



LUPUS ALPHA CONVERTIBLES REPORT 06/2017

Solvency II – Aktienkurspotenzial indirekt mit Wandelanleihen nutzen

Seit Januar 2016 unterliegen Versicherungsunternehmen aus den EU-Mitgliedsstaaten den Regelungen von Solvency II. Ziel des europäischen Regelwerks ist es, die Interessen von Versicherungskunden zu schützen und zudem die Finanzmarktstabilität insgesamt zu verbessern. Zu diesem Zweck regelt Solvency II beispielsweise die Eigenmittelanforderung der Versicherer für die Risiken ihrer Vermögensanlagen. Dabei genießen Wandelanleihen bedeutsame Vorteile gegenüber direkten Aktienanlagen. Mit Wandelanleihen können Versicherungen aktienähnliche Renditechancen wahrnehmen bei gleichzeitig deutlich geringeren Eigenkapitalanforderungen im Vergleich zu Aktieninvestments. Sie bieten somit eine regulatorisch interessante Anlagealternative.

Im Vordergrund von Solvency II steht die jährliche Berichterstattung der Versicherer über ihre Finanzstärke – über die finanzielle Situation und insbesondere die Solvenz. Im Mai dieses Jahres haben erstmals 350 europäische Versicherer ihren Bericht zur Solvabilität und Finanzlage veröffentlicht. Die sogenannte **Solvenzquote** gibt dabei das **Verhältnis des vorhandenen Eigenkapitals zum erforderlichen Risikokapital** an, auch unter extremen Bedingungen. Ist die Solvenz ausreichend hoch, ist die Risikolage des Versicherungsunternehmens im grünen Bereich. Bei zu niedrigen Relationen greift indes die Versicherungsaufsicht ein und verfügt ggf. Maßnahmen, um das erforderliche Solvenzlevel (wieder) herzustellen.

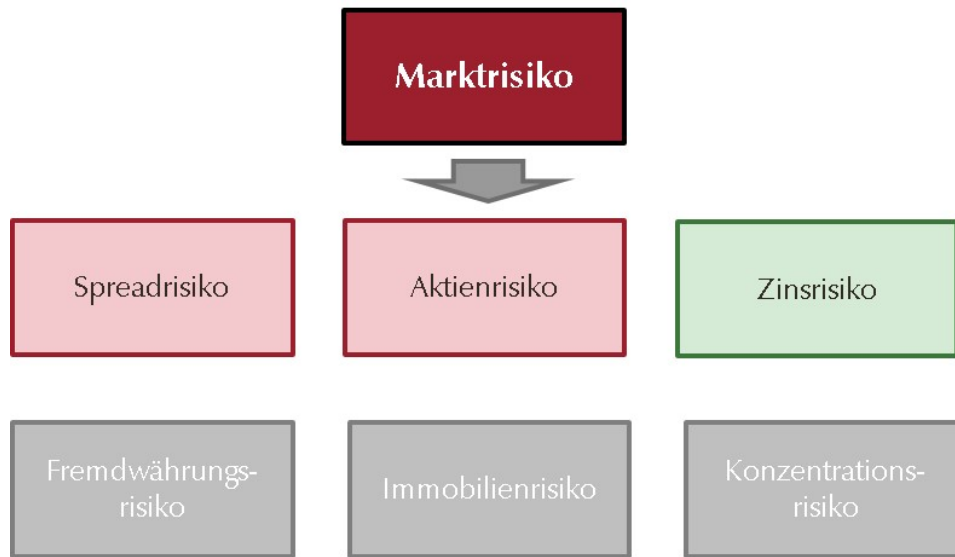
Zentrales Element von Solvency II ist die **Berechnung quantitativer Kapitalanforderungen**. Dafür werden zwei Kennzahlen berechnet: die Mindestkapitalanforderung (Minimum Capital Requirement kurz MCR) sowie die **Solvenzkapitalanforderung** (Solvency Capital Requirement kurz **SCR**). Das Minimumkapital stellt hier eine Untergrenze dar, deren Unterschreiten bis zum Verlust der Zulassung des Versicherers führen kann. Das regulatorisch geforderte Solvenzkapital wiederum soll dazu dienen, bei Bedarf hohe unerwartete Verluste auszugleichen und die Zahlungsfähigkeit des Versicherungsunternehmens zu jeder Zeit sicher zu stellen.

Das **SCR** wird als **Value-at-Risk-Kennzahl** mit einjähriger Haltedauer und 99,5 -prozentiger Konfidenz berechnet. Solvency II sieht vor, dass dabei sowohl die Marktrisiken der unterschiedlichen Anlageklassen als auch versicherungstechnische und operative Risiken berücksichtigt werden. **Hierbei spielt das Marktrisiko die größte Rolle**, weil die dafür erforderliche Eigenmittelanforderung den höchsten Anteil am Zielsolvenzkapital hat. Das Marktrisiko erfasst wiederum die Volatilität der Kapitalanlagen des Versicherers und betrifft die Risikokomponenten Aktien, Zins, Credit Spread, Währungen, Immobilien und Konzentration, wie sie von den EU-Gremien festgelegt wurden (siehe Grafik 1).



Grafik 1: Für die Berechnung des Marktrisikos von Wandelanleihen sind verschiedene Sub-Module relevant

Der Aufbau des Marktrisikomoduls unter Solvency II



Quelle: Bafin, Lupus alpha

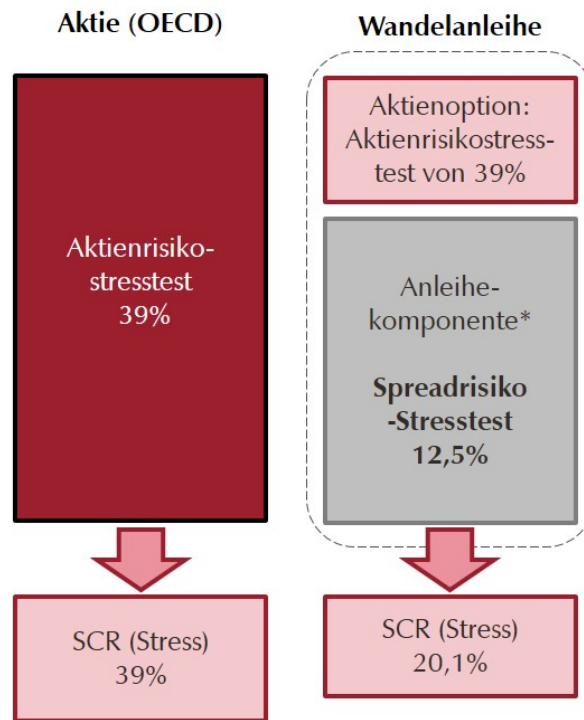
Unter Solvency II liegen die **Risikokapitalanforderungen für ein Investment in Wandelanleihen deutlich unter den Anforderungen vergleichbarer Aktienanlagen**. Somit stellen Wandelanleihen eine kapitaleffiziente Alternative zu Aktien dar. Bei einer direkten Aktienanlage werden Typ-1-Aktien, also solche, die in EEA/OECD-Staaten gelistet sind, einem Stresstest mit einem Faktor von 39 Prozent unterzogen. Bei Typ-2-Aktien, die nicht in einem EEA/OECD-Staat gelistet sind, beträgt der Faktor 49 Prozent. Hinzu kommt in beiden Fällen ein symmetrischer Anpassungsfaktor in Höhe von bis zu +/-10 Prozent.

Wandelanleihen werden bei der Ermittlung des erforderlichen Risikokapitals in die Bestandteile Unternehmensanleihe und Aktienkaufoption zerlegt. Da bei Wandelanleihen das Währungsrisiko durch Kurssicherung ausgeschlossen werden kann und ein Immobilien- oder Illiquiditätsrisiko regelmäßig nicht anfällt, verbleiben für den Anleiheanteil die Module Spread- und Zinsrisiko. Längere Laufzeiten und schlechtere Bonitäten führen im Spread-Stresstest regelmäßig zu höheren Kapitalanforderungen. Das Aktienrisiko schließlich beschränkt sich bei Wandelanleihen auf den Aktienoptionsteil, der wiederum relativ gering ins Gewicht fällt (sofern nicht in Aktien gewandelt wird). Ein Beispiel (Grafik 2) macht das deutlich:



Grafik 2: Geringere Eigenkapitalanforderungen für Wandelanleihen im Vergleich zu Aktien

Aktien und Wandelanleihen im Vergleich



* Annahme: 5 Jahre Restlaufzeit, Rating BBB; Korrelation gem. Solvency-II-Matrix, vereinfachte schematische Darstellung; Quelle: Lupus alpha, EIOPA, DBConvertible.com, eigene Berechnungen

Für eine Wandelanleihe mit OECD-Underlying, fünf Jahren Restlaufzeit, einem BBB-Rating und mittlerer Aktiensensitivität (Delta) ergibt sich eine Solvenzkapitalanforderung (SCR) von 20,1 Prozent (siehe Grafik 2). Für eine vergleichbare Unternehmensanleihe ohne Aktienoption beträgt die SCR 12,5 Prozent, bei einer direkte Aktienanlage (Typ 1) hingegen wird im Stresstest von einem Kursverlust von 39 Prozent ausgegangen, nahezu das Doppelte.

Damit zeigt sich, dass **Wandelanleihen zwar ein höheres Risikokapital als vergleichbare Unternehmensanleihen erfordern, aber deutlich weniger als direkte Aktieninvestments**. Für Versicherer bedeutet das, dass sie **mit Wandelanleihen aktienähnliche Renditechancen** wahrnehmen können, die aus dem Aktienoptionsrecht resultieren. Gleichzeitig können sie ihr Anlageportfolio diversifizieren, wobei sich das regulatorisch erforderliche Risikokapital im Vergleich zu einer Anlage in Unternehmensanleihen nicht wesentlich erhöht.

Ein unter **Solvency-II-Gesichtspunkten optimiertes Wandelanleiheportfolio** sollte vor allem **Convertibles mit klassischen Wandelanleihenstrukturen** beinhalten. Das sind Wandler mit konvexem Profil, bei denen es nicht zwingend zu einer Wandlung in Aktien kommt, weil sonst der relative Vorteil der Anlageklasse entfällt. Der Fokus sollte auf Emittenten mit guter Bonität sowie einer systematischen Währungssicherung liegen. Die eingebettete Aktienoptionskomponente schließlich sollte aktiv gesteuert werden und eine mittlere Aktiensensitivität aufweisen.



Marketingmaterial
Nur für professionelle Investoren

Bei **Convertibles** mit mittlerer Aktiensensitivität, also einem Delta zwischen 30 und 60 Prozent, gilt, dass sie **stärker an einem steigenden Kurs des Underlyings partizipieren als an fallenden Kursen verlieren**. Anleiheinvestoren können daher mit Convertibles ihre Renditechancen im Vergleich zu traditionellen Rentenanlagen verbessern. Aktienanleger können dagegen das Aktienrisiko reduzieren und gleichwohl an der Aktienkursentwicklung partizipieren.

Aufgrund der Komplexität einer Anlage in Wandelanleihen und der hohen Mindeststückelungen empfiehlt sich die Anlage über spezialisierte Fonds. Qualifizierte Fondsmanager verfügen neben fachlicher Erfahrung auch über intensive Marktkontakte, was sich beispielsweise in günstigeren Transaktionskosten sowie einem optimierten Management von Neuemissionen niederschlagen kann. Aufgrund ihrer **vielfältigen Ausgestaltungsmöglichkeiten** können Wandelanleihen als **strategischer Baustein eines ausgewogenen Portfolios** dienen, je nachdem welche Anforderungen zu erfüllen sind. Zudem sind sie gerade **für Versicherer unter Solvency II ein günstigerer Aktienersatz** und bieten eine **defensivere Positionierung, ohne dabei auf die Chancen von Aktienanlagen zu verzichten**.

Portfolio Management: Marc-Alexander Knieß E-Mail: marc-alexander.kniess@lupusalpha.de

Portfolio Management: Stefan Schauer E-Mail: stefan.schauer@lupusalpha.de

Es handelt sich hierbei um Fondsinformationen zu allgemeinen Informationszwecken. Der Fonds ist ein von der Lupus alpha Investment S.A. in Luxemburg aufgelegter Publikumsfonds mit Vertriebszulassung in Deutschland und Österreich. Die Informationen ersetzen weder eigene Marktrecherchen noch sonstige rechtliche, steuerliche oder finanzielle Information oder Beratung. Die dargestellten Informationen stellen keine Kauf- oder Verkaufsaufforderung oder Anlageberatung dar. Sie enthalten nicht alle für wirtschaftlich bedeutende Entscheidungen wesentliche 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 dem Fonds sind dem jeweils aktuellen Verkaufsprospekt sowie ggf. den wesentlichen Anlegerinformationen, ergänzt durch den letzten geprüften Jahresbericht bzw. den letzten Halbjahresbericht, zu entnehmen.

Ausschließlich rechtsbindende Grundlage für den Erwerb von den von der Lupus alpha Investment S.A. 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 Asset Management AG, Postfach 11 12 62, 60047 Frankfurt am Main, auf Anfrage telefonisch unter +49 69 365058-7000, per Email service@lupusalpha.de, über unsere Homepage www.lupusalpha.de, oder bei der österreichischen Zahl- und Informationsstelle, der Credit Bank Austria AG mit Sitz in A-1010 Wien, Schottengasse 6-8. Anteile der Fonds erhalten Sie bei Banken, Sparkassen und unabhängigen Finanzberatern.

Weder diese Werbung, noch ihr Inhalt, noch eine Kopie davon darf ohne die vorherige schriftliche Zustimmung der Lupus alpha Asset Management AG 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.