |
|---|-------|
| Wandelanleihen und ihre Funktionsweise | 5 |
| Flexibel von unterschiedlichen Renditequellen profitieren | 9 |
| Nachhaltig investieren: ESG – auch bei Wandelanleihen | 14 |
| Das aktive Management von Wandelanleihenportfolios | 20 |
| Spezialisierte Lösungen von Lupus alpha | 26 |
| Glossar | 29 |

Wandelanleihen und ihre Funktionsweise

„Wandelanleihen können durch ihren hybriden Charakter eine äußerst attraktive Mischung von Aktien- und Anleiheeigenschaften bieten. So können sie an positiven Aktienmarktentwicklungen partizipieren – bieten aber eine anleiheähnliche Absicherung bei Aktienkursverlusten.“

Manuel Zell, CESGA, Portfolio Manager Global Convertible Bonds



Was sind Wandelanleihen? Eine erste Definition: Bei klassischen Wandelanleihen („Convertible Bonds“) handelt es sich um Unternehmensanleihen, in die ein Wandlungsrecht integriert ist. Dieses Wandlungsrecht gibt dem Investor die Möglichkeit, eine Wandelanleihe in einem vorher definierten Verhältnis in Aktien des emittierenden Unternehmens umzutauschen. Wandelanleihen bieten – bis zur optionalen Wandlung – eine regelmäßige Zinszahlung. Wie Anleihen versprechen sie auch am Ende der Laufzeit die Rückzahlung zum Nennwert. Es liegt bei der klassischen Wandelanleihe in der Hand

des Investors zu entscheiden, ob eine Wandlung, d. h. der Tausch der Anleihe gegen Aktien stattfinden soll.

Man kann Wandelanleihen als hybride Wertpapiere bezeichnen, da sie sowohl bondähnliche als auch aktienähnliche Eigenschaften und Verhaltensmerkmale aufweisen. In der Kapitalstruktur des Emittenten finden sich Wandelanleihen (wie auch unbesicherte Unternehmenskredite) i. d. R. im Rang vor Stammaktien, jedoch nachrangig zu besicherten Unternehmenskrediten.

1. Langfristige Wertentwicklung von Wandelanleihen im Vergleich



Indizes: Refinitiv Global Hedged Convertible Bond Index (EUR), MSCI World 100% Hedged to EUR Net Total Return Index (EUR), iBoxx Euro Corporates Overall Total Return Index; monatliche Daten. Quellen: Bloomberg, eigene Berechnungen; Betrachtungszeitraum: 31.12.2006 bis 30.06.2020

Wandelanleihen weisen Merkmale von Anleihen wie auch von Aktien auf. Ihr Kurs wird durch die Entwicklung der Aktienmärkte und der Zinsen beeinflusst. Hinzu kommt, dass die Bewertung des Wandlungsrechts, de facto eine Long Call-Aktienoption, auch von der Veränderung der impliziten Volatilität abhängig ist.

Convertible Bonds zeigten in der Vergangenheit in unterschiedlichen Marktphasen eine deutlich schnellere Erholung als Aktien (siehe Abbildung 1).

Wesentliche Merkmale

Die wichtigsten Kennzahlen einer Wandelanleihe sind der Nominalwert, der Kupon, das Wandlungsverhältnis (Conversion Ratio) und der sich daraus ergebende Wandlungspreis (Conversion Price). Während Nennwert und Kupon den bondähnlichen Teil der Wandelanleihe betreffen, sind Wandlungsverhältnis und -preis entscheidend für den aktienähnlichen Teil.

Das Wandlungsverhältnis gibt vor, wie viele Aktien ein Investor bei der Wandlung im Tausch für die Anleihe erhält (z. B. 10 Aktien je 1.000 Euro Nominalwert der Wandelanleihe). Aus diesem Verhältnis

2. Berechnung wesentlicher Kennzahlen

Ausstattung der Wandelanleihe (hypothetische Annahmen):

Nominal: 1.000 €; Kupon: 2 %;
Wandlungsverhältnis (Conversion Ratio): 10:1; Aktienkurs 95 €

a) Wandlungspreis = Nominal / Wandlungsverhältnis

$$1.000 \text{ €} / 10 = 100 \text{ €}$$

Fazit: Wenn Kurs der Aktie < 100 €, keine Wandlung

b) Wandlungswert (Conversion Value) =

$$\text{Wandlungsverhältnis} \times \text{Kurs der Aktie}$$

$$10 \times 95 \text{ €} = 950 \text{ €}$$

Fazit: Wandlungswert 950 € < Nominal, also keine Wandlung

c) Wandlungsprämie (Conversion Premium) =

$$(\text{Wandlungspreis} - \text{Kurs der Aktie}) / \text{Kurs der Aktie}$$

$$(100 \text{ €} - 95 \text{ €}) / 95 \text{ €} = 5,26 \%$$

oder:

$$\text{Wandlungsprämie} =$$

$$(\text{Nominal} - \text{Wandlungswert}) / \text{Wandlungswert}$$

$$(1.000 \text{ €} - 950 \text{ €}) / 950 \text{ €} = 5,26 \%$$

Schematische Darstellung, nur zur Illustration

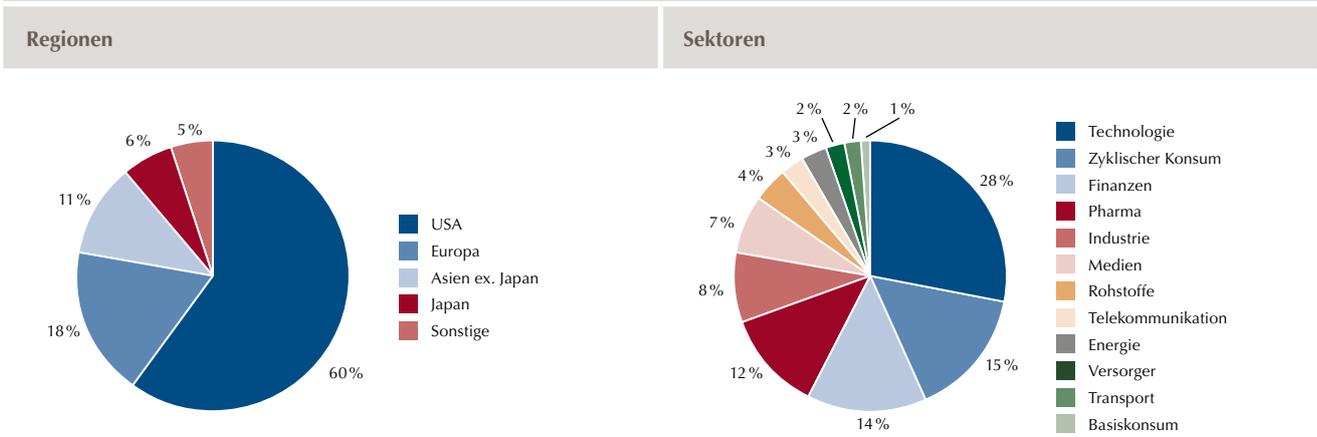
ergibt sich der Wandlungspreis, d. h. der Preis je Aktie bei der Wandlung, indem man den Nennwert der Anleihe durch die Anzahl der zu beziehenden Aktien teilt. Steigt der Marktwert der entsprechenden Aktie über den Wandlungspreis, so ist es eine rationale Entscheidung, eine Wandlung durchzuführen und von der Wertsteigerung der Aktie zu profitieren. Bleibt der Marktwert der Aktien unterhalb des Wandlungspreises, besteht kein Grund für eine Wandlung und die Wandelanleihe bleibt als Bond bestehen.

Charakteristika des globalen Wandelanleihenmarktes

Das globale Marktvolumen für Wandelanleihen beträgt ca. 500 Mrd. US-Dollar (Stand: 30.06.2020). Regional entfallen ca. 60% des Volumens auf die USA. Europa folgt mit relativ großem Abstand und einem Anteil von 18%. Asien macht 17% des Marktes aus.

Betrachtet man die Sektorenverteilung im globalen Markt für Wandelanleihen in Abbildung 3, so stellt

3. Globaler Wandelanleihenmarkt im Überblick



Index: BofA Merrill Lynch G300 Global Convertible Index. Quelle: BofA SECURITIES; Stand: 30.06.2020

sich diese breit diversifiziert dar. Im Wesentlichen sind alle Sektoren vertreten. Ein leichtes Übergewicht von Technologietiteln ist jedoch vorhanden.

Besonderheiten für Investoren

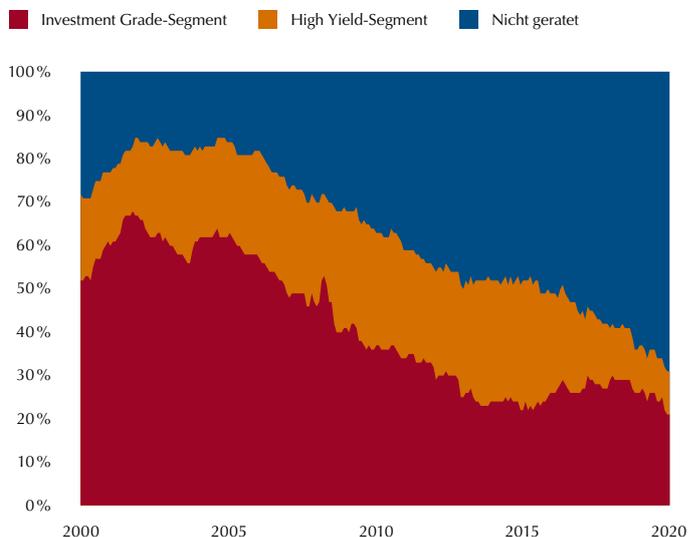
Durch die Kombination von bondähnlichen und aktienähnlichen Merkmalen sind Wandelanleihen für eine Vielzahl von Investoren attraktiv: Fixed Income-Investoren, die ihre Sensitivität gegenüber Aktien erhöhen wollen, und Aktieninvestoren, die sich defensiver positionieren möchten, ohne das „Upside-Potenzial“ zu verlieren.

Dem traditionellen Bond-Anleger bieten Wandelanleihen die Möglichkeit einer weitergehenden Diversifikation über zusätzliche Emittenten. Viele Emittenten von Wandelanleihen begeben nämlich keine klassischen Unternehmensanleihen. Prominente Beispiele sind Delivery Hero oder auch STMicroelectronics.

Durch das im Vergleich zu anderen Asset-Klassen (wie z. B. Aktien) relativ geringe Volumen zeichnet sich der Markt für Wandelanleihen als Nischenmarkt aus. Der Sekundärhandel erfolgt fast ausschließlich OTC („over the counter“), also direkt zwischen zwei Parteien. Große Stückelungen in

der Größenordnung von 100.000 Euro und mehr sind hier üblich. Zudem sind am OTC-Markt aufgrund der Komplexität der Handelsstrukturen wie auch der unterschiedlichsten Ausgestaltungen der Anleihebedingungen ausgewiesene Experten im Vorteil. Auch sind viele der Emittenten dieser Anleihen aus Kostengründen nicht durch eine Ratingagentur geratet (Vgl. Abbildung 4)¹.

4. Kreditqualität von globalen Wandelanleihen: Anteile am Gesamtmarkt



Quelle: BofA SECURITIES; Betrachtungszeitraum: 30.09.2000 bis 30.06.2020

¹Werden nicht geratete Wandelanleihen z. B. für einen Fonds erworben, durchlaufen sie einen internen Ratingprozess.

Arten von Wandelanleihen

Grundsätzlich lassen sich zwei Arten von Wandelanleihen unterscheiden. Zum einen gibt es Wandelanleihen, bei denen der Investor das Wandlungsrecht besitzt und über die Wandlung entscheiden kann. Zum anderen gibt es Anleihen, bei denen der Investor nicht über die Wandlung bestimmen kann, sondern z. B. das Wandlungsrecht beim Emittenten liegt.

In die erstgenannte Kategorie fallen **klassische Wandelanleihen**. Der Investor bestimmt, ob die Anleihe in Aktien des Emittenten gewandelt werden soll. Bei **Umtauschanleihen (Exchangeables)** hat der Investor ebenfalls die Möglichkeit, die Anleihe in Aktien zu wechseln. Allerdings stimmen der Emittent der Anleihe und der Emittent der Aktie, in die gewandelt wird, nicht überein.

Beispiele für die zweite Kategorie sind: **Pflichtwandelanleihen** (Mandatory Convertible Bonds), die spätestens zum Ende der Laufzeit automatisch gewandelt werden, und **Contingent Convertible Bonds** (kurz „CoCos“), bei denen es zur Wandlung kommt, sobald ein zuvor im Verkaufsprospekt definiertes Ereignis (z. B. das Absinken der Eigenkapitalquote unter das regulatorische Minimum) eintritt. Konkret wird so das Eigenkapital des Emittenten erhöht, da Fremdkapital (die Anleihe) in Eigenkapital (Aktien) umgewandelt wird. Ein Beispiel für Wandelanleihen, bei denen das Wandlungsrecht beim Emittenten liegt, sind Aktienanleihen, sogenannte **Reverse Convertible Bonds**.

Flexibel von unterschiedlichen Renditequellen profitieren

„Mit globalen Wandelanleihen lassen sich unterschiedliche Renditequellen erschließen – für viele Anforderungen von Investoren: Anleihen-Outperformance für Fixed Income-Investoren, begrenztes Risiko für Aktienanleger gerade unter Solvency II und Diversifikation für Multi-Asset-Investoren.“

Marc-Alexander Knieß, Senior Portfolio Manager Global Convertible Bonds



Bei Aktien liegen die wichtigsten Werttreiber in der Kursentwicklung – des Gesamtmarktes sowie der Einzeltitel.

Unternehmensanleihen wiederum haben im Wesentlichen zwei Ertragsquellen: den risikolosen Zins abhängig von der Laufzeit (Duration) sowie den Aufschlag für das individuelle Kreditrisiko des Emittenten, den Credit Spread.

Mit globalen Wandelanleihen können Investoren flexibel ganz unterschiedliche Ertragsquellen nutzen.

Denn Wandelanleihen bieten mit ihrer einzigartigen Kombination von Aktien- und Rentenexponierung die Chance, von weiteren Ertragsquellen zu profitieren. Zudem sind sie natürlicher Profiteur von Volatilität und bieten über das Wandlungsrecht Zugang zu (eingebetteten) Optionen mit langer Laufzeit, die so am Markt nicht erhältlich sind.

Zu den Emittenten von Wandelanleihen zählen insbesondere wachstumsorientierte Unternehmen, die eine günstigere Form der Kapitalaufnahme suchen als über Corporate Bonds. Aufgrund dieses

sogenannten „Growth Tilt“ finden sich auch vergleichsweise viele Small & Mid Caps unter den Convertibles-Emittenten. Die Wachstumschancen dieser kleineren Unternehmen bieten für Convertible Bonds über das eingebaute Wandlungsrecht daher ein zusätzliches Renditepotenzial. Da der Anteil an Unternehmen mit mittlerer oder kleiner Marktkapitalisierung am Nischenmarkt für globale Wandelanleihen vergleichsweise hoch ist, lassen sich durch zielgerichtetes proprietäres Research Informationsvorsprünge erzielen. Dies bietet ein effektives Potenzial für die Erwirtschaftung von Alpha durch aktives Management.

Partizipation an Aktienmarktbewegungen – das Delta

Wodurch kommt die stärkere Partizipation in Aufwärtsmärkten zustande? Wenn der Aktienkurs und der Preis, zu dem gewandelt werden kann, auf dem gleichen Niveau liegen, beträgt die Aktiensensitivität,

5. Renditequellen von Wandelanleihen im Überblick

| | |
|------------------|--|
| Aktioption | – Partizipation an der Aktienwertentwicklung (Delta) – Langlaufende, eingebettete Call-Option |
| Anleihe | – Kuponzahlung – Zinssensitivität und Duration – Spread und Credit-Management |
| Bewertung | – Ausnutzen von Bewertungsschwankungen – Relative Value |
| Neuemissionen | – Teilnahme am Primärmarkt |
| Strukturmerkmale | – Übernahmeschutzklauseln – Dividendenschutzklauseln |
| Konvexität | – Aktive Anpassung der Delta-Position |

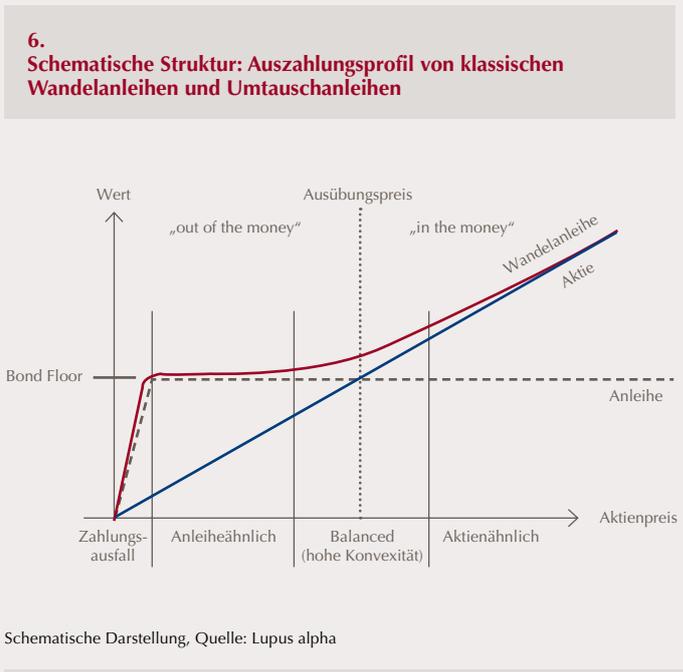
Schematische Darstellung, Quelle: Lupus alpha

das Delta, 0,5. Ein Delta von 0,5 gibt an, dass der Kurs der Wandelanleihe um 1 % steigt, wenn der

Exkurs: Konvexes Auszahlungsprofil: Pluspunkt für Investoren

Die Bewertung einer Wandelanleihe hängt von verschiedenen Faktoren ab. Auf der x-Achse (Abbildung 6) ist der Preis des Basiswertes, also der Kurs der zugrunde liegenden Aktie abgetragen. Die y-Achse zeigt die Bewertung der Wandelanleihe.

Mit steigendem Aktienkurs steigt auch der Wert der in der Wandelanleihe implizit enthaltenen (Call-) Option. Das Auszahlungsprofil wird in diesem Bereich tendenziell immer aktienähnlicher. Sinkt der Aktienkurs, wird eine Wandlung unwahrscheinlicher und der Wert der Wandelanleihe nähert sich dem „Bond Floor“, also der Bewertung als reine Unternehmensanleihe. Das Auszahlungsprofil ähnelt jetzt dem einer Anleihe. Erst wenn der Emittent nicht mehr in der Lage ist, seinen Zahlungsverpflichtungen



Kurs der zugrunde liegenden Aktie um 2 % steigt. Steigt der Kurs der Aktie, steigt auch das Delta an, bis es im Maximalfall 1 (= 100%) erreicht. Die Wandelanleihe wird sehr aktienähnlich, denn eine Wandlung ist sehr attraktiv. Das Delta steigt oder fällt jedoch nicht linear. Kommt es zu einem Rückgang des Aktienkurses unter den Wandlungspreis, so sinkt auch die Partizipationsrate (Delta) und die Anleihe reagiert kaum noch auf Bewegungen des Aktienkurses. Im Balanced-Bereich ist diese Reagibilität besonders ausgeprägt und somit die Konvexität besonders groß.

Behandlung von Dividenden

Als Investor einer Wandelanleihe hat der Anleger keinen unmittelbaren Anspruch auf die gezahlten Dividenden, da er die Aktie nicht direkt hält. Durch spezielle Prospektklauseln werden allerdings Investoren bei unerwartet hohen Ausschüttungen der zu-

nachzukommen, fällt der Wert der Wandelanleihe unter den Bond Floor.

Zwischen dem anleiheähnlichen und dem aktienähnlichen Bereich findet sich der sogenannte Balanced-Bereich. Hier weist die Wandelanleihe die höchste Konvexität auf mit einem Delta (Aktiensensitivität) zwischen 0,3 und 0,7. Mit Ausnahme des Bereiches, der vom Zahlungsausfall des Emittenten betroffen ist, ist das gesamte Auszahlungsprofil einer Wandelanleihe konvex, d. h. nach oben gekrümmt. Ein konvexes Profil kennzeichnet Anlagen mit höheren Chancen nach oben als Risiken nach unten. Für Investoren ist dies eine äußerst willkommene Eigenschaft.

zugrunde liegenden Aktien regelmäßig kompensiert: das Verhältnis, zu dem sie die Anleihe in Aktien tauschen können, wird angepasst, um der entgangenen Dividende Rechnung zu tragen.

Zinsertrag und Credit Spread

Wandelanleihen bieten durch den „Bond Floor“ die Sicherheit einer Anleihe: Der Anleger hat ein Anrecht auf die Kuponzahlungen und die Rückzahlung zum Nennwert, wenn nicht gewandelt wird. Wandelanleihen haben im Schnitt eine kürzere Laufzeit als Unternehmensanleihen. In der Regel liegt sie bei drei bis fünf Jahren. Aufgrund dessen unterliegen sie Zinsänderungsrisiken in geringerem Maße als Unternehmensanleihen und erleiden im Falle eines Zinsanstiegs kleinere Kurseinbußen.

Mehr als 40 % des Investmentuniversums machen Emittenten mit Rating im High Yield-Bereich aus, mit entsprechend höheren Credit Spreads – und dem Erfordernis eines vertiefenden Kreditrisikomanagements.

Bewertung und Relative Value

Der Convertible Bond-Markt ist ein Nischenmarkt und bietet so die Möglichkeit, von relativen Bewertungsunterschieden und temporären Fehlbewertungen von Einzeltiteln oder zwischen Regionen und Sektoren zu profitieren. Investoren, die über den Tellerrand schauen und auch zwischen klassischen Unternehmensanleihen und Wandelanleihen vergleichen, haben zusätzliche Chancen bei Relative Value-Investments.

Neuemissionsprämie

Abhängig von der jeweiligen Angebots- und Nachfragesituation am Wandelanleihenmarkt und der Aktivität bei Neuemissionen kann es sich lohnen, opportunistisch oder strategisch an Neuemissionen teilzunehmen und so eine Prämie zu vereinnahmen. Solche Positionen können durchaus auch als kurzfristige Trading-Positionen eingegangen werden.

Strukturmerkmale

Die Dokumentation von Wandelanleihen, also die Verkaufsprospekte, sind wenig standardisiert. Darin finden sich häufig individuelle Vereinbarungen und vertragliche Merkmale. Daher bietet die ausführliche Prospektanalyse Potenzial zur Erzielung von Alpha. So lassen sich beispielsweise mit Übernahmeschutzklauseln Zusatzerträge generieren: Vorzeitige Kündigungsrechte seitens des Gläubigers bieten diesem die Möglichkeit einer Verringerung des Kreditrisikos und der Duration. Mit vorteilhaften Anpassungen des Wandlungsverhältnisses oder einer frühzeitigen Rückzahlung zum Nennwert im Falle einer Übernahme des Emittenten ergeben sich zusätzliche Ertragschancen.

Konvexität

Die laufende Anpassung des Deltas eines Convertible-Portfolios stellt die gewünschte asymmetrische Beteiligung an der Aktienkursentwicklung auf Portfolio-Ebene sicher. So weisen nicht nur die meisten Einzeltitel zum Emissionszeitpunkt ein Delta im Balanced-Bereich von 0,3 bis 0,7 auf, sondern auch das Portfolio insgesamt sollte sich durchschnittlich in dieser Größenordnung bewegen, wenn man maximal von der Konvexität profitieren möchte. Somit wirkt im Portfolio ein implizites Market Timing: Das Delta reagiert bei Bewegungen der Aktienmärkte schnell (hohes Gamma), was zur gewünschten asymmetrischen Partizipation führt.

Wandelanleihen eröffnen Strategieoptionen

Wandelanleihen weisen also eine Vielzahl von Alphaquellen auf. Aufgrund ihrer unterschiedlichen Ausprägung lassen sich individuelle Rendite-Risiko-Profile je nach Bedürfnis des Anlegers erzeugen, z. B. indem der Schwerpunkt auf „bond-like“ oder „equity-like“ gelegt wird.

Ebenso ist es möglich, die Strategie als Absolute Return-Ansatz im Zeitablauf flexibel anzupassen,

um opportunistisch von unterschiedlichen Marktumfeldern zu profitieren: Titel mit geringer Aktiensensitivität in fallenden Märkten, Titel mit hoher Konvexität in Seitwärtsmärkten und Titel mit höherem Delta in Bullenmärkten.

Rolle von Wandelanleihen in der strategischen Asset Allocation von Investoren

Trotz der aufgezeigten Vorteile der Wandelanleihe stellt sich immer noch die Frage, wie man diese Asset-Klasse am besten in seine Asset Allocation integrieren sollte. Hierzu gibt es verschiedene Ansätze und Strategien, die nachfolgend kurz erläutert werden. Ein Richtig oder Falsch gibt es aber allgemein nicht, da die Allokation auch stark vom Investor und der jeweiligen Strategie abhängt.

Unabhängig von der Allokationsstrategie birgt das Integrieren von Wandelanleihenprodukten in Portfolios ein enormes Potenzial für zusätzliche Performance, eine breitere Diversifikation und vorteilhafte konvexe Risikoprofile.

Ansätze und Strategien zur Integration von Wandelanleihen in die Asset Allocation

1. Eigenständige Asset-Klasse

Die oftmals sinnvollste Lösung wäre es, die Wandelanleihe als eigenständige Asset-Klasse zu betrachten. So würde man den besonderen Charakteristika am einfachsten gerecht. Dies wird in der Praxis allerdings selten umgesetzt. Das hängt unter anderem damit zusammen, dass das Wandelanleihenuniversum im Verhältnis zum Aktien- und klassischen Unternehmensanleihenuniversum relativ klein ist.

2. Defensive Aktie

Ein zweiter Ansatz wäre es, die Wandelanleihe als defensive Aktie zu betrachten – eine Aktie mit eingebautem Fallschirm. Während die Aktie ihren Wert zu großen Teilen verlieren kann, bleiben der Wandelanleihe immer noch die Kuponzahlung und der Nominalwert: vorausgesetzt, es tritt kein Credit-Event ein. Dies gilt nicht nur für den Kurswert, sondern auch für die Dividende, die im Gegensatz zum Kupon nicht garantiert ist. Zwar können die Convertibles in Ihrer Wertentwicklung bei steigenden Märkten nicht vollständig mit der Aktie mithalten. Allerdings könnten Wandelanleihen stellvertretend für eine defensive Aktie in Märkten mit zunehmender Unsicherheit eine echte Alternative für viele Investoren sein, die das Risiko von massiven Drawdowns nicht in Kauf nehmen wollen.

3. Chancenreiche Anleihe

Eine weitere Sicht auf Wandelanleihen ist die der chancenreichen Anleihe. Hierbei stehen der Kupon und die Rückzahlung im Vordergrund. Die Wandelanleihe ist im Gegensatz zu klassischen Fixed Income-Werten aber deutlich volatiler (Aktiensensitivität) und kann von steigenden Aktienkursen profitieren, während Kursrückgänge sie nur im geringeren Maße betreffen. Diese Sicht ergibt für Investoren Sinn, die nicht auf die Sicherheit von Rentenpapieren verzichten wollen, aber bedingt durch die Niedrigzinsphase auf alternative Renditequellen angewiesen sind.

4. Alternative Investment

Ein vierter Ansatz ist die Zuweisung der Wandelanleihen in die Asset-Klasse der alternativen Investments. Die hybriden Eigenschaften würden dafür sprechen: Es ist allerdings fraglich, ob die Übereinstimmung mit der Asset-Klasse Aktien bzw. Renten nicht doch höher ist als die mit Alternatives.

Nachhaltig investieren: ESG – auch bei Wandelanleihen

„Investoren, die nachhaltige Investments suchen, werden bei Lupus alpha auch in der spezialisierten Klasse der Wandelanleihen fündig. Unser integrierter ESG-Ansatz berücksichtigt die unterschiedlichsten Nachhaltigkeitsaspekte umfassend und wurde vielfach ausgezeichnet.“

Stefan Schauer, Senior Portfolio Manager Global Convertible Bonds



Nachhaltiges Investieren im Sinne ökologischer und sozialer Faktoren sowie solcher des Unternehmensverhaltens (ESG-Investieren) ist eine der wichtigsten Entwicklungen in der Finanzindustrie mit vielversprechenden Aspekten für Investoren. Gerade in den letzten Jahren sind nachhaltige Investments immer stärker in den Fokus von Anlegern gerückt. Dabei ist Nachhaltigkeit kein kurzlebiger Trend, der erst seit fünf Jahren existiert. Wenn auch nicht unter der Bezeichnung ESG, sondern unter dem Begriff Corporate Social Responsibility (CSR), geht z. B. die Forschung zu sozial- bzw. umweltver-

antwortlichem Handeln schon ins letzte Jahrhundert zurück.

Lupus alpha: Eine von Nachhaltigkeit und gesellschaftlicher Verantwortung geprägte Philosophie

Lupus alpha fühlt sich dem Grundsatz verpflichtet, verantwortungsvoll zu investieren. Bereits seit mehr als 15 Jahren werden Nachhaltigkeitskriterien bzw. ESG-Kriterien bei Lupus alpha angewendet. Ausgangspunkt waren damals nachhaltige Strategien im Bereich der europäischen Small & Mid Caps.

Nach unserem Verständnis sind die Einhaltung ethischer Geschäftsstandards und die Orientierung an den Bedürfnissen unterschiedlicher Anspruchsgruppen Teil unserer unternehmerischen Verantwortung. Denn nur im engen Dialog mit unseren Kunden, Geschäftspartnern, Gesellschaft, Umwelt sowie Mitarbeitern können wir dieser Verantwortung gerecht werden und langfristig erfolgreich wirtschaften. Dies setzen wir auch bewusst und konsequent in der Praxis um. So führen die verantwortlichen Portfolio-Manager bei unseren Aktien- und Wandelanleihenstrategien im Rahmen des fundamentalen Investmentprozesses eine Vielzahl von Unternehmensgesprächen: Nachhaltigkeitsthemen, insbesondere Governance, sind integraler Bestandteil der darauf basierenden Unternehmensanalyse. Selbstverständlich gelten grundsätzlich übergreifende, unternehmensweite Ausschlüsse für kontroverse Waffen. Darüber hinaus berücksichtigen wir unterschiedliche ESG-Fragestellungen. Wir greifen hierfür unter anderem auf spezialisiertes, externes Research von global führenden Anbietern wie MSCI zu, um ein optimales Ergebnis zu gewährleisten. Bei expliziten ESG-Mandaten wird die Analyse durch ein Screening relevanter ESG-Kriterien mittels externen Researchs und die entsprechende Unternehmensanalyse durch Lupus alpha selbst ergänzt. Für Spezialfonds und Mandate können alle Kriterien individuell definiert und die ESG-Strategie kann entsprechend parametrisiert werden.

ESG: In den Teams von Lupus alpha verankert

Analysten und insbesondere Portfolio-Manager stehen bei Lupus alpha immer persönlich in der Verantwortung für ihre Portfolios. Das gilt hinsichtlich der Nachhaltigkeit genauso wie für die Portfolio-Performance. Sie verantworten daher auch die Auswahl der Einzelwerte und die Implementierung der Investitionsentscheidungen gemäß der nachhaltigen Anlagephilosophie. Dafür weist das Portfolio-Management die notwendige Expertise und entsprechende Qualifikationen auf. Ergänzt wird dies durch ein designiertes ESG-Team mit aktuell acht Mitarbeitern aus den Bereichen Produktmanagement, Compliance,

Communications, Risikomanagement sowie Portfolio-Management, das sich abteilungsübergreifend mit den unterschiedlichen Fragestellungen befasst und auf aktuelle Entwicklungen eingeht. Zusätzlich werden operative bzw. governancebezogene Themen, die Lupus alpha als Organisation betreffen, von den Complianceverantwortlichen überwacht.

ESG-Investieren mit Wandelanleihen

Die Strategie des Lupus alpha Sustainable Convertible Bonds ist Ausdruck unseres Bestrebens, Investoren auch bei spezialisierten Anlagen wie Wandelanleihen nachhaltige Lösungen zu ermöglichen. Wir reagieren damit zugleich auf die wachsende Nachfrage institutioneller Kunden nach Anlagestrategien mit explizit nachhaltiger Ausrichtung.

Mit der Strategie können auch Investoren, die Wert auf eine nachhaltige Kapitalanlage legen, von den Vorteilen der besonderen Asset-Klasse Wandelanleihen profitieren. Wie im vorangegangenen Kapitel erläutert, können sie aufgrund ihres hybriden Charakters aus Anleihen und Aktien Konvexität bieten. Die Strategie eröffnet somit die Möglichkeit, eine stärkere Partizipation an steigenden als an fallenden Aktienmärkten, eine geringe Zinssensitivität und Vorteile bei der Diversifikation mit der Berücksichtigung umfangreicher ESG-Kriterien zu kombinieren.

Wie unser ESG-Ansatz funktioniert

Unser ESG-Ansatz für das Investieren in Wandelanleihen, wie er etwa im Fonds Lupus alpha Sustainable Convertible Bonds exemplarisch umgesetzt ist, beruht auf den drei in Abbildung 7 auf der Folgende dargestellten Schritten:

Als erstes wird das Universum anhand eines umfangreichen Katalogs an Ausschlusskriterien verdichtet. Im zweiten Schritt analysieren wir alle Unternehmen hinsichtlich ihres Beitrags zu den UN SDGs (Sustainable Development Goals der UN)² und investieren in solche, die einen positiven

²<https://sustainabledevelopment.un.org/?menu=1300>.

7. ESG-Investieren in Wandelanleihen: Ein Ansatz in drei Schritten



Schematische Darstellung, Quelle: Lupus alpha

Beitrag erzielen. Drittens kann die nachhaltige Strategie in Wandelanleihen von Emittenten anlegen,

die sehr gute ESG-Ratings erzielen, vorausgesetzt, sie weisen keine schwerwiegenden Kontroversen auf.

Exkurs: Ausschlusskriterien im Rahmen des Negativscreenings

Die folgenden Ausschlüsse, sortiert nach Umwelt, Soziales, Governance und Ethik, sind in unseren ESG-Portfolios implementiert:

Umwelt:

- Verstöße gegen internationale Biodiversitätskonventionen und mangelhafte Reaktion/Aufarbeitung seitens des Unternehmens
- Abbau von Kraftwerkskohle > 5% Umsatz
- Energieerzeugung aus Kraftwerkskohle (ohne Toleranzgrenze)
- Produktion und Vertrieb von Atomstrom (ohne Toleranzgrenze)
- Produkte und Dienstleistungen für die Atomindustrie > 5% Umsatz
- Abbau, Exploration und Dienstleistungen für Ölsand und Ölschiefer
- Produktion von GMOs („Gentechnisch veränderte Organismen“) für den menschlichen Konsum (ohne Toleranzgrenze)
- Produktion von GMOs für die industrielle Nutzung (ohne Toleranzgrenze)

Soziales:

- Verstöße gegen den UN Global Compact
- Verstöße gegen internationale Menschenrechtskonventionen und mangelhafte Reaktion/Aufarbeitung seitens des Unternehmens
- Verstöße gegen die ILO-Kernarbeitsnormen im eigenen Unternehmen und in der Lieferkette sowie mangelhafte Reaktion/Aufarbeitung seitens des Unternehmens

Governance:

- Verstöße gegen internationale Korruptionskonventionen und mangelhafte Reaktion/Aufarbeitung seitens des Unternehmens

Der ESG-Auswahlprozess im Detail

Wie beispielsweise im Lupus alpha Sustainable Convertible Bonds investiert unsere ESG-Strategie für Wandelanleihen in ein globales, breit diversifiziertes Portfolio von Wandelanleihen, die strenge Kriterien für Nachhaltigkeit erfüllen. Dafür werden die Emittenten nach ökologischen, sozialen, ethischen und Governance-Kriterien klassifiziert. Die Analyse umfasst unter anderem Sozialstandards, Umweltmanagement, Produktportfolio und Unternehmensführung. **Im ersten Schritt werden im Rahmen eines umfassenden Negativscreenings** Werte ausgeschlossen, die bestimmten Mindeststandards nicht genügen. Die detaillierten Ausschlusslisten sind vollständig transparent und können dem Exkurs entnommen werden.

Ethik:

- Produktion und Vertrieb von Militärgütern/Waffen > 5 %
- Produktion von Alkohol > 5 %
- Produktion, Vertrieb usw. von alkoholischen Produkten > 33 % Umsatz
- Produktion von Tabak > 5 %
- Produktion, Vertrieb usw. von Tabak > 33 % Umsatz
- Tierversuche zu nichtmedizinischen Zwecken
- Massentierhaltung (ohne Toleranzgrenze)
- Hersteller von Abtreibungsmitteln (ohne Toleranzgrenze)
- Produktion oder Vertrieb von Pelzprodukten > 5 % Umsatz
- Angebot von Tierversuchen (ohne Toleranzgrenze)
- Produktion, Dienstleistungen und Angebot von pornografischen Inhalten > 3 % Umsatz
- Glücksspiel – verbundene Aktivitäten > 10 % Umsatz
- Glücksspiel > 5 % Umsatz
- Produktion/Vertrieb/Dienstleistungen von Streumunition, Anti-Personen-Minen und sonstigen kontroversen Waffen

UN SDGs: Übersicht



Quelle: Vereinte Nationen

Im nächsten Schritt werden Unternehmen identifiziert, die einen positiven Beitrag zu den Sustainable Development Goals leisten. Die SDGs wurden von den Vereinten Nationen verabschiedet und bilden eine Agenda zur nachhaltigen Entwicklung. Abschließend wird das ESG-Rating des untersuchten Unternehmens betrachtet. Es werden nur Unternehmen ausgewählt, die gute Bewertungen (ESG-Scores) erreichen und keine Kontroversen aufweisen. Die Verantwortung für das Monitoring der Einhaltung der Kriterien liegt dabei beim Portfolio-Management-Team für Wandelanleihen in Zusammenarbeit mit unseren externen renommierten Dienstleistern

8. Titelselektionsprozess: Die Wirkung des ESG-Filters



Schematische Darstellung, Quelle: Lupus alpha

und Research-Anbietern wie MSCI. Der gesamte Prozess der Titelselektion (Details im Kapitel „Das aktive Management von Wandelanleihenportfolios“) wird in Grafik 8 visualisiert. Die Grafik zeigt, welche Relevanz der ESG-Ansatz für die Einzeltitelauswahl hat. Bevor in den weiteren Selektionsschritten zusätzliche ökonomische und unternehmensspezifische Faktoren Beachtung finden, werden allein durch den Nachhaltigkeitsfilter ca. die Hälfte der Einzeltitel des Wandelanleihenuniversums ausgeschlossen. Aus klassischer Portfolio-Theorie-Sicht würde diese Einschränkung des Universums zwar als Nachteil betrachtet werden. Aber wenn man davon ausgeht, dass die Berücksichtigung von ESG-Kriterien idiosynkratische Drawdown-Risiken vermindert, kann der Nachhaltigkeitsansatz auch performancetechnische Vorteile mit sich bringen.

Wirkungsmessung und ESG-Berichterstattung

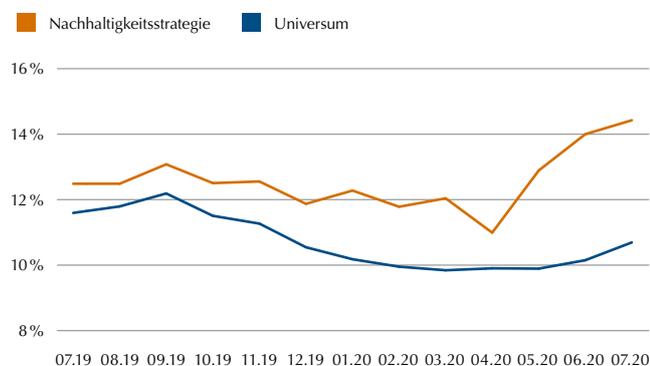
Das Thema ESG-Investieren hat in den letzten Jahren immer mehr an Bedeutung gewonnen. Dennoch gibt es auch einige kritische Meinungen zu den nachhaltigen Investitionen. Oftmals werden sie als

reines Marketinginstrument gesehen oder man sieht sich gar dem Vorwurf des Greenwashings ausgesetzt. Eine regelmäßige und genaue Wirkungsmessung unserer Investitionen ist aus diesen Gründen für uns von höchster Bedeutung, um die Ernsthaftigkeit und die substantielle Wirkung unseres Nachhaltigkeitsansatzes zu untermauern. Wir beobachten kontinuierlich den Selektionsgrad, also den prozentualen Anteil der Titel, die nach erfolgtem ESG-Screening im Investmentuniversum verbleiben, und observieren die Entwicklung der ESG-Scores auf Einzeltitel- und Portfolio-Ebene im Zeitablauf sorgfältig. Der durchschnittliche Beitrag der Portfolio-Titel zu den UN SDGs wird im Vergleich zur Benchmark eines breiten, nichtnachhaltigen Universums untersucht. Auch gilt dem CO₂-Fußabdruck des Portfolios ein besonderes Augenmerk bzw. dem Beitrag, den die Unternehmen zu den Klimazielen im Rahmen der SDGs leisten (siehe Abb. 9).

Die Einhaltung der ESG-Kriterien, die Selektivität und der Vergleich relevanter Kennzahlen mit dem breiten Investmentuniversum wird auf Fondsebene durch das monatliche Factsheet transparent gemacht.

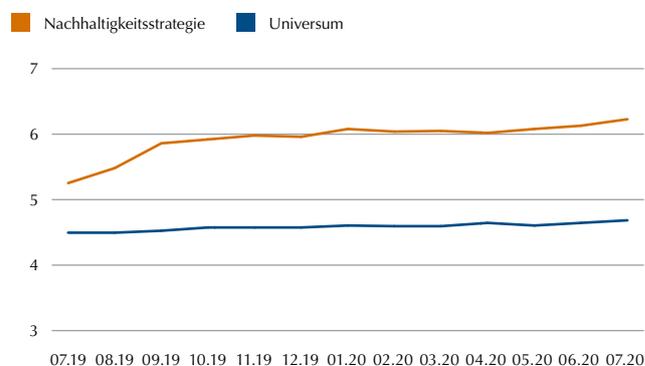
9. ESG-Wirkungsmessung: Kontinuierliches Monitoring entscheidender Größen

Durchschnittlicher Beitrag zu den SDGs



Quellen: MSCI ESG Research, eigene Berechnung; Stand: 31.07.2020
Die Kennzahlen zur Nachhaltigkeitsstrategie beziehen sich auf das Portfolio des Fonds Lupus alpha Sustainable Convertible Bonds.

Durchschnittlicher ESG-Score



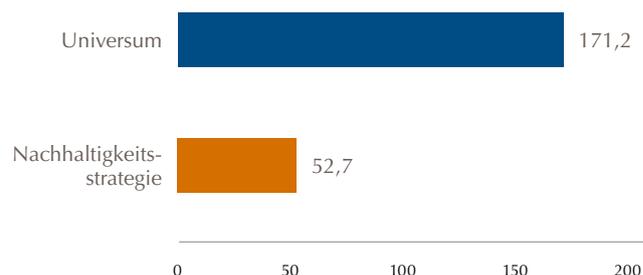
Quellen: MSCI ESG Research, eigene Berechnung; Stand: 31.07.2020
Die Kennzahlen zur Nachhaltigkeitsstrategie beziehen sich auf das Portfolio des Fonds Lupus alpha Sustainable Convertible Bonds.

Top-5-Unternehmen nach SDG-Beitrag (Umsatzanteil)

| | |
|------------------------------|------|
| DexCom Inc. | 100% |
| Tandem Diabetes Care Inc. | 100% |
| Jazz Pharmaceuticals plc | 98% |
| BioMarin Pharmaceutical Inc. | 97% |
| Insulet Corp. | 91% |

Quellen: MSCI ESG Research, eigene Berechnung; Stand: 31.07.2020
Die Kennzahlen zur Nachhaltigkeitsstrategie beziehen sich auf das Portfolio des Fonds Lupus alpha Sustainable Convertible Bonds.

CO₂-Intensität (CO₂e t/Mio. USD Umsatz)



Quellen: MSCI ESG Research, eigene Berechnung; Stand: 31.07.2020
Die Kennzahlen zur Nachhaltigkeitsstrategie beziehen sich auf das Portfolio des Fonds Lupus alpha Sustainable Convertible Bonds. Messung von Scope 1 und Scope 2 CO₂ (direkte Emissionen des Unternehmens sowie Emissionen durch bezogene Energie).

Unser Nachhaltigkeitskonzept zeichnet sich durch eine Kombination aus notwendigen Ausschlusskriterien, Impact (geleitet von den SDGs) und ESG-Score aus. Es vermeidet somit eine einseitige Betrachtung und integriert verschiedene Nachhaltigkeitsansätze. Dieses Vorgehen hat sich in den letzten Jahren als

sehr erfolgreich erwiesen. Der nach diesen Prinzipien gemanagte Lupus alpha Sustainable Convertible Bonds wurde von unabhängigen Analysehäusern ausgezeichnet. Der Fonds erhielt zudem hinsichtlich seiner ESG-Qualität das FNG-Siegel mit zwei Sternen sowie das Österreichische Umweltzeichen.



Das aktive Management von Wandelanleihenportfolios

„Pure Wandelanleihenportfolios können ganz besonders von aktivem Management profitieren: Proprietäres Bottom-up-Research ist die Grundlage für höchste Investmentqualität im Sinne eines stabilen Bond Floors und eine konsequente Einzeltitelauswahl kann die globalen Wachstumschancen des Segments nutzen.“

Marc-Alexander Knieß, Senior Portfolio Manager Global Convertible Bonds



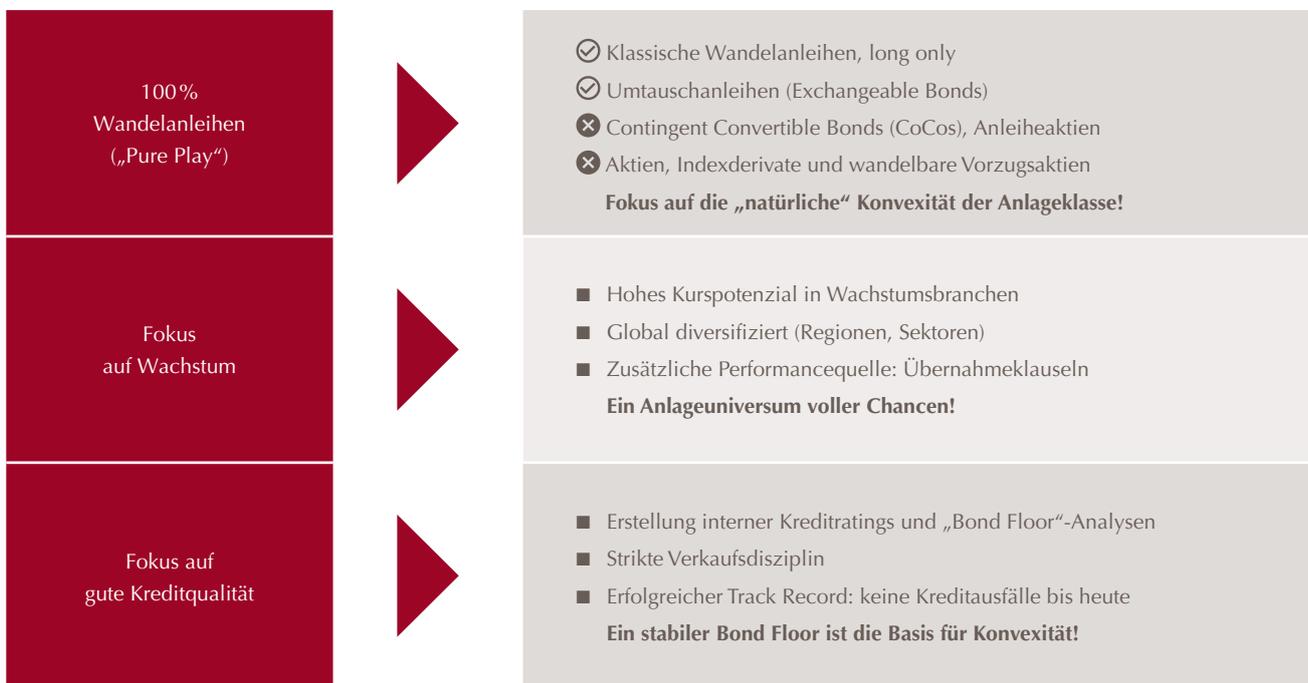
Die Investmentphilosophie der Wandelanleihenstrategien von Lupus alpha sieht vor, dass in ein global diversifiziertes Portfolio von Wandelanleihen investiert wird, um vom asymmetrischen Ertragsprofil dieser Anlageklasse möglichst breit profitieren zu können.

Anlageziel ist, durch den bottom-up-gesteuerten, mehrstufigen Investmentprozess, Wandelanleihen mit dem attraktivsten Risiko-Ertrags-Profil zu identifizieren und eine risikoadjustierte **Outperformance gegenüber der Benchmark** „Refinitiv Global Focus

Hedged Convertible Bond Index (EUR)“ und der Peer Group zu erzielen. Aktuell werden insgesamt mehr als 300 Mio. Euro in Fonds und Mandaten in der Strategie „Globale Wandelanleihen“ verwaltet.

Innerhalb des Segments der Wandelanleihen erfolgt keine Fokussierung auf einzelne Regionen oder Branchen. Auch werden Regionen oder Branchen nicht explizit ausgeschlossen. In dem mehrstufigen Investitionsprozess nutzt das Managementteam die für dieses Nischensegment vorteilhafte Flexibilität

10. Wandelanleihenstrategien von Lupus alpha: Die wesentlichen Qualitätsmerkmale



Schematische Darstellung, Quelle: Lupus alpha

eines globalen Marktes und positioniert sich je nach Marktlage aktiv. Schwerpunktmäßig wird in Wandelanleihen mit ausgewogener Aktiensensitivität (Delta) allokiert.

Der Investmentansatz von Lupus alpha zeichnet sich durch eine Konzentration auf drei wesentliche Qualitätsmerkmale aus: (1) Es wird nur in Wandelanleihen investiert, intransparente Strukturen werden vermieden. (2) Ein besonderer Fokus auf Wachstumstitel eröffnet Investoren außergewöhnliche Chancen. (3) Kreditqualität steht im Vordergrund, weil so die Stabilität des Bond Floors und ein Schutz in Drawdown-Phasen ausgeprägt sind (siehe auch Abbildung 10).

Der Investmentprozess

Der Investmentprozess von Lupus alpha in Wandelanleihen umfasst drei wesentliche Schritte, die im

Folgenden erläutert werden (eine Übersicht gibt auch die Grafik 13 auf S. 24).

Titelselektion, Teil 1: Das Screening

Das globale Wandelanleihenuniversum besteht etwa aus 1.000 Titeln. Durch einen Filterprozess, in dem die Ausgestaltung/Struktur, die Liquidität und die Bonität des Emittenten der Wandelanleihe in mehreren Schritten untersucht werden, ergibt sich ein investierbares Universum von rund 350 Wandelanleihen. Im nachhaltigen Lupus alpha Sustainable Convertible Bonds mit ca. 200 Wandelanleihen entsprechend etwas weniger, da der ESG-Filter vorangestellt wird (Details hierzu im Kapitel „Nachhaltig investieren: ESG – auch bei Wandelanleihen“).

Im Filterprozess werden je nach Ausprägung des individuellen Profils der jeweiligen Wandelanleihe verschiedene Kriterien (Renditekennzahlen, Ratings,

11. Titelselektion: Der Prozess im Überblick



Schematische Darstellung, Quelle: Lupus alpha

Delta etc.) unterschiedlich stark berücksichtigt und gewichtet.

Titelselektion, Teil 2: Die Bottom-up-Analyse

Die detaillierte Bottom-up-Analyse der Emittenten und einzelnen Wertpapiere stellt nachfolgend den Kern der Einzeltitelauswahl und den zentralen Faktor des gesamten Investmentprozesses dar. Neben der Einschätzung des Aktien- und Kreditrisikos jeder Wandelanleihe kommt der ausführlichen Strukturanalyse große Bedeutung zu. Das Ziel ist es, diejenigen Wandelanleihen zu selektieren, die je nach Wirtschaftslage und sonstigen Rahmenbedingungen das beste Rendite-Risiko-Profil aufweisen.

Die angestrebte Outperformance wird überwiegend durch eine Einzeltitelauswahl beeinflusst, die auf fundamentalem Research beruht. Der Fokus liegt auf Wachstum und Qualität. Etwaige hieraus für einen Euro-Anleger entstehende Währungsrisiken werden konsequent und systematisch in Euro abgesichert.

Der Fokus in der Wandelanleihenstrategie von Lupus alpha liegt in der Auswahl von Wandelanleihen mit attraktivem Rendite-Risiko-Profil. Das kann in einzelnen Fällen im „bond-like“ Bereich liegen, wenn die Rendite relativ zum Kreditrisiko attraktiv ist und/oder sich Relative Value-Gelegenheiten im Vergleich zur klassischen Anleihe ergeben.

Es wird angestrebt, den Großteil der Einzeltitel mit einem sogenannten „Balanced“-Profil zu halten, d. h. mit mittlerer Aktiensensitivität. Hier liegt der Schwerpunkt der Analyse auf Titeln mit hoher Konvexität im „-20%/+20%-Stresstest“ und einer ausführlichen Bewertungsanalyse. Titel werden nicht systematisch verkauft, wenn sie „ins Geld“ (equity-like) laufen, sondern je nach Analyse des Potenzials der zugrunde liegenden Aktie für die Laufzeit der Wandelanleihe weiter gehalten oder entsprechend verkauft.

Weiterhin wird in Wandelanleihen aus der Event Driven-Kategorie investiert: Wandelanleihen werden häufig von Wachstumsunternehmen begeben, die

wiederum häufig Zielunternehmen von Übernahmen sind. Der Fokus liegt auf zusätzlichen Chancen aus der Analyse der Prospektklauseln/Schutzmechanismen, bei denen Investoren überdurchschnittlich relativ zu den Aktionären profitieren können.

Das gesamte Universum wird durch das Managementteam hinsichtlich der Analysen selbst gecouvert. Dabei nutzt das Team sowohl externes als auch internes Research und greift auf ein globales Netzwerk von Sell-Side-Analysten zurück, was sowohl bei der Auswahl von Research als auch beim Handel von Wandelanleihen Vorteile bringt. Die Plausibilisierung durch externes Research ist ein wichtiger Teil der Credit-Analyse bzw. zwingend notwendig vor Erzeugung

eines internen Ratings für erstmalig zu bewertende Wandelanleihen. Ein Großteil der Wandelanleihen verfügt über kein externes Credit-Rating. Es werden in diesem Zusammenhang interne Credit-Ratings für jede Position erstellt. Dabei werden detailliert Strukturmerkmale, Kennzahlen und Prospekte analysiert. In der Vergangenheit konnten somit erfolgreich Credit-Events vermieden werden. Der Bond Floor ist von entscheidender Bedeutung und gleichzeitig notwendige Voraussetzung zur Erzielung von Konvexität.

Portfolio-Konstruktion und Implementierung

Im nächsten Schritt folgen Portfolio-Konstruktion und Implementierung. Aus dem investierbaren

12. Titelselektion: Zwei repräsentative Beispiele

| | DocuSign 0,50% 2023 USD | Argentum/Wirecard 0,50% 2024 EUR |
|---------------------------|---|--|
| Business | IT/Software | IT/Zahlungsdienstabwickler |
| Struktur | Klassische Wandelanleihe | Umtauschanleihe eines niederländischen Finanzvehikels mit beschränkter Haftung „Argentum“ |
| Liquidität/Volumen | 575 Mio. USD | 900 Mio. EUR |
| Bonität/Credit | Non-rated („BB+“-Schattenrating) | Non-rated, aber der Garantieber Wirecard mit offiziellem Rating von Baa3 (Moody's) |
| Aktienpotenzial/Bewertung | Wachstumsunternehmen mit hohem Potenzial, Digitalisierung von Dokumenten (e-signature) | Wachstum durch Digitalisierung im Zahlungsverkehr, Hinweise auf bilanzielle Unregelmäßigkeiten (FT) ³ |
| Profil | Preis 125; Delta 70% | Preis 94; Delta 70% |
| Nachhaltigkeit | ESG-Rating BBB; SDG-Beitrag 0%; Kontroversen 5/10 (in keine größeren Kontroversen involviert) | ESG-Rating BBB; SDG-Beitrag 0%; Kontroversen 4/10 (involviert in mittlere bis schwere Kontroversen) |
| Investment |  Ja |  Nein |

13. Wandelanleihen mit Lupus alpha: Der Investmentprozess im Überblick



Schematische Darstellung, Quelle: Lupus alpha

Universum wird unter Berücksichtigung der Regionen- und Branchenstruktur absolut und relativ zur Benchmark sowie unter Berücksichtigung gesetzlicher Grenzen und der Prospektvorgaben das Portfolio von 80 bis 100 Titeln allokiert (im nachhaltigen Fonds 60–80 Titel). Im Rahmen der Einzeltitelstruktur sind dabei ein Minimum von 0,5%, ein Maximum von 5,0% je Titel sowie die Delta- und Market Cap-Struktur zu berücksichtigen. Limitierende Vorgaben auf Ebene eines Emittenten gibt es nur innerhalb der gesetzlichen Grenzen.

Das Management verfolgt das Ziel, zu jeder Zeit vollständig investiert zu sein. Üblicherweise liegt die Cashquote unter 5,0%. Grundsätzlich werden Fremdwährungsrisiken systematisch gesichert. Die Sicherung erfolgt über Devisentermingeschäfte mit in der Regel dreimonatiger Laufzeit.

Monitoring und Risikomanagement

Das Risikomanagement beginnt bereits vor der Neuaufnahme von Titeln in das Portfolio. Jede Wandelanleihe wird hinsichtlich der Struktur und Kreditqualität geprüft. Es erfolgt eine kontinuierliche Überwachung der für ein Wandelanleihenportfolio relevanten Kennzahlen der Einzeltitel und auf Gesamtebene. Ergänzt durch den engen Austausch mit den Unternehmen, die sich im investierbaren Uni-

versum befinden, kann frühzeitig eine Kauf- oder Verkaufsentscheidung erfolgen. Das Managementteam verfolgt eine strikte Verkaufsdisziplin, wenn erkennbar wird, dass die operativen Anlageziele nicht erreicht werden können. Konkret fallen Wandelanleihen ab einem Preis von 85 in einen kritischen Review-Prozess, in dem insbesondere die Bonität erneut hinterfragt wird. Ab einem Preis von 75 wird systematisch verkauft (Stop-Loss-Limit).

Das auf Portfolio-Management-Ebene stattfindende Risikomanagement wird durch das Risikomanagement-Team von Lupus alpha ergänzt. Durch dieses Team wird ein vom Portfolio-Management unabhängiger täglicher Bericht unter Einschluss verschiedener Risiko- maße (Value at Risk, Volatilität, Tracking Error etc.) und Informationen zur Positionierung wie der Delta-Verteilung und weiterer Kennzahlen, Angaben zu Credit Spreads sowie der aktiven Positionierung im Vergleich zur Benchmark erzeugt. Zudem werden alle gesetzlichen und vertraglichen Anlagegrenzen täglich von der Complianceabteilung überprüft. Verstöße werden unverzüglich an das Portfolio-Management weitergeleitet. Darüber hinaus berichtet das Risikomanagement-Team wöchentlich direkt an das Executive Committee von Lupus alpha.

Unter Risikoaspekten kann festgehalten werden, dass über das gesetzliche Maß hinaus nur geringe

Restriktionen bei der Länder- und Titelllokation existieren. In der Regel befinden sich 80 bis 100 Titel im Portfolio. Es wird insgesamt sichergestellt, dass der Diversifikationsgrad in Branchen, Regionen und Einzeltiteln ausreichend hoch ist. Das durchschnittliche interne Rating des Portfolios soll mit BBB- gerade noch „Investment Grade“ auf Gesamtportfolioebene ausweisen. Der überwiegende Anteil der Wandelanleihen ist nicht geratet, sodass hier interne Ratings berücksichtigt werden.

Kompetenz und Erfahrung: Das Team

Das Wandelanleihen-Team von Lupus alpha verfügt über umfassende Erfahrung und arbeitet als Kernteam bereits seit fast 15 Jahren erfolgreich zusammen. Es bringt dabei einschlägige Aktien- sowie Anleihenexpertise mit.

Die Portfolio-Manager verwalten bereits seit mehr als 20 Jahren Wandelanleihenfonds und verfügen über ein umfangreiches globales Netzwerk zu Emit-

ten, Brokern und anderen Marktteilnehmern. In einem Markt, in dem der Handel üblicherweise nicht über die Börse, sondern bilateral zwischen zwei Marktteilnehmern „over the counter“ (OTC) erfolgt, ist dies ein entscheidender Erfolgsfaktor. Gute Marktkontakte und routiniertes Verhandlungsgeschick spielen beim Kauf und Verkauf von Wandelanleihen eine wichtige Rolle, sie bestimmen auch die Qualität der Ausführung. Mehr aber noch sorgen sie dafür, dass die Portfolio-Manager ihr „Ohr am Markt“ haben und frühzeitig auf kommende Veränderungen reagieren bzw. diese korrekt antizipieren können.

Unterstützt werden die Portfolio-Manager durch den hochprofessionellen Trading Desk von Lupus alpha. Die Händler führen Orders nach Best Execution-Maßstäben aus und sorgen auch für die Absicherung von Währungspositionen im Einklang mit der Anlagepolitik der jeweiligen Fonds. Das Risikomanagement trägt in der Überwachung und Simulation den besonderen Anforderungen der Anlageklasse Wandelanleihen Rechnung.

14. Das Wandelanleihen-Team von Lupus alpha



Dr. Götz Albert, CFA
Head of Small & Mid Caps
Diplom-Volkswirt
Investmenterfahrung: 21 Jahre



Marc-Alexander Knieß
Portfolio Management
Diplom-Kaufmann
Investmenterfahrung: 20 Jahre



Stefan Schauer
Portfolio Management
Diplom-Kaufmann
Investmenterfahrung: 14 Jahre



Manuel Zell, CESGA
Portfolio Management
Master of Science
Investmenterfahrung: 4 Jahre



Matthias Rosenberger
Portfolio Implementierung
Betriebswirt
Investmenterfahrung: 20 Jahre



Heiko Felzmann
Portfolio Implementierung
Bankkaufmann
Investmenterfahrung: 22 Jahre

Spezialisierte Lösungen von Lupus alpha

„Ob UCITS-konformer Publikumsfonds oder Spezialfonds: Lupus alpha bietet auf unterschiedliche Bedürfnisse von Investoren abgestimmte Wandelanleihenstrategien an.“

Stefan Schauer, Senior Portfolio Manager Global Convertible Bonds



Mit Wandelanleihen lassen sich unterschiedliche Rendite-Risiko-Profile, je nach den Erfordernissen von Investoren, darstellen. Ein Investment in Wandelanleihen kann bei Lupus alpha sowohl im Pub-

likumsfonds als auch im Spezial-AIF erfolgen. Unabhängig vom gewählten Vehikel sind die grundlegenden Merkmale der Wandelanleihenstrategien identisch (siehe Abbildung 15).

15. Die Merkmale der Wandelanleihenstrategien von Lupus alpha



Schematische Darstellung, Quelle: Lupus alpha

Publikumsfonds mit Track Record: Lupus alpha Global Convertible Bonds

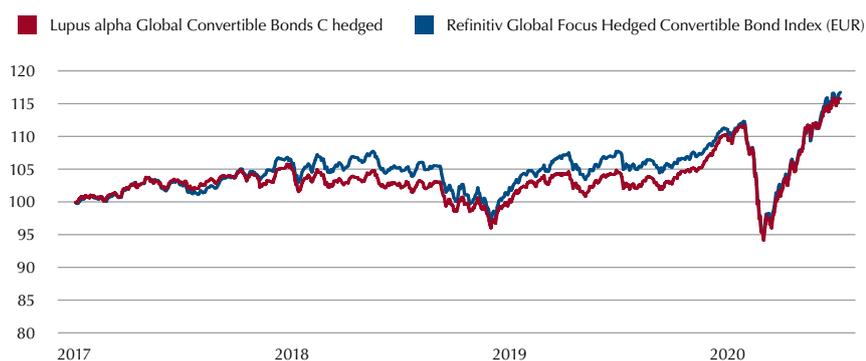
Der Lupus alpha Global Convertible Bonds bietet als UCITS-konformer Fonds Zugang zu einem aktiv verwalteten diversifizierten Portfolio globaler Wandelanleihen. Dabei nutzt er eine Vielzahl von Ertragsquellen: Neben Aktien- und Credit-Risikoprämien profitiert er von Chancen aus Neuemissionen, strukturellen Merkmalen der Anleihen und temporären Marktineffizienzen.

Das Team investiert schwerpunktmäßig in klassische globale Wandelanleihen mit ausgewogener Aktiensensitivität (Delta von 0,3 bis 0,7). Dabei ver-

bindet es die makroökonomische Analyse zur Identifikation attraktiver Sektoren und Regionen mit einer detaillierten Einzeltitelselektion. Neben der Einschätzung des Aktien- und Kreditrisikos jeder Wandelanleihe kommt der ausführlichen Strukturanalyse große Bedeutung zu. Ziel ist es, die Wandelanleihen zu selektieren, die das beste Rendite-Risiko-Profil aufweisen.

Eine Beimischung von Pflichtwandelanleihen (Mandatories) ist möglich. Aber es werden keine artfremden Risiken eingegangen. So wird weder in CoCos (Contingent Convertible Bonds) noch in Reverse Convertibles investiert und es werden auch keine direkten Aktienanlagen getätigt. Währungsrisiken

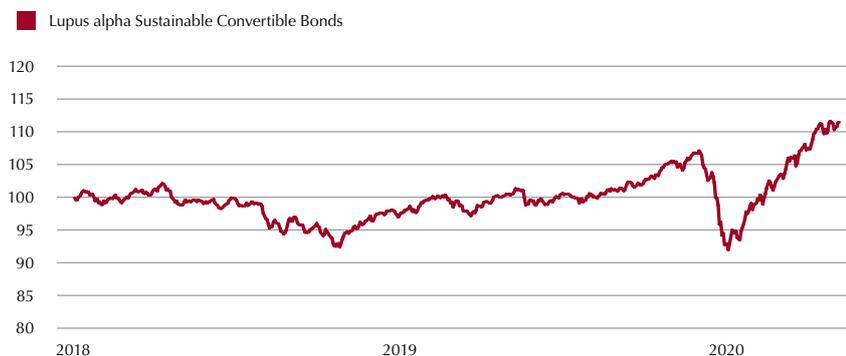
16. Lupus alpha Global Convertible Bonds



| Fonds | | |
|-----------------------------------|--------------|----------|
| ISIN | LU1535992389 | |
| Auflegung | 06.02.2017 | |
| Performance- und Risikokennzahlen | | |
| | Fonds | Index |
| Performance (p. a.) seit Aufl. | 4,59 % | 4,32 % |
| Volatilität (p. a.) seit Aufl. | 6,43 % | 6,39 % |
| Active Share | 56 % | |
| Delta | 60 % | 57 % |
| Max. Drawdown | -15,73 % | -15,79 % |

Quellen: Bloomberg, eigene Berechnungen; Stand 31.07.2020

17. Lupus alpha Sustainable Convertible Bonds



Quellen: Bloomberg, eigene Berechnungen; Stand 31.07.2020

| Fonds | |
|-----------------------------------|--------------|
| ISIN | DE000A2DTNQ7 |
| Auflegung | 01.03.2018 |
| Performance- und Risikokennzahlen | |
| Performance (p. a.) seit Aufl. | 4,69% |
| Volatilität (p. a.) seit Aufl. | 6,98% |
| Delta | 59% |
| Max. Drawdown | -14,16% |

werden grundsätzlich in die Fondswährung Euro gesichert. Die ausführliche Darstellung des Investmentprozesses findet sich im vorangegangenen Kapitel.

Nachhaltiger Publikumsfonds: Lupus alpha Sustainable Convertible Bonds

Möchten Anleger die Anlageklasse Wandelanleihen erschließen, sich dabei aber explizit nachhaltig ausrichten, so bietet der Lupus alpha Sustainable Convertible Bonds einen ausgezeichneten Weg, dies zu tun. Der Fonds setzt auf eine Kombination von verschiedenen Nachhaltigkeitsaspekten (Ausschlüsse, ESG-Rating, Kontroversen und SDGs) – genau wie im Kapitel „Nachhaltig investieren: ESG – auch bei Wandelanleihen“ erläutert. Das Team investiert hier – wie im Lupus alpha Global Convertible Bonds – in klassische, globale Wandelanleihen mit ausgewogener Aktiensensitivität. Die detaillierte Einzeltitel-selektion unterscheidet sich durch die vorgelagerten ESG-Analyseschritte.

Lösungen im Spezialfonds

Im Spezial-AIF kann die vorgestellte Strategie individuell an die Bedürfnisse des Investors angepasst werden. Hierbei können Bandbreiten und Zielgrößen sowie Ausschlusskriterien definiert werden.

Die wesentlichen Fragestellungen bei der Konzeption individueller Mandate umfassen die folgenden Merkmale:

- **Aktiensensitivität:** Welches (durchschnittliche) Delta soll das Mandat haben? Bondähnliche Strategien weisen ein Delta kleiner als 0,3 auf. Das Delta von aktienähnlichen Mandaten ist meist größer als 0,7.
- **Kreditqualität:** Soll ausschließlich in Anleihen von Investment Grade- bzw. High Yield-Emitenten investiert werden? Alternativ kann auch ein „Blend“ von beiden gewählt werden. Für VAG-regulierte Investoren gilt ein Minimum-Rating von B-/B3.
- **Regionaler Fokus:** Soll mit einer regionalen Begrenzung (Europa, USA etc.) oder global investiert werden?
- **Währung:** Soll der Fonds z. B. in Euro währungs-gesichert oder soll er ungesichert sein?
- **Nachhaltigkeitskriterien:** Sollen Nachhaltigkeits-kriterien explizit im Investmentprozess berücksichtig werden?

Glossar

Balanced-Bereich: Wandelanleihen, die ein Delta zwischen 0,3 und 0,7 aufweisen, befinden sich im sogenannten Balanced-Bereich. In diesem Bereich profitiert eine Wandelanleihe besonders vom konvexen Auszahlungsprofil.

Bond Floor: Der Bond Floor ist der Barwert aller Zahlungen einer Wandelanleihe für den Fall, dass nicht in eine Aktie gewandelt wird. Dieser Wert bildet, falls es nicht zu einem Zahlungsausfall des Emittenten kommt, ein Minimum für den Kurs einer Wandelanleihe.

Bond-like (anleiheähnlich): Wandelanleihen, die ein Delta kleiner 0,3 aufweisen, verhalten sich anleiheähnlich. Das bedeutet, dass sie nur sehr gering auf Veränderungen des Underlyings reagieren und einen klassischen Bond-Charakter aufweisen.

Delta: Das Delta einer Option (wie sie implizit in einer Wandelanleihe enthalten ist) gibt an, wie sich die Bewertung der Option verändert, wenn sich der Kurs des Basiswertes um eine Einheit verändert. So bedeutet beispielsweise ein Delta von 0,5, dass eine Veränderung des Basiswertes um 1,00 Euro zu einer Veränderung der Optionsprämie um 0,50 Euro führt.

Equity-like (aktienähnlich): Wandelanleihen, die ein Delta größer 0,7 aufweisen, verhalten sich aktienähnlich. Ihre Wertentwicklung hängt im Wesentlichen von der Kursentwicklung des Underlyings ab.

Gamma: Das Gamma gibt an, wie stark sich das Delta einer Option (wie sie implizit in einer Wandelanleihe enthalten ist) verändert. Für den Käufer der Option gilt immer, dass $\text{Gamma} \geq 0$ ist. So bedeutet beispielsweise ein Gamma von 0,02, dass eine Veränderung des Basiswertes um 1,00 Euro zu einer Veränderung des Deltas um 0,02 führt. In dem zuvor angeführten Beispiel würde sich also bei

einer Veränderung des Basiswertes um 1,00 Euro das Delta auf 0,52 verändern. Mathematisch ist das Gamma die zweite Ableitung des Optionspreises nach dem Preis des Basiswertes.

Konvexität: Wandelanleihen weisen ein asymmetrisches Auszahlungsprofil auf. Mit steigendem Wert des Underlyings (der Aktie) steigt der Wert der Wandelanleihe. Fällt der Aktienkurs, sinkt der Wert der Wandelanleihe nur, bis er den Bond Floor erreicht. Dieses Auszahlungsprofil ist im Gegensatz zu dem von Aktien und Anleihen nicht linear, sondern nach oben gekrümmt. Investoren profitieren von dieser Eigenschaft.

Wandlungsprämie (Conversion Premium): Die Wandlungsprämie beschreibt den relativen Unterschied des aktuellen Marktpreises des Underlyings zum Wandlungspreis.

Wandlungspreis (Conversion Price): Der Wandlungspreis ist der Quotient aus dem Nominal der Wandelanleihe und dem Wandlungsverhältnis. Dieser Preis ist im Wesentlichen der Preis, den der Investor der Wandelanleihe für die Aktien des Emittenten zahlt.

Wandlungsverhältnis (Conversion Rate): Das Wandlungsverhältnis gibt die Anzahl der Aktien an, in die je Wandelanleihe gewandelt werden kann.

Wandlungswert (Conversion Value): Der Wandlungswert ergibt sich als Produkt aus dem Wandlungsverhältnis und dem aktuellen Kurs des Underlyings, also der Aktie.

Weitere Informationen zum Einsatz von Wandelanleihenstrategien?

Ihre persönlichen Ansprechpartner sind für Sie da:



Ralf Lochmüller
Managing Partner, CEO
ralf.lochmueller@lupusalpha.de



Dr. Markus Zuber
Partner, CSO
markus.zuber@lupusalpha.de



Dejan Saravanja
Senior Relationship Manager,
Institutionelle Investoren
dejan.saravanja@lupusalpha.de



Benjamin Wendel
Relationship Manager,
Institutionelle Investoren
benjamin.wendel@lupusalpha.de



Oliver Böttger
Partner, Senior Relationship Manager,
Institutionelle Investoren, und
Leiter Vertrieb Wholesale
oliver.boettger@lupusalpha.de



Saskia Bernhardt
Senior Relationship Manager,
Wholesale-Investoren Region Süd
saskia.bernhardt@lupusalpha.de



Laurin Regel
Relationship Manager,
Wholesale-Investoren Region Nord
laurin.regel@lupusalpha.de



Rachel-Bel Bonggi
Client Services
rachel-bel.bonggi@lupusalpha.de



Anke Floeth
Client Services
anke.floeth@lupusalpha.de

Ihr Clients & Markets-Team
bei Lupus alpha erreichen
Sie telefonisch unter
+49 69 365058-7000.



www.lupusalpha.de

Hinweise zur Vergabe der Nachhaltigkeitsiegel:

Der Fonds wurde mit dem **FNG-Siegel, dem Österreichischen Umweltzeichen und dem Europäischen Transparenzlogo ausgezeichnet**. Ausführliche Informationen über das FNG-Siegel finden Sie unter www.fng-siegel.org, ausführliche Informationen über das Österreichische Umweltzeichen finden Sie unter www.umweltzeichen.at. Das **Europäische Transparenzlogo für Nachhaltigkeitsfonds** kennzeichnet, dass Lupus alpha sich verpflichtet, korrekt, angemessen und rechtzeitig Informationen zur Verfügung zu stellen, um Interessierten, insbesondere Kunden, die Möglichkeit zu geben, die Ansätze und Methoden der nachhaltigen Geldanlage des jeweiligen Fonds nachzuvollziehen. Ausführliche Informationen über den **Europäischen Transparenz Kodex** finden Sie unter www.eurosif.org. Informationen über die nachhaltige Anlagepolitik und ihre Umsetzung des Lupus alpha Sustainable Convertible Bonds finden Sie unter www.nachhaltigkeit.lupusalpha.de. Der Transparenz Kodex wird gemanagt von Eurosif, einer unabhängigen Organisation.

Disclaimer:

Es handelt sich hierbei um eine Werbemitteilung und nicht um ein investmentrechtliches Pflichtdokument. Die dargestellten Informationen stellen keine Kauf- oder Verkaufsaufforderung oder Anlageberatung dar. Sie enthalten nicht alle für wirtschaftlich bedeutende Entscheidungen wesentlichen Angaben und können von Informationen und Einschätzungen anderer Quellen/Marktteilnehmer abweichen. Für die Richtigkeit, Vollständigkeit oder Aktualität dieser Informationen wird keine Gewähr übernommen. Sämtliche Ausführungen gehen von unserer Beurteilung der gegenwärtigen Rechts- und Steuerlage aus. Alle Meinungsäußerungen geben die aktuelle Einschätzung des Portfolio-Managers wieder und können ohne vorherige Ankündigung geändert werden. Die vollständigen Angaben zu den jeweiligen Fonds sowie deren Vertriebszulassung sind dem jeweils aktuellen Verkaufsprospekt sowie ggf. den wesentlichen Anlegerinformationen, ergänzt durch den letzten geprüften Jahresbericht bzw. den letzten Halbjahresbericht, zu entnehmen. Ausschließlich rechtsverbindliche Grundlage für den Erwerb von Anteilen an den von der Lupus alpha Investment GmbH verwalteten Fonds sind der jeweils gültige Verkaufsprospekt und die wesentlichen Anlegerinformationen, die in deutscher Sprache verfasst sind. Diese erhalten Sie kostenlos bei der Lupus alpha Investment GmbH, Postfach 11 12 62, 60047 Frankfurt am Main, auf Anfrage telefonisch unter +49 69 365058-7000, per E-Mail unter service@lupusalpha.de oder über unsere Homepage www.lupusalpha.de. Für Fonds mit Vertriebszulassung in Österreich erhalten Sie den aktuellen Verkaufsprospekt sowie die wesentlichen Anlegerinformationen und den letzten geprüften Jahresbericht bzw. den letzten Halbjahresbericht darüber hinaus bei der österreichischen Zahl- und Informationsstelle, der UniCredit Bank Austria AG mit Sitz in 1020 Wien, Rothschildplatz 1. Anteile der Fonds erhalten Sie bei Banken, Sparkassen und unabhängigen Finanzberatern.

Weder diese Werbemitteilung noch ihr Inhalt noch eine Kopie davon darf ohne die vorherige schriftliche Zustimmung der Lupus alpha Investment GmbH auf irgendeine Weise verändert, vervielfältigt oder an Dritte übermittelt werden. Mit der Annahme dieses Dokuments wird die Zustimmung zur Einhaltung der oben genannten Bestimmungen erklärt. Änderungen vorbehalten.

Lupus alpha Investment GmbH
Speicherstraße 49–51
60327 Frankfurt am Main
Telefon: +49 69 365058-7000
Fax: +49 69 365058-8000
E-Mail: info@lupusalpha.de

