

Wandelanleihen ein strategischer Baustein zur Portfolio-Optimierung

Börsen-Zeitung, 17.6.2017

Eine aktuelle Bestandsaufnahme der Kapitalmärkte verdeutlicht die Schwierigkeit, kurz- und mittelfristig auskömmliche Erträge bei angemessenem Risiko zu erzielen: Die Renditen amerikanischer Treasuries haben sich seit den Tiefstständen im Juni 2016 im Zuge des begonnenen Tapering durch die US-Notenbank zwar fast verdoppelt und die Rendite zehnjähriger deutscher Staatsanleihen ist von -0,20% auf +0,30% gestiegen. Dennoch ist der risikolose Zins extrem niedrig. Die Aktienmärkte wiederum haben eine mehrjährige Rally hinter sich. So hat allein der Dax seit Mitte Mai ein All Time High nach dem anderen markiert.

Viele institutionelle Investoren sind überwiegend in klassischen Rentenanlagen investiert. Bei Zinserhöhungen könnte es hierbei zu empfindlichen Kurseinbußen kommen. Ein Weg, sich gegen weiter steigende Zinsen zu wappnen, ist es, stärker in Aktien oder in geeignete Fixed-Income-Strategien, beispielsweise Anleihen mit kurzer Duration, zu investieren. Am Aktienmarkt können oder wollen sich viele Investoren jedoch nicht stärker engagieren. Vielen ist die Volatilität von Dividententiteln zu hoch und das Risiko von Kurseinbußen zu groß. Andere Investoren sind wiederum durch regulatorische Vorgaben limitiert.

Zuflüsse ziehen an

Gesucht sind also rentenähnliche Konzepte, die eine Renditeverbesserung bewirken und auch in Phasen steigender Zinsen positive Erträge erwirtschaften können. Dies allerdings bei gleichzeitig begrenztem Risiko. Vor diesem Hintergrund wenden sich Investoren verstärkt der Asset-Klasse Wandelanleihen (Convertible Bonds) zu. Deutlich wird diese Ent-

wicklung auch an den seit Jahresbeginn anziehenden Zuflüssen in globale Wandelanleihefonds.

Eine Analyse der verschiedenen Zinsanstiegsphasen seit dem Jahr 2001 zeigt, dass ein globales Wandelanleihen-Portfolio in Phasen steigender Zinsen, insbesondere durch die strukturelle kurze Duration und die



Marc-Alexander Knieß

Portfoliomanager
Lupus Alpha
Global Convertible Bonds

Aktiensensitivität, jeweils eine signifikante Outperformance gegenüber Staats- und Unternehmensanleihen erzielen konnte.

Wandelanleihen kombinieren die Stärken zweier Asset-Klassen: die Sicherheit von Anleihen mit dem Ertragspotenzial von Aktien. Dank ihres hybriden Charakters können Anleger mit dem Einsatz von Wandelanleihen Aktien- und Rentenportfolios gleichermaßen optimieren. Der Grund dafür liegt in der Vielzahl von Renditequellen, die sich mit globalen Wandelanleihen erschließen lassen.

Einerseits eröffnen sie die Chance, an steigenden Aktienkursen zu partizipieren. Sie beinhalten ein Wandlungsrecht, das dem Investor erlaubt, innerhalb einer bestimmten Frist und in einem bestimmten Verhältnis in die zugrundeliegende Aktie als Basiswert zu tauschen. Das bedeutet, dass die Wandelanleihe im Wert steigt, sofern der Basiswert zu-

legt. Andererseits bieten sie die Sicherheit von Anleihen mit einer festen Verzinsung und der Tilgung zum Nominalwert am Ende der Laufzeit.

Marktuntersuchungen über vergangene Zeiträume zeigen, dass Wandelanleihen stärker an steigenden als an fallenden Aktienkursen partizipieren. Der Grund: In Zeiten



Stefan Schauer

Portfoliomanager
Lupus Alpha
Global Convertible Bonds

steigender Aktienmärkte partizipieren Wandelanleihen über die Aktienkomponente. Der Anleihecharakter hingegen begrenzt in fallenden Märkten Kursverluste der zugrundeliegenden Aktie. Die eingebettete langlaufende Call-Option, die so nicht an den Märkten gehandelt wird, sorgt für einen zusätzlichen Puffer. Zumeist kommt es bei Kursenbrüchen der Aktienmärkte gleichzeitig zu einem Anstieg der Volatilität. Hierdurch steigt die eingebettete Call-Option im Wert. So wird zusammen mit den Kupon-Einnahmen der negative Delta-Effekt (Partizipation am Aktienkursverlust) abgedeckt.

Diversifikationsinstrument

Dieses asymmetrische Rendite-Risiko-Profil macht Convertibles in Zeiten steigender Zinsen und erhöhter Volatilität an den Aktienmärkten zu einem interessanten Diversifikationsinstrument für institutionelle Portfo-

lios. Wandelanleihen bieten Diversifikation auf zwei Ebenen. Aufgrund ihrer Struktur (Unternehmensanleihe in Kombination mit „Long Call“) stellen sie eine eigenständige Anlageklasse dar, die mit anderen Anleihekategorien nur wenig korreliert ist. Zudem bieten Convertible Bonds die Möglichkeit, in Wertpapiere von Emittenten zu investieren, die keine klassischen Unternehmensanleihen begeben. Beispiele hierfür sind Suzuki Motors, Klöckner, Twitter oder LinkedIn, die Ende letzten Jahres von Microsoft übernommen wurden.

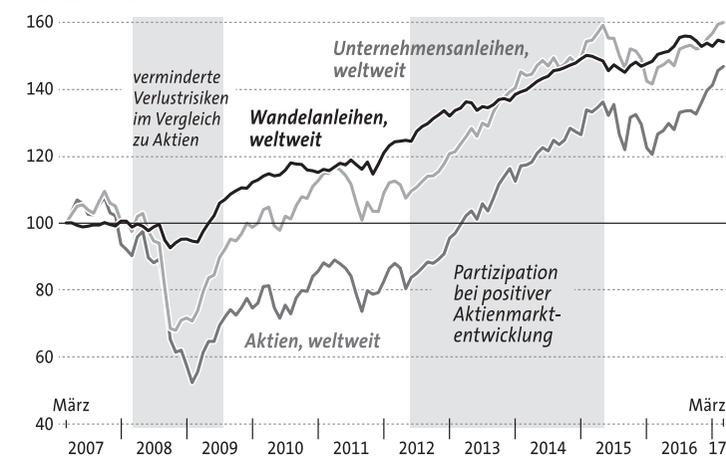
Wachstumsorientierte Firmen

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 Convertible-Emittenten. Die Wachstumschancen dieser kleineren Unternehmen bieten für Convertibles über das eingebaute Wandlungsrecht zusätzliches Renditepotenzial. Chancen gibt es weiterhin im Bereich der M&A-Aktivitäten: Schutzklauseln in den Verkaufsprospekten für den Fall einer Übernahme eröffnen bei sorgfältiger Analyse Potenzial.

Aktives Management ist bei Wandelanleihen von besonderer Bedeutung: Neben der fundamentalen Entwicklung der Einzelwerte spielt das Delta der Wandelanleihen eine wichtige Rolle. Die Konvexität, also die asymmetrische Reagibilität auf Veränderung der Kurse der zugrundeliegenden Aktien, ist in einem Delta-Bereich von 0,3 bis etwa 0,7 („Balanced“) am höchsten. Es ist also sinnvoll, in Abhängigkeit von der Markt-

Die Stärken von Wandelanleihen

31.3.2007 = 100



© Börsen-Zeitung

Quelle: Bloomberg, Lupus Alpha

erwartung das Delta aktiv zu managen, um das Portfolio vor möglichen Korrekturen an den Aktienmärkten zu schützen. Die globalen Aktienmärkte sind seit Februar 2016 deutlich gestiegen, und die Bewertungen haben zum Teil bereits ambitionierte Niveaus erreicht. Hier bieten sich Gewinnmitnahmen, also Umschichtungen von Wandelanleihen an. Convertibles mit einem hohen Delta ab 0,7 werden in solche mit einem Delta im „Balanced“-Bereich umgeschichtet.

Wandelanleihen mit einem geringen Delta wiederum verhalten sich ähnlich wie Unternehmensanleihen, können aber aus Renditegesichtspunkten ebenfalls eine sinnvolle Beimischung im Portfolio sein. Aus diesem Grund ist auch eine dezidierte Analyse der Emittentenrisiken (Kreditrisiko) unabdingbar. Die Kreditqualität der einzelnen Emittenten

und des Portfolios muss ebenfalls laufend beobachtet und bei Bedarf angepasst werden.

Aus Sicht von institutionellen Investoren bieten Wandelanleihen vielfältige Möglichkeiten, Portfolios zu optimieren. Anleiheinvestoren können ihre Performance im Vergleich zu traditionellen Rentenanlagen verbessern und ihre Zinssensitivität reduzieren, indem sie Anlagen in Unternehmensanleihen, High Yield Bonds oder auch Emerging Market Corporate Bonds durch Wandelanleihen ergänzen oder sogar ersetzen. Unter den Aktienanlegern bieten sich vor allem für Versicherungen im Vergleich zu einer Direktanlage deutliche Vorteile. Sie können ihr Aktienrisiko und damit die geforderte Eigenkapitalunterlegung unter Solvency-II-Gesichtspunkten reduzieren und dennoch an der Aktienmarktentwicklung partizipieren.