

Das Beste aus zwei Welten

Die stark gestiegene Volatilität in den August-Tagen hat wieder die Schutzfunktion von Wandelanleihen untermauert. Während manche Aktien um bis zu 20 Prozent absackten, gab es bei Convertible Bond-Fonds nur einen marginalen Rücksetzer.

WOLFGANG REGNER



„Eine Rotation aus der Tech-Nische in einen breiteren Markt von Mid- und Small Caps könnte Wandelanleihen schon bald zugutekommen.“

Martin Kühle, Investment Director Convertible Bonds bei Schroders



„Mit steigenden Märkten steigt das Aktienexposure, bei sinkenden fällt es automatisch. Diese automatische Konvexität ist positiv für Convertibles.“

Arnaud Brillois, Portfoliomanager des Lazard Convertible Global



Convertibles kombinieren Vorteile von Anleihen und Aktien. Somit sind Wandelanleihen quasi Zwitter aus diesen beiden Asset-Klassen. Der hybride Charakter erzeugt ein Chancen-Risiko-Profil, das die Stabilität von Anleihen mit einer Partizipation an den Kurschancen von Aktien verbindet. Denn mit einer Wandelanleihe hat der Investor das Recht, als Rückzahlung entweder den Nominalbetrag der Anleihe oder eine feste Anzahl von Aktien zu verlangen. „Investoren erhalten eine Option, ihre Anleihen während der Laufzeit des Papiers in Aktien umwandeln zu können, also eine Aktie zu einem bestimmten Kurs zu kaufen. Dies ist vorteilhaft, wenn Kurse stark steigen und somit für Anleger der Tausch günstiger ist als der Aktienkauf über die Börse.“

Wie Unternehmensanleihen zahlen Wandler auch Zinsen. Bei einer Korrektur des Aktienmarktes bieten die Zinszahlungen und die Option auf Rückzahlung des Kapitals zum Fälligkeitstermin bei Nicht-Wandlung einen effektiven Schutz vor Verlusten (= Bond Floor). Und das ist derzeit interessant. Die

Bewertung der globalen Aktienmärkte ist angespannt. Dazu sind die Börsen sehr einseitig in Richtung großer (US-)Tech-Werte gelaufen, wobei Wandelanleihen hier kaum direktes Exposure haben,“ erläutert Martin Kühle, verantwortlich für den Schroder Global Convertible Bond (ISIN LU0351442180).

Automatische Konvexität

Das sogenannte Delta (Hebel zum Aktienkurs) einer Wandelanleihe ist eine Momentaufnahme und verändert sich stetig. Deshalb sollten Anleger ihr Augenmerk auf dessen Ausgewogenheit legen. Ein Delta von deutlich über 0,6 bedeutet ein eher hohes Risiko. Arnaud Brillois, Manager des Lazard Convertible Global (ISIN: FR0000098683), gefällt die Kombination von Anleihen- und Aktienkomponenten. „Diese schafft ein asymmetrisches Auszahlungsprofil: Wandelanleihen partizipieren mit einem hohen Anteil am steigenden Aktienmarkt, während sie viel geringer von fallenden Kursen betroffen sind (= positive Konvexität). Davon profitiert die Assetklasse in einem volatilen Marktumfeld.“ Deshalb können Convertibles zur Diversifikation eines Anleiheportfolios beitragen. „Trotz des defensiven Profils werden Wandler mit einem erheblichen Risikoauftschlag von über 3,2 Prozent im Vergleich zu ähnlich bewerteten US-Hochzinsanleihen gehandelt. Hier liegt eine weitere Renditequelle“, so Brillois.

Typische Strategieansätze

Wandelanleihen sollten zwar nach oben mit den Aktienmärkten gut mitziehen, gleichzeitig aber bei sinkenden Börsen einen effektiven Schutz bieten. „Traditionell können Investoren eine Partizipation von zwei Dritteln einer Aktienrally erwarten, in einer Baisse



aber nur Verluste von etwa einem Dritt. In den letzten Jahren war dies jedoch nicht der Fall, da wenige Tech-Unternehmen, deren Aktien stark gestiegen waren, Wandelanleihen begeben haben. Daher konnten diese gegenüber den Tech-Riesen nicht nach oben mitziehen. Bei einem positiven Ausblick für Aktien setzen wir eher auf Wandelanleihen mit höherer Aktiensuszeptibilität. Erwarten wir hingegen einen Rückgang der Aktienmärkte oder eine Ausweitung der Creditspreads, positionieren wir uns vorsichtiger“, erläutert Lazard-Experte Brillois.

Ohne Risiko geht es nicht

Stefan Schauer, Portfolio Manager des Lupus alpha Global Convertible Bonds (ISIN: LU1717012527), ergänzt: „Convertibles bieten mit regelmäßigen Zinszahlungen einen stabilen Einkommensstrom. Sie tragen zur Diversifikation bei, da sie eine geringe Korrelation zu Aktien und Anleihen aufweisen. Als hybrides Investment haben Wandler aber auch ein gewisses Aktienkursrisiko, das jedoch durch die Anleihekomponente abgedeckt wird.“

Nicht nur Vorteile

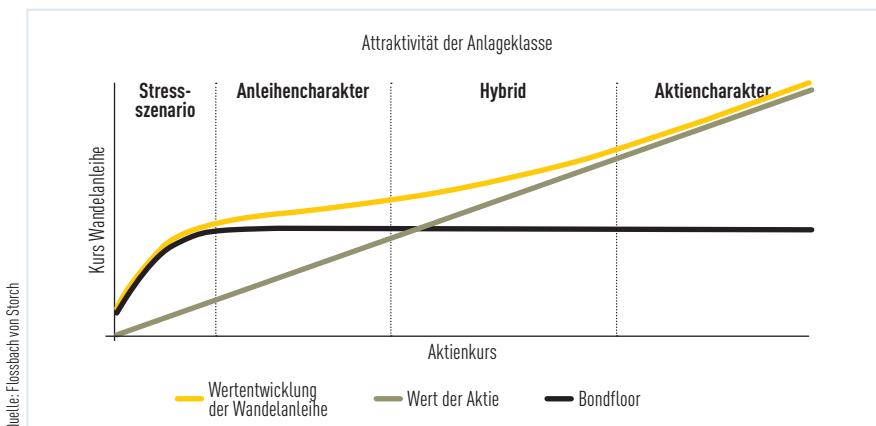
Neben den schon genannten Vorteilen gibt es aber auch Nachteile. „So ist die regelmäßige Rendite geringer, da Wandelanleihen kleinere Kreditaufschläge aufweisen als an-

dere Corporate Bonds mit gleicher Laufzeit“, erklärt Julie Gasser, Portfoliomanagerin des Allianz Convertible Bond (ISIN LU07067-16387), der sich auf europäische Wandler konzentriert. „Dafür weisen sie eine hohe Korrelation mit Aktien auf – jedoch bei geringerer Volatilität, niedrigeren Verlusten in Baisen und kürzeren Erholungsphasen. Das Wandelanleiheuniversum konzentriert sich auf US-Convertibles und weist ein höheres Delta und eine größere Aktiensuszeptibilität auf als das europäische.“

Auf das Delta achten

Die Empfindlichkeit für Kursschwankungen an den Aktienmärkten wird bei Convertibles von der Kennzahl Delta (da eine Wandlungsoption eingebaut ist) bestimmt. „Bei vorteilhafter Aktienentwicklung wird diese Wandlungsoption attraktiver. Das zeigt das steigende Delta. Ein Delta von 80 Prozent bedeutet etwa, dass sich eine Kursbewegung der Aktie von 1,0 Prozent mit 0,8 Prozent durchschlägt. Fällt die Aktie, nimmt das Delta ab. Der Anleihecharakter rückt stärker in den Fokus. Solche Wandelanleihen verlieren in turbulenten Marktphasen deutlich weniger als die zugrundeliegenden Aktien. Die Kursgewinne der Wandelanleihe sind bei einer guten Aktienentwicklung höher als die Kursverluste bei einer schwachen Performance, sie zeigen ein konvexes Rendite-“

Profil von Wandelanleihen



Der Bondfloor stellt den reinen Anleihewert ohne Aktienbezugsrecht dar. Er steht für den Maximalverlust, der aus einem Rückgang der zugrundeliegenden Aktie resultieren kann. Die Wandelanleihe kann sich – je nach Entwicklung der Aktie – wie eine Anleihe, hybrid oder aktienähnlich verhalten.



„Angesichts der zunehmenden Sorgen über eine Rezession in den USA ist eine Ausrichtung auf europäische Wandelanleihen mittelfristig interessant.“

Julie Gasser, Portfolio Managerin des Allianz Convertible Bond AT-EUR

Definition: Fachausdrücke

› **Konvexität:** Wandelanleihen weisen eine positive Konvexität auf. Das heißt, ihr Wert nimmt überproportional zu, wenn der zugrundeliegende Aktienkurs steigt (höhere Aktiensuszeptibilität). Fällt der Aktienkurs, erfolgt der Wertverlust aber unterproportional.

› **Parität (Umtauschwert):** Diese ergibt sich aus dem Aktienkurs multipliziert mit der im Voraus festgelegten Anzahl der Aktien, in die die Wandelanleihe umgetauscht werden kann. In der Grafik wird der Umtauschwert durch die diagonale Linie dargestellt.

› **Ausübungspreis:** Dieser, auch Umwandlungspreis genannt, ist jener Preis (bestimmt durch die der Wandelanleihe eingebettete Option), zu dem eine Anleihe in Aktien umgewandelt werden kann.

› **Delta:** Das Delta (= Aktiensuszeptibilität) misst die Korrelation mit dem Aktienkurs, also wie stark sich der Preis der Wandelanleihe bei einer Änderung des Aktienkurses verändert. Ein höheres Delta bedeutet, dass sich die Wandelanleihe eher wie eine Aktie verhält (höheres Risiko), ein niedrigeres Delta weist darauf hin, dass sie sich eher wie eine Anleihe (niedrigeres Risiko) bewegt.

„Kleinere, günstigere Unternehmen konnten bei einem Zyklus fallender Zinsen überdurchschnittlich abschneiden: eine aktuelle Chance für Convertibles.“

Hans-Joachim Weber,
Fondsmanager DWS ESG
Convertibles



profil“, erklärt Marian Appel-Graham, Manager des Flossbach von Storch Global Convertible Bond (ISIN LU0366179009). „Wir legen außerdem den Schwerpunkt auf europäische Titel. Diese reagieren geringer auf Aktienmarktentwicklungen als US-Pendants. Das kann in guten Zeiten eine niedrigere Wertsteigerung bescheren, erhöht aber den Schutz in Krisen“, so Appel-Graham.

Doppelter Vorteil

Hans-Joachim Weber, Fondsmanager DWS ESG Convertibles (ISIN DE0008474263), gefällt an Wandelanleihen ebenso, dass sie einen doppelten Vorteil bieten, allerdings weiß auch er: „Wandler werden vor allem von Small und Mid Caps begeben, kaum von Mega-Large-Caps, die im Wesentlichen für die stark gestiegenen Aktienindizes verantwortlich sind. Somit lässt sich die geringe Gewinn-Partizipation von Wandlern zum

MSCI World über die letzten drei Jahre erklären. Darin könnte nun aber auch die Chance für Convertibles liegen.

Dynamisches Universum

Ivan Nikolov, mitverantwortlich für den Fisch Convertible Global Defensive Fund (ISIN LU0162829799), weist darauf hin, dass globale Wandelanleihen langfristig Erträge erzielen, die denen globaler Aktienindizes nahezu ebenbürtig waren und die Performance von 60/40-Portfolios übertrafen – mit signifikant geringeren Schwankungen. „Dazu trägt auch die im Vergleich zu Corporate Bonds geringere Zinssensitivität bei. Besonders in Phasen hoher Marktvolatilität können CBs damit ihre Stärken ausspielen. Ihre Ausrichtung auf Unternehmen, die von Megatrends profitieren, ermöglicht Investoren ein Engagement in zukunftsweisen Wachstumssektoren.“

◀

Alexandre Thill, Global Convertible Bonds Portfolio Manager bei AXA IM · INTERVIEW



„Wir können unsere Strategie anhand eines höheren/niedrigeren Deltas flexibel auf die jeweilige Marktsituation aggressiver oder konservativer ausrichten.“

Welche Vorteile bieten Wandelanleihen aus Ihrer Sicht derzeit?

Erstens Kapitalschutz mit Chancen auf Aktiengewinne: Wandelanleihen bieten die Sicherheit von festverzinslichen Wertpapieren und ermöglichen es Anlegern, vom Kursanstieg der zugrundeliegenden Aktien zu profitieren. Das macht sie attraktiv bei Marktkorrekturen, wenn die Aktienkurse volatil sind. Zweitens: regelmäßige Erträge: Wandelanleihen bieten in der Regel höhere Renditen als Stammaktien. Die globalen Kupons bei Neuemissionen sind von 1,4 auf 3,4 Prozent gestiegen. Dazu kommt noch der Vorteil der Diversifizierung: Die Beimischung von zehn bis 15 Prozent globaler Wandelanleihen in einem festverzinslichen Portfolio kann eine leicht höhere Rendite bei gleichzeitiger Reduzierung der Volatilität bewirken. Last but not least ist die positive Konvexität zu erwähnen.

Können Sie ein Anlagebeispiel geben?

Sehen wir uns die Alibaba-Wandelanleihe an. Wenn die Alibaba-Aktie um 30 Prozent steigt und der Credit-Spread (Risikoaufschlag) um zehn Prozent sinkt, kann die Wandelanleihe aufgrund ihrer aktienähn-

lichen Eigenschaften einen erheblichen Anteil der Aktiengewinne mitnehmen. Der Rückgang des Credit Spreads führt zusätzlich zu einem Anstieg des Anleihekurses. Das Resultat ist ein Gewinn von 17 Prozent für die Wandelanleihe. Sollte die Alibaba-Aktie jedoch um 30 Prozent fallen und der Credit Spread um zehn Prozent steigen, sinkt der Aktienwert zwar erheblich, doch bieten die anleiheähnlichen Merkmale des Wandlers einen gewissen Schutz. So wird der Verlust auf 10,7 Prozent begrenzt.

Wie sieht Ihre Anlagestrategie aus?

Wir suchen nach Anleihen mit ausgeprägtem Konvexitätsprofil, da diese bei Kursschwankungen der zugrundeliegenden Aktien höhere Renditen ermöglichen. Wir legen den Fokus auf Emittenten mit robusten Bilanzkennzahlen, um einen stabilen Bond-Floors zu gewährleisten und Abwärtsrisiken zu minimieren. Besonders bevorzugen wir die Sektoren IT und Industrie. Hier gibt es viele Investitionsszenarien, die Qualität und Wachstum vereinen. Mit einem Anteil von ca. 60 Prozent an unserem Portfolio liegt unser Schwerpunkt in den USA. Europa kommt auf etwa 25 Prozent. Der Rest ist vor allem Asien.