

Hintergrund

Januar 2024

# Wandelanleihen – Aktienähnliche Investments mit deutlich geringerer Volatilität

Verfasser  
Werner Krämer, Managing Director, Macro-Economic Analyst

Verfasserin  
Desiree Sauer, Vice President, Investmentstrategin

©2024. Herausgeber: Lazard Asset Management (Deutschland) GmbH, Neue Mainzer Straße 75, 60311 Frankfurt am Main, Deutschland (Selbstverlag).  
Alle Rechte vorbehalten.

Dieses Dokument gibt die Ansicht von Lazard Asset Management LLC oder verbundener Unternehmen ("Lazard") wieder und beruht auf Informationen, die zum Zeitpunkt der Veröffentlichung als verlässlich eingeschätzt wurden. Es kann jedoch keine Zusicherung gegeben werden, dass geäußerte Prognosen oder Annahmen tatsächlich eintreten. Dieses Dokument wird von Lazard Asset Management LLC oder verbundenen Unternehmen ("Lazard") ausschließlich für informative Zwecke zur Verfügung gestellt. Keine Aussagen in diesem Dokument stellen eine Anlageberatung oder eine Empfehlung zum Handel eines Wertpapiers, Derivates, Sachwertes oder sonstigen Vermögenswerten oder einer Investmentdienstleistung dar. Anlagen in Wertpapiere, Derivaten und Sachwerten enthalten Risiken, die sich unter anderem in Preisschwankungen äußern und zu Verlusten führen können. Bestimmte Vermögenswerte, die in Lazards Portfolios gehalten werden, insbesondere im Falle sogenannter Alternativer Investmentfonds, enthalten höhere Risiken und die Wertschwankungen können größer ausfallen als bei anderen Vermögenswerten. Dementsprechend können einzelne Vermögenswerte nur an weniger liquiden oder effizienten Märkten gehandelt werden, was die Wertentwicklung der Portfolios negativ beeinflussen kann. Die vergangene Wertentwicklung erlaubt keine Prognose der zukünftigen Wertentwicklung. Alle Ansichten, die hier geäußert wurden, können sich jederzeit ändern und von denen anderer Mitarbeiter von Lazard abweichen.

Dieses Dokument darf nur durch Personen zur Kenntnis genommen werden, die sich in einem Land aufhalten, in welchem die Verbreitung dieses Dokuments im Einklang mit dem örtlichen Recht zulässig ist und im Einklang steht mit den von Lazard gehaltenen lokalen Registrierungen. Bitte informieren Sie sich auf [www.lazardassetmanagement.com/globaldisclosure](http://www.lazardassetmanagement.com/globaldisclosure) über die jeweiligen Gesellschaften der Lazard Gruppe, die dieses Dokument herausgegeben haben, und den Umfang der jeweiligen erlaubten Tätigkeiten.

## Wandelanleihen – Aktienähnliche Investments mit deutlich geringerer Volatilität

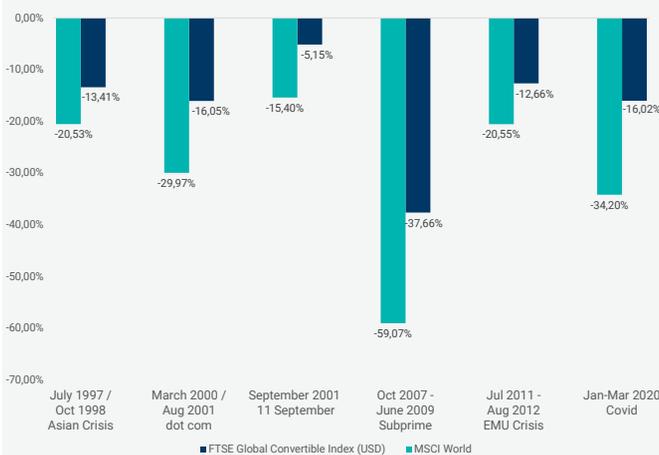
- Wandelanleihen („Convertibles“) gehören zu den Mischformen von Kapitalanlagen, den hybriden Produkten. Sie kombinieren Unternehmensanleihen mit einem Umtauschrecht in Aktien.
- Der Käufer einer Wandelanleihe erwirbt einerseits eine Unternehmensanleihe mit fester Laufzeit, fester Rückzahlung und festem Kupon. Andererseits steht dem Käufer der Wandelanleihe gemäß den Bedingungen des Emissionsprospekts zusätzlich das Recht (die Option) zu, die Anleihe (bis zum Ende der Wandlungsfrist) in einem bestimmten Verhältnis (Umtauschverhältnis) in Aktien umzuwandeln (Wandelrecht). Mit anderen Worten ist eine Wandelanleihe eine Kombination aus einer Unternehmensanleihe und einer eingebundenen „amerikanischen“ (Long) Call-Option auf die Aktie. Wandelanleihen sind eine defensive Art, um Aktienexposure zu erhalten.
- Der Wandelanleihenmarkt ist mit einem Volumen von global knapp 400 Mrd. USD eine Nische des Rentenmarktes; allerdings ist das Anlageuniversum für den Anleger trotzdem groß genug, um in effiziente und wohldiversifizierte Portfolios investieren zu können.
- Wandelanleihen profitieren mit einem großen Prozentanteil am steigenden Aktienmarkt (hohes „Upside Capture“), während sie wesentlich geringer von fallenden Kursen betroffen sind (niedriges „Downside Capture“). Diese Kombination von Aktien und Renten in einem Produkt erzeugt eine asymmetrische Chancen-Risiko-Konstellation bzw. ein konvexes Auszahlungsprofil. Wandelanleihen sind ausgestattet mit einer impliziten, quasi-automatischen Asset Allocation- und Risikosteuerung. Sie sind daher besonders geeignet für den Einbau in Total Return-Konzepte.
- Solvency II stellt bei Investments in Wandelanleihen deutlich unterproportionale Anforderungen an die Eigenkapitalunterlegung verglichen mit Aktienanlagen. Ersetzt man in Portfolios Aktien durch Wandelanleihen, erhöht sich deutlich die Solvabilitätsquote („SCR-Coverage“), d. h. die SCR-Anforderungen sinken. Wandelanleihen stellen daher einen regulatorisch interessanten Zugang zum Kurspotenzial des Aktienmarktes dar. Es ist zusätzlich möglich, Solvency II-effiziente Wandelanleihenportfolios zu konstruieren.
- Wandelanleihen sind, ähnlich wie herkömmliche Anleihen, mit standardisierten Prospekten ausgestattet. Bei Wandelanleihen handelt es sich jedoch häufig um Emissionen ohne Rating, und der Prospekt kann verschiedene Klauseln enthalten, die für die Anleger entweder vorteilhaft oder nachteilig sein können. Daher erfordern Investitionen in Wandelanleihen das Fachwissen eines erfahrenen Wandelanleihemanagers in einem aktiv verwalteten Fonds.
- Lazard investiert seit 1985 in eine Vielzahl von Wandelanleiheportfolios mit globalem Schwerpunkt. Unsere Wandelanleihen-Portfolios konnten in dieser Zeit signifikanten, stabilen, aktienähnlichen Performancebeitrag und ein robustes Alpha liefern. Attraktive Risiko-Ertragsprofile machen Wandelanleihen zu einem elementaren Bestandteil breit diversifizierter Portfolios.

# Wandelanleihen – Aktienähnliche Investments mit deutlich geringerer Volatilität

Wandelanleihen vereinen Aktien- und Fixed Income-Eigenschaften in einer einzigartigen Kombination. So reagieren Wandelanleihen unterschiedlich stark auf Veränderungen des Aktienkurses. Bei fallenden Aktienkursen nimmt die Aktiensensitivität ab und die Wandelanleihe verhält sich zunehmend anleihenähnlich (bietet Schutz bei stark fallenden Kursen). Bei steigenden Aktienkursen nimmt die Aktiensensitivität hingegen zu, d. h. die Wandelanleihe wird immer aktienähnlicher (Teilnahme an den Aufwärtsbewegungen).

Diese besonderen Eigenschaften machen diese Assetklasse für Anleger interessant: Schutz in Krisenzeiten bei gleichzeitiger Partizipation in Aufwärtsmärkten. Und so spielten Wandelanleihen in vergangenen Krisenzeiten ihre Stärke aus: sei es die DotCom-Krise, die Finanzmarktkrise, die Eurokrise oder auch die Covid-19-Krise, Wandelanleihen wiesen ein niedrigeres Downside Capture als Aktien auf (vgl. Abbildung 1). In Erholungsphasen profitierten diese dann wiederum stark vom steigenden Aktienmarkt

Abbildung 1: Wandelanleihen boten historisch Schutz in Abwärtsmärkten



Stand 30. März 2020  
Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

In den letzten zwei Jahren war die Performance von Wandelanleihen eher enttäuschend. So lasteten einerseits die steigenden Zinsen auf der Rentenseite, andererseits die Underperformance von kleinen und mittelgroßen (Wachstums)unternehmen, welche zu den Hauptemittenten von Wandelanleihen gehören, auf der Aktienseite. Auf der Aktienseite kam erschwerend hinzu, dass sich die gute Performance hauptsächlich auf eine kleine Anzahl erfolgreicher Firmen konzentrierte (die glorreichen Sieben: Apple, Microsoft, Alphabet, Amazon, Nvidia, Tesla und Meta).

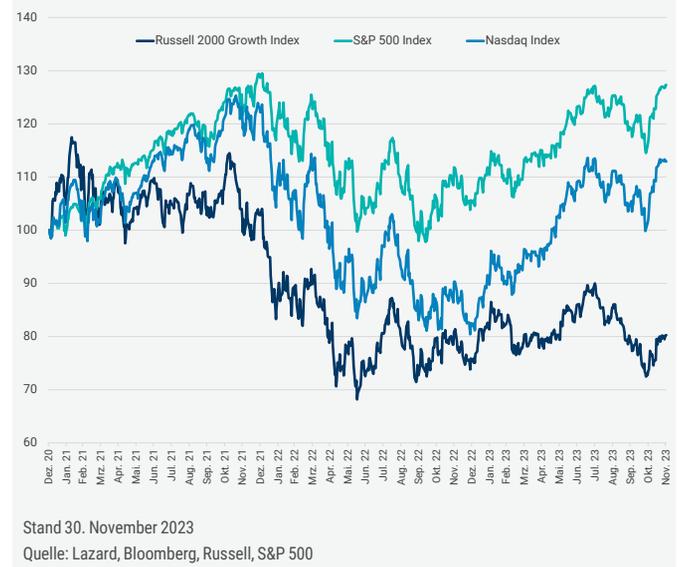
Diese Mega Caps gehören nicht zu dem Universum der Wandelanleihen.

Trotz der schwächeren Erträge als üblich in den letzten zwei Jahren sind die Aussichten auf die Assetklasse durchaus positiv:

(1.) Die Einstiegsniveaus sind so attraktiv wie schon lange nicht mehr:

Die Kurse von Small/Mid Cap-Aktien sind in den letzten zwei Jahren stark runter gekommen und haben sich seither nicht richtig erholen können (vergleiche Abbildung 2), und das trotz des steigenden Earnings per Share-Wachstums (EPS; Aktienrendite). Die Einstiegsniveaus sind also günstig.

Abbildung 2: Underperformance kleiner und mittlerer Unternehmen im Vergleich zu Large Caps



(2.) Sensitivität gegenüber Veränderungen bei den 10-jährigen US-Staatsanleihen

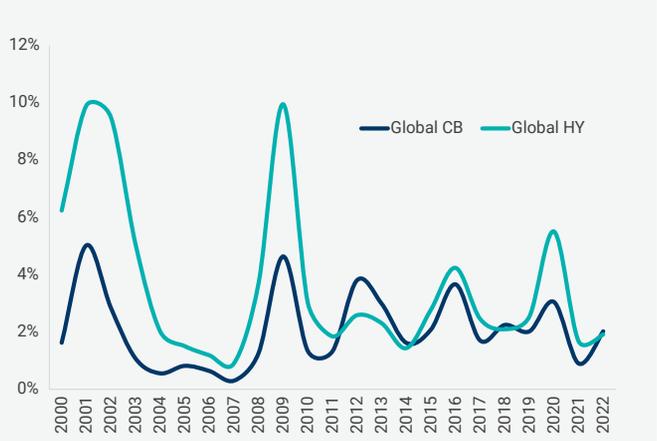
Ein wichtiger Katalysator der Kurse wird die voraussichtlich bald bevorstehende Zinswende darstellen. Die Aktien, die dem Markt für US-Wandelanleihen zugrunde liegen, reagieren besonders sensitiv auf Veränderungen bei den US-Staatsanleihen; stärker als der S&P und der NASDAQ (vgl. Abbildung 3).

Abbildung 3: Sensitivität gegenüber Änderungen in US Treasuries



Stand 30. September 1995 bis 14. November 2023  
 Quelle: BofA, ICE

Abbildung 5: Historisch niedrigere Ausfallraten als High Yield

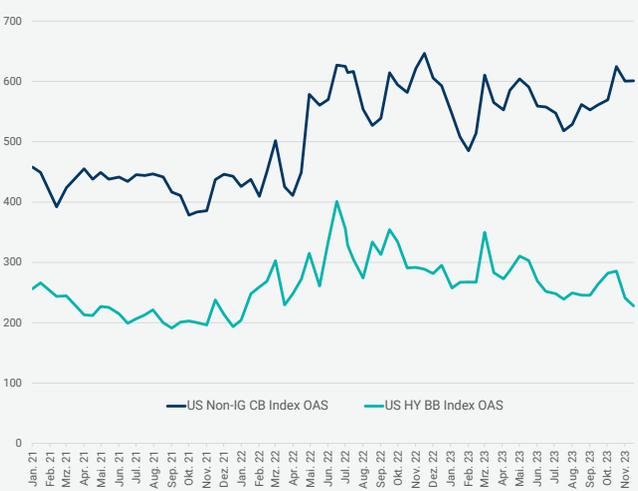


Stand 30. November 2023  
 Quelle: Barclays, Lazard, Refinitiv, BAML, S&P

(3.) Attraktive Renditen/Credit Spreads

Die Renditen von Wandelanleihen sind zurzeit sehr attraktiv. So sind die Credit Spreads wesentlich höher als für Hochzinsanleihen, obwohl die Ausfallquoten in der Vergangenheit wesentlich niedriger waren (vgl. Abbildung 4 und Abbildung 5).

Abbildung 4: Attraktiver Pick up versus High Yield



Stand 30. November 2023  
 Quelle: Barclays, Lazard, Refinitiv, BAML, S&P

Alles in Allem halten wir die derzeitigen Bedingungen auf dem Markt für Wandelanleihen für äußerst attraktiv. Es ist selten, dass dieser Markt zur gleichen Zeit folgendes bietet:

- Wandelanleihen mit einer hohen Rendite: Der IT-Sektor (macht etwa 23,5 % des Marktes aus) weist derzeit einen relativ hohen Anteil an hochverzinslichen Wandelanleihen auf. 51 % dieser Anleihen bieten eine Rendite von über 5 %.
- Gutes Equity Capture: Die Aktiensensitivität von Wandelanleihen liegt bei etwa 50 %. Damit können Wandelanleihen zu einem hohen Anteil an der Aktienperformance teilnehmen.

Dies bedeutet, dass wir derzeit zwei starke Performancefaktoren in der Anlageklasse haben: eine gute Aktiensensitivität bei günstigeren Aktien, die vom Ende des Zinserhöhungszyklus profitieren werden, einerseits und eine hohe Rendite, die es ermöglichen kann, auch in einem Aktienmarkt ohne klare Richtung Renditen zu erzielen, andererseits.

Was sind Wandelanleihen?

Die Wandelanleihen (englisch „Convertibles“) gehören zu den Mischformen von Kapitalanlagen, den sogenannten hybriden Produkten. Sie kombinieren Unternehmensanleihen mit einem Umtauschrecht in Aktien.<sup>1</sup>

Der Käufer einer Wandelanleihe erwirbt einerseits eine Unternehmensanleihe mit fester Laufzeit, fester Rückzahlung und festem Kupon. Andererseits steht dem Käufer der Wandelanleihe gemäß den Bedingungen des Emissionsprospekts zusätzlich das Recht (die Option) zu, die Anleihe (i.d.R. bis zum Ende der Laufzeit der Anleihe, der Wandlungsfrist) in einem bestimmten Verhältnis (Umtauschverhältnis, Wandelverhältnis oder Conversion Ratio) in Aktien umzuwandeln (Wandelrecht).

Mit anderen Worten ist eine Wandelanleihe eine Kombination aus einer Unternehmensanleihe und einer eingebundenen („embedded“) „amerikanischen“ (Long) Call-Option auf die Aktie. Wandelanleihen sind damit eine defensive Art, um Aktienexposure zu erhalten.<sup>2</sup>

### Zum besseren Verständnis ein fiktives Beispiel:

Die Example AG emittiert zum 1.1.2023 fünfjährige Wandelanleihen mit einem Volumen von 100 Mio. €. Ausgabe und Rückzahlung erfolgen zum Nennwert. Der feste jährliche Kupon liegt bei 1 %, die Zinszahlung von 1 Mio. € erfolgt jeweils zum Jahresende. Bis zum Ende der Laufzeit der Anleihe hat der Käufer der Anleihe das Recht, die Anleihe pro Nennwert von 1000 € in einem Umtauschverhältnis von 1/20, also in 50 Aktien, der Example AG zu tauschen. Der Umtausch in Aktien würde sich während der Laufzeit der Wandelanleihen also lohnen, wenn der Aktienkurs über  $20 \text{ €} = 1/\text{Umtauschverhältnis}$  steigt.

## Modifikationen und Abgrenzung zu Pflichtwandelanleihen

Wir sind bisher stillschweigend davon ausgegangen, dass bei Wandelanleihen der Emittent der Anleihe mit dem Unternehmen, in dessen Aktie gewandelt wird, übereinstimmt. Das muss nicht zwingend so sein.<sup>3</sup>

Beispielsweise gibt es insbesondere bei Emissionen von Finanzinstituten auch Titel, bei denen in eine Aktie eines Fremdunternehmens gewandelt werden kann. Möglicherweise sogar in Titel eines anderen Landes, die in einer anderen Währung notieren. Für Emissionen dieser Art wird gerne der Begriff „Umtauschanleihen“ benutzt. Diese Papiere weisen eine zusätzliche Komplexität und Währungsrisiken auf.

Ergänzend unterscheiden sich die Wandelanleihen auch noch dadurch, dass es nicht nur eine Wandoption, sondern zusätzlich verschiedene Kündigungsrechte geben kann, die sowohl Kündigungsoptionen des Käufers als auch des Emittenten der Wandelanleihe umfassen können. Diese Kündigungsrechte spielen für die Preisbildung der Wandelanleihen eine wichtige Rolle.

Auch müssen Wandelanleihen unterschieden werden von den in der Folge der Finanzmarktkrise auf Druck der (europäischen) Regulatoren von den Banken neu geschaffenen Contingent Convertibles (CoCos).<sup>4</sup> CoCos (auch AT1s genannt) sind im Gegensatz zu den hier vorgestellten Wandelanleihen (bedingte) Pflichtwandelanleihen, die insbesondere in einer Bankenkrise und fallenden Eigenkapitalquoten der Banken verpflichtend in Aktien umgewandelt werden müssen. Wandelanleihen sind vorrangige Schuldtitel: 92 % der Wandelanleihen sind vorrangig unbesichert („senior unsecured“).

Die CoCos zählen im Gegensatz zu Wandelanleihen zum Eigenkapital und sind in Bezug auf die Risiko-Return-Charakteristika fast das Gegenteil von normalen Convertibles, denn sie werden bei fallenden Aktienkursen zwangsweise in Aktien umgewandelt. Während Wandelanleihen also als (globale) Unternehmensanleihen plus Long Aktien-Call definiert sind, sind CoCos (europäische) Bankanleihen plus Short Aktien-Put.

Eine noch komplexere Variante sind allerdings die CoCoCos, die versuchen, beide Convertible-Typen in einem Produkt zu kombinieren.<sup>5</sup>

Schließlich ist noch zu beachten, dass sich die einzelnen Wandelanleihen wegen der potenziellen Umwandlung in Aktien eines Unternehmens („Verwässerungsproblematik“, „Fusionsgefahr“) stark durch Details im Prospekt auf Basis des Aktienrechts unterscheiden können. So gibt es sogenannte „nicht verwässernde“ Wandelanleihen, Titel, die mit speziellen Strukturmerkmalen zum Schutz der Investoren wie Dividendenschutzklauseln versehen sind, Anleihen, die statt eines Wandelrechts einer Wandelpflicht unterliegen („Mandatories“) oder es gibt spezielle Regeln für Sonderereignisse wie Übernahmen oder Fusionen.<sup>6</sup>

## Welche Eigenschaften haben Wandelanleihen?

Wandelanleihen sind von Aktiengesellschaften wie Unternehmen und Banken emittierte festverzinsliche Wertpapiere mit einem Umtauschrecht in Aktien. Dadurch weisen sie sowohl Eigenschaften von Unternehmensanleihen als auch von Aktien auf.

Das eingebaute Aktienoptionsrecht verleiht den Anleihen ein aktienähnliches Gewinnpotenzial (die Wandelanleihe profitiert von steigenden Aktienkursen), während der theoretische Wert der Cash Flows der zugrunde liegenden Unternehmensanleihe das Verlustpotenzial beschränkt („Bond Floor“), zumindest solange, wie das Unternehmen nicht konkursgefährdet ist.

Letztlich profitieren die Wandelanleihen mit einem hohen Prozentanteil am steigenden Aktienmarkt (hohes „Upside Capture“), während sie wesentlich geringer von fallenden Kursen betroffen sind (niedriges „Downside Capture“). Diese Kombination von Aktien und Renten in einem Produkt erzeugt also eine asymmetrische Chancen-Risiko-Konstellation. Man spricht auch von einem konvexen Auszahlungsprofil. Wandelanleihen sind mit anderen Worten ausgestattet mit einer impliziten, quasi-automatischen Asset Allocation- bzw. Risikosteuerung und damit besonders geeignet für den Einbau in Total Return-Konzepte.<sup>7</sup>

Der (fiktive) Zusammenhang zwischen dem Kurs der zugrundeliegenden Aktie und dem Preis der Wandelanleihe kann illustrativ verdeutlicht werden (vgl. Abbildung 6).<sup>8</sup>



## Was bedeuten diese Begriffe?

Aus Sicht des Emittenten ist die Emission einer Wandelanleihe im Vergleich zu einer Unternehmensanleihe attraktiv, weil sie einen niedrigeren Kupon hat, denn der Käufer der Anleihe verzichtet zugunsten des Aktiengewinnpotenzials auf Teile des Rentenkupons (technisch bezahlt er so die Aktienoptionsprämie). Dem Käufer der Wandelanleihe ist zwar ein gewisser Kapitalerhalt wichtig, weswegen er eine Anleihe erwerben will, zusätzlich sucht er aber das Gewinnpotenzial des Aktieninvestments, weswegen er auf Teile der potenziellen Erträge des Rentenanteils verzichtet.

Daher ist es logisch, dass bei Emission einer Wandelanleihe das Wandlungsverhältnis in etwa so gewählt wird, dass der Käufer der Wandelanleihe eine gute Chance sieht, dass sich das Wandeln der Anleihe lohnen wird, so dass er eine wesentliche Optionsprämie zu zahlen bereit ist. In der Optionssprache hieße das, dass die eingebaute Call-Option auf die Aktie „am Geld“ oder „leicht aus dem Geld“ ist (Delta um 0,5).

Es muss eine Wahrscheinlichkeit vorhanden sein, dass die Wandelanleihe in die Aktie gewandelt wird, es darf aber nicht fast sicher sein. Diese echte Wandlungswahrscheinlichkeit charakterisiert das Feld „gemischt“. Etwa in der Mitte des Bereichs „gemischt“ schneidet die Linie „Parität = Umtauschverhältnis x Aktienkurs“ die Linie „Bond“, weil dies der Punkt ist, an dem der Wert der zum Umtauschverhältnis gewandelten Aktien (zum aktuellen Aktienkurs) dem Wert der (theoretischen) Anleihe genau entspricht.

Ist im weiteren Verlauf der Lebenszeit der Wandelanleihe die zugrundeliegende Aktie sehr stark gestiegen, so ist es praktisch sicher, dass die Anleihe vom Käufer in Aktien umgewandelt wird (die Option ist „weit im Geld“, Delta nahe eins). Dies ist der aktienähnliche Bereich der Wandelanleihe. Ist die zugrundeliegende Aktie hingegen stark gefallen (die Option ist „weit aus dem Geld“, Delta nahe Null), so ist fast sicher, dass

nicht gewandelt wird, was die Wandelanleihe praktisch zur Unternehmensanleihe macht. Dies ist der anleihenähnliche Bereich der Wandelanleihe.

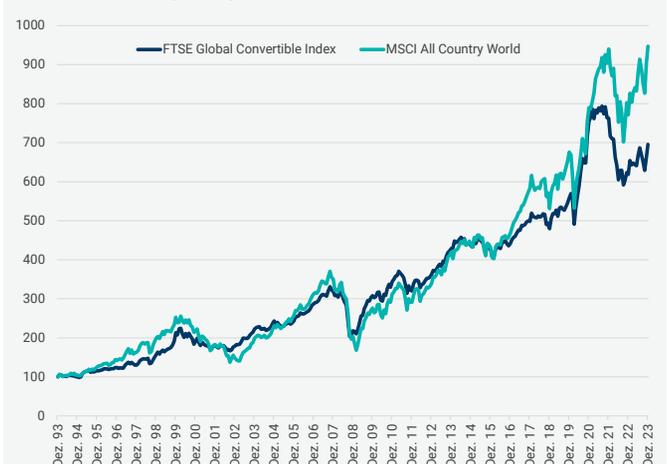
Im anleihenähnlichen Bereich gibt es auch noch den Zustand „Distressed“. Sind die Aktienkurse des die Wandelanleihe emittierenden Unternehmens sehr stark gefallen, so gibt es zwar noch einen theoretischen „Bond Floor“ wegen der zukünftigen Kupons und der Tilgung der Anleihe, der Markt beginnt aber, ein wachsendes „Default Risiko“ einzupreisen. In dem Falle fällt der Wert der Wandelanleihen mit dem weiter fallenden Aktienkurs unter den (theoretischen) Bond Floor allmählich gegen Null.

Bei Fälligkeit der Anleihe wird diese, wie bei Anleihen üblich, zu 100 getilgt. In einem langfristigen Bullenmarkt der zugrundeliegenden Aktie wird die Anleihe bei Fälligkeit zu einem viel höheren Kurs notieren, weil der Käufer der Anleihe jederzeit in Aktien wandeln kann und die gewandelten Aktien mehr wert sind als 100. Der Besitzer der Anleihe muss aber selbst aktiv werden und die Wandlung anzeigen, ansonsten wird auch diese Anleihe zu 100 zurückgezahlt. Es gibt keine automatische Wandlung der Wandelanleihe in Aktien, auch wenn dies (finanziell) im Sinne des Halters der Anleihe wäre.

## Was bieten Wandelanleihen dem Anleger?

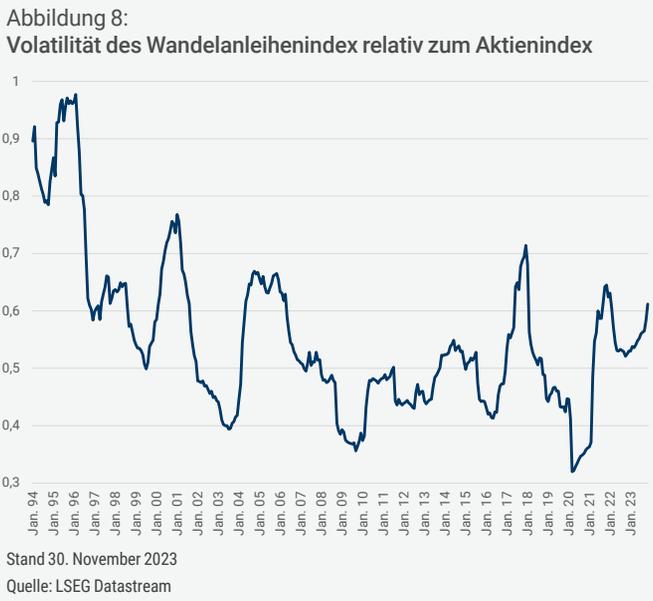
Die wichtigste Kennzeichnung von Wandelanleihen für den Anleger ist ein aktienähnliches Ertragspotenzial bei deutlich niedrigerer Volatilität und geringerem Verlustpotenzial als am Aktienmarkt und zusätzlich ein asymmetrisches Chance-Risiko-Profil. D. h., Wandelanleihen haben die Sicherheit einer Anleihe (mit relativ kurzer effektiver Duration) kombiniert mit dem Renditepotenzial einer Aktie (vgl. Abbildung 7 und 8).<sup>9</sup>

**Abbildung 7:**  
Wertentwicklung von globalen Aktien und Wandelanleihen



Stand: 31. Dezember 2023

Quelle: LSEG Datastream



Die Abbildungen 7 und 8 zeigen, dass globale Wandelanleihen seit 1994 eine Wertentwicklung genommen haben, die relativ nah an der Performance globaler Aktien war. Dennoch lag die Volatilität der Erträge in den letzten zwanzig Jahren lediglich bei 30-70 % der Volatilität der Erträge der Aktienmärkte, weil der Rentencharakter der Wandelanleihen in den regelmäßig auftretenden Krisenszenarien, die der Aktienmarkt erlebte, einen gewissen Risikopuffer gewährte.

Mit anderen Worten erzielten Wandelanleihen in den letzten Jahrzehnten eine attraktivere Sharpe Ratio als Aktien, Beimischungen von Wandelanleihen heben Portfolios auf höhere Effizienzlinien im Risiko-Return-Diagramm (Portfoliooptimierung) und reduzieren den Portfolio-Expected-Shortfall (Verlustisiko).<sup>10</sup>

Damit bieten Wandelanleihen auch eine gute Diversifikation zu anderen Assetklassen. Zusätzlich bieten Convertibles ein ergänzendes Engagement in eingebundene (in der Regel günstige) Optionen mit langen Laufzeiten, was die Möglichkeit bietet, Zusatzerträge durch Investitionen in die Volatilität der Märkte zu generieren.

## Vorteilhafte Behandlung von Wandelanleihen unter Solvency II

Seit Anfang 2016 ist für europäische Versicherungsunternehmen das neue Aufsichtsregime Solvency II in Kraft getreten. Dies stellt eine Herausforderung für Versicherer dar, denn diese müssen neben der Risiko-Rendite-Betrachtung noch die Eigenkapitalunterlegung (SCR) berücksichtigen.<sup>11</sup>

Unter Solvency II sind die renditegenerierenden Assetklassen meist kapitalintensiv, da sie eine hohe Eigenkapitalunterlegung erfordern. Hier stellen Wandelanleihen eine echte Alternative dar.

Wandelanleihen werden unter Solvency II wegen ihres impliziten Kapitalschutzes aufgrund des Anleihencharakters

vom Regulator deutlich positiver behandelt als direkte Aktieninvestments, indem deutlich unterproportionale Anforderungen an die Eigenkapitalunterlegung verglichen mit Aktienanlagen gestellt werden. Ersetzt man in Portfolien Aktien durch Wandelanleihen, erhöht sich deutlich die Solvabilitätsquote („SCR-Coverage“) von Versicherungsunternehmen. Wandelanleihen stellen daher einen regulatorisch besonders interessanten Zugang zum Kurspotenzial des Aktienmarktes dar.<sup>12</sup>

Wandelanleihen nutzen das Kapital unter Solvency II effizienter als Aktien, aber auch als Renten, weil sie nahezu wie Renten (mit niedriger Duration) behandelt werden, aber an Aktienrenditen gekoppelt sind. Zudem können Wandelanleihenportfolios durch Berücksichtigung gewisser Zusammenhänge Solvency II-effizient zusammengestellt werden (Minimierung der Solvenzkapitalerfordernis, SCR).

Um spezifischer zu werden, werden Wandelanleihen aus den folgenden Gründen bevorzugt behandelt:

- 1. Konvexität:** Generell gilt, je höher die Aktiensensitivität, also das Delta, ist, desto höher ist die Eigenkapitalunterlegung. Umso niedriger also das Delta, desto niedriger die Anforderungen.
- 2. Duration:** Wandelanleihen weisen eine eher kurze Duration auf. Unter Solvency II-Gesichtspunkten gilt, dass je niedriger die (Modified) Duration ist, desto niedriger das SCR.
- 3. Rating:** Investment Grade-Anleihen werden unter Solvency II besser behandelt als High Yield-Anleihen. Etwa 57 % der Wandelanleihen weisen gar kein Rating auf. Die Not Rated-Anleihen werden besser als High Yield, aber schlechter als Investment Grade-Anleihen behandelt.
- 4. Bei EUR-gehedgten Portfolios** entfällt der sogenannte Währungsstress.
- 5. OECD-Länder** werden vorteilhaft gegenüber Nicht-OECD-Ländern behandelt. Der Anteil an Nicht-OECD-Ländern bei Wandelanleihen ist eher gering.

Zu Strategien, die zu einer Solvency II-Effizienz beitragen können, gehört der Verzicht auf Cross-Currency-Wandelanleihen, die Reduktion von HY-Anleihen mit hohen Solvenzkapitalerfordernissen, Konzentration auf Wandelanleihen mit 30 % bis 50 % Aktiensensitivität mit optimaler Konvexität, Konzentration auf OECD-Länder sowie die Berücksichtigung der Besserbehandlung von nicht gerateten Papieren relativ zu HY-Titeln unter Solvency II.<sup>13</sup>

## Wie sieht der globale Markt für Wandelanleihen aus?

Der Wandelanleihenmarkt ist mit einem Volumen von global knapp 400 Mrd. USD zweifellos eine Nische verglichen mit dem riesigen Markt der Staatsanleihen, Covered Bonds oder Unternehmensanleihen; allerdings ist das Anlageuniversum für den Anleger trotzdem groß genug, um in effiziente und wohl-diversifizierte Portfolios investieren zu können.<sup>14</sup>

Hinsichtlich der Streuung (alle folgenden Zahlenangaben basieren auf dem Stand Ende November 2023) liegt der

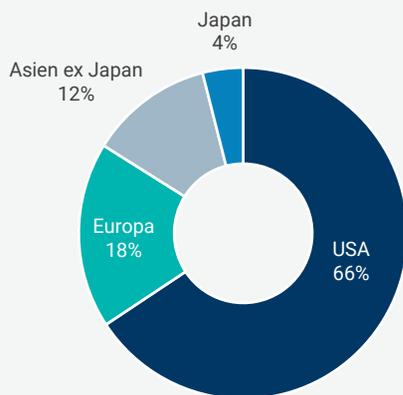
Schwerpunkt der Wandelanleihen traditionell mit 66 % Marktanteil in den USA, aber auch Europa (rund 18 %), Japan (rund 4 %) und Asien ex Japan (12 %) verfügen über liquide Märkte und eine breite Palette von Emissionen. Was die Währungsaufteilung angeht, notieren 75 % der Emissionen in USD, 17 % in EUR, 4 % in JPY und rund 4 % in anderen Währungen. Für den Anleger erscheint es uns aber am attraktivsten, in globale Portfolien zu investieren, weil dann das Anlageuniversum am breitesten und die Streuung am effizientesten ist.

Betrachtet man die Unternehmensgrößen- und Sektorallokation von Wandelanleihen, so ist zu bedenken, dass gerade Wachstumsunternehmen daran interessiert sind, Wandelanleihen zu emittieren, denn sie wollen die Finanzierungskosten niedrig halten und bieten dem Anleger daher alternativ über das Potenzial der Aktie Wachstumsphantasie. Deshalb sind Anleihen von Small und Mid Caps im Wandelanleihenmarkt stark vertreten. Was die Sektoren angeht, ist das Anlageuniversum recht breit gestreut. Technologiewerte machen 24 %, zyklischer Konsum 19 %, Finanzwerte 14 %, Gesundheitssektor rund 12 %, Industrie 8 %, Medien 6 % und der Rest 18 % des Marktes aus.

Besonders auffällig ist, dass im Gegensatz zum Unternehmensanleihenmarkt ein großer Teil der Wandelanleihen (rund 52 %) kein Rating besitzt, weil der typische Emittent von Wandelanleihen keine weiteren Unternehmensanleihen emittiert. Von den restlichen Emissionen sind 27 % mit einem Investment Grade-Rating ausgestattet, während 21 % ein High Yield-Rating aufweisen. Die meisten Wandelanleihen haben jedoch eine hohe Seniorität, wobei 92 % der Emissionen als vorrangige Schuldtitel eingestuft werden.

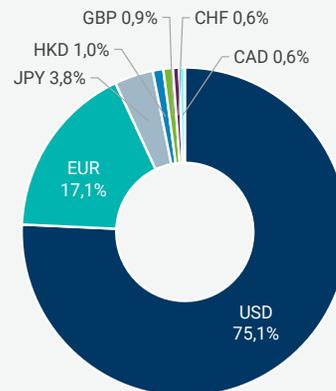
Wegen eines wesentlichen Anteils von Emissionen ohne Rating und Emissionen mit Nachrangcharakter kommt der Einschätzung der Kreditqualität der Emission bzw. des Emittenten durch den Investor oder den mit der Anlage beauftragten Asset Manager eine große Bedeutung zu.<sup>15</sup>

Abbildung 9: Globales Wandelanleihen-Universum nach Regionen\*



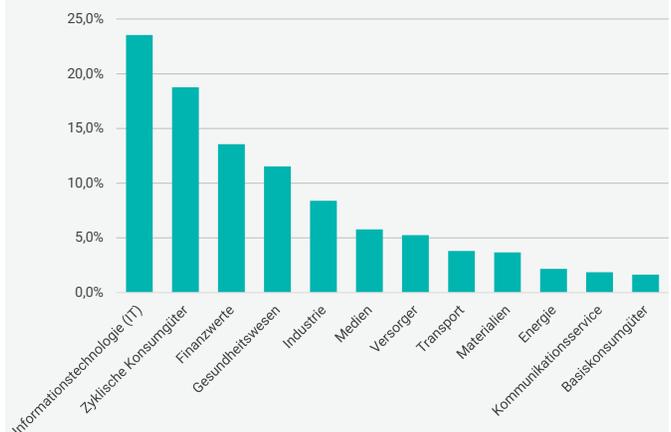
\* Region der zugrunde liegenden Aktie; Stand: 30. November 2023  
Quelle: BofA Merrill Lynch Global Research, Jefferies

Abbildung 10: Globales Wandelanleihen-Universum nach Währungen



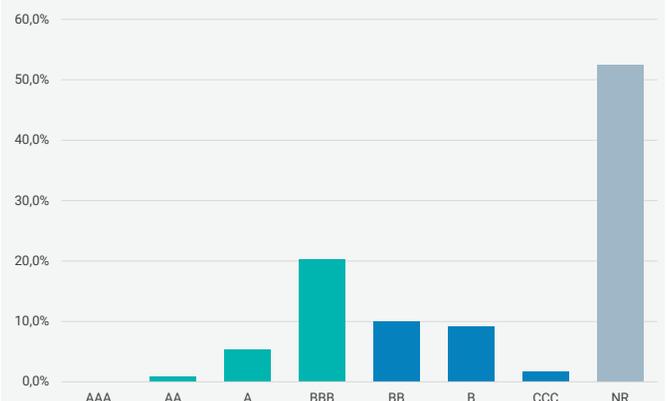
Stand: 30. November 2023  
Quelle: BofA Merrill Lynch Global Research, Jefferies

Abbildung 11: Globales Wandelanleihen-Universum nach Sektoren\*



\* Sektor der zugrunde liegenden Aktie; Stand: 30. November 2023  
Quelle: BofA Merrill Lynch Global Research, Jefferies

Abbildung 12: Globales Wandelanleihen-Universum nach Rating



Stand: 30. November 2023  
Quelle: BofA Merrill Lynch Global Research, Jefferies

Abbildung 13:  
Globales Wandelanleihen-Universum nach Bilanzstruktur

Unterordnung	Anzahl Wandelanleihen	Wandelanleihen Universum (in %)
1st lien	5	0%
2nd lien	0	0%
Secured	10	0%
Sr Unsecured	758	92%
Unsecured	3	0%
Sr Subordinated	8	1%
Subordinated	23	1%
Jr Subordinated	8	1%
Sr Preferred	1	0%
Preferred	19	4%

Stand: 30. November 2023  
Quelle: Lazard, Bloomberg

Die wichtigsten Indizes, die als Indexbenchmarks für Wandelanleihenportfolios in Frage kommen, stammen von der London Stock Exchange Group, der diese kürzlich von Refinitiv übernommen hat (vorher war von der Refinitiv-beziehungsweise Thomson Reuters-Indexfamilie die Rede), welche wiederum die Indexbenchmarks vor langer Zeit von der UBS übernommen hat (in älteren Quellen ist daher von der UBS-Indexfamilie die Rede).

Man unterscheidet grob die „FTSE Global Convertibles“ und die „FTSE Global Focus Convertibles“-Indizes. Wie der Name schon andeutet, sind die reinen Convertible-Indizes dazu gedacht, den Markt in der Breite und der Gesamtheit widerzuspiegeln, während sich die Convertible Focus-Indizes auf die liquiden Emissionen mit besonders signifikanter Konvexität (die echten Wandelanleihen) konzentrieren.

Im Rahmen eines regelmäßigen Rebalancing werden in den Convertible Focus-Indizes die Wandelanleihen aus dem Index entnommen, die zu „aktienähnlich“ bzw. zu „rentenähnlich“ geworden sind.

## Preisbildung und Risiken von Wandelanleihen

Wegen ihrer Ausgestaltung als hybrides Produkt ist die Preisbildung von Wandelanleihen relativ komplex. Der (theoretische) Wert einer Wandelanleihe hängt einerseits von der Aktienkursentwicklung ab, andererseits ist eine Wandelanleihe aber auch eine Unternehmensanleihe, so dass die Zinsen, die Form der Renditestrukturkurve und die Entwicklung von Credit Spreads auf die Preisbildung eine Wandelanleihe genauso einwirken.<sup>16</sup>

Zusätzlich spielen für die Bewertung einer Wandelanleihe über die eingebauten Optionen auch die üblichen Optionspreisbildungsmechanismen eine Rolle, also die bekannten „Griechen“ wie Delta und Gamma, aber auch

die Abhängigkeit von der Aktienmarktvolatilität (Vega), der sinkende Wert der Option im Zeitverlauf (Theta) und andere Zusammenhänge.

Für die normale Anwendung genügt es in der Regel, sich die Wandelanleihe als Unternehmensanleihe plus Aktien Call-Option vorzustellen. Für die exakte Preisbildung hat man aber mittlerweile sehr aufwändige Preisbildungsmodelle entwickelt, die die unterschiedlichen Einflussfaktoren simultan bewerten.<sup>17</sup>

Dabei spielen für die Preisbildung von Wandelanleihen auch die Hedge Funds als Spieler am Markt eine Rolle, wenn auch wegen der sinkenden Zahl der Marktakteure eine geringere als noch zur Zeit der Finanzmarktkrise 2008, weil sogenannte „Convertible Arbitrage“-Strategien den Preiszusammenhang zwischen Aktien-, Credit- und Derivatemarkten durch den Kauf und Verkauf der einzelnen miteinander zusammenhängenden Finanzinstrumente herstellen, indem sie Bewertungsdifferenzen zu Arbitragegeschäften nutzen und damit in normalen Zeiten Liquidität zur Verfügung stellen.<sup>18</sup>

Diese Überlegungen führen direkt zu den Risikofaktoren. Wandelanleihen weisen sowohl die üblichen Risiken der Aktienmarktinvestments als auch die Risiken der Credit-Märkte sowie optionsspezifische Risiken auf.

Der bedeutendste Risikofaktor resultiert aber aus der Kombination von etwas geringerer Liquidität mit der Komplexität des Produktes. In Krisenszenarien wie in der Finanzmarktkrise 2008 kann es sehr plötzlich zu akuten Liquiditätsschocks kommen („schwarze Liquiditätslöcher“), die sich auf weniger liquide und komplexe Produkte besonders stark auswirken, insbesondere wenn wie bei Convertibles die Hedge Funds aktive Marktteilnehmer sind und plötzlich zu Verkäufen gezwungen werden. In diesem Zusammenhang ist es aber sehr positiv zu sehen, dass der Wandelanleihenmarkt die Pandemiekrise 2020 völlig ohne Verwerfungen überstanden hat; dies ist ein Zeichen dafür, dass sich der Markt seit der Finanzmarktkrise 2008 extrem weiterentwickelt hat.<sup>19</sup>

Dennoch kommt bei Investments in Wandelanleihen dem Liquiditätsmanagement eine besonders große Bedeutung zu. Es sollte sichergestellt sein, dass Wandelanleihen-Investments in Liquiditätsschockphasen nicht liquidiert werden müssen, weil sich mögliche Preisverwerfungen relativ schnell wieder auflösen. Auf etwas längere Sicht betrachtet haben Wandelanleihen in den letzten Jahrzehnten in allen Krisen deutlich besser performt als die Aktienmärkte, auch während der Finanzmarktkrise 2007-2009 und ganz besonders in der Covidkrise 2020 (vgl. Abbildung 1 oben).<sup>20</sup>

## Wandelanleihen bei Lazard

Lazard investiert seit 1985 in eine Vielzahl von Wandelanleiheportfolios mit globalem Schwerpunkt. Auch Spezialitäten wie reine Investment Grade-Portfolios oder Recovery-Strategien im UCITS-Mantel sind im Angebot. Unsere Wandelanleihen-Portfolios konnten in dieser Zeit einen signifikanten, stabilen aktienähnlichen Performancebeitrag und ein robustes Alpha liefern.

Attraktive Risiko-Ertragsprofile machen Wandelanleihen zu einem elementaren Bestandteil breit diversifizierter Portfolios.

Lazard verwaltet aktuell rund 6,2 Mrd. €\* Assets in Wandelanleihenstrategien, sowohl über Spezialfonds als auch über eine breite Palette von Publikumsfonds, und kann damit sein Angebot an die Kunden sehr breit fächern.

## Zusammenfassung

Die Wandelanleihen (englisch „Convertibles“) gehören zu den Mischformen von Kapitalanlagen, den sogenannten hybriden Produkten. Sie kombinieren Unternehmensanleihen mit einem Umtauschrecht in Aktien.

Der Käufer einer Wandelanleihe erwirbt einerseits eine Unternehmensanleihe mit fester Laufzeit, fester Rückzahlung und festem Kupon. Andererseits steht dem Käufer der Wandelanleihe gemäß den Bedingungen des Emissionsprospekts zusätzlich das Recht (die Option) zu, die Anleihe (in der Regel bis zum Ende der Laufzeit der Anleihe, der sogenannten Wandlungsfrist) in einem bestimmten Verhältnis (Umtauschverhältnis, Wandelverhältnis oder Conversion Ratio) in Aktien umzuwandeln (Wandelrecht). Mit anderen Worten ist eine Wandelanleihe eine Kombination aus einer Unternehmensanleihe und einer eingebundenen („embedded“) „amerikanischen“ (Long) Call-Option auf die Aktie. Wandelanleihen sind damit eine defensive Art, um Aktienexposure zu erhalten.

Der Wandelanleihenmarkt ist mit einem Volumen von global knapp 400 Mrd. USD eine Nische verglichen mit dem riesigen Markt der Staatsanleihen, Covered Bonds oder Unternehmensanleihen; allerdings ist das Anlageuniversum für den Anleger trotzdem groß genug, um in effiziente und wohldiversifizierte Portfolios investieren zu können.

Die Wandelanleihen profitieren mit einem großen Prozentanteil am steigenden Aktienmarkt (hohes „Upside Capture“), während sie wesentlich geringer von fallenden Kursen betroffen sind (niedriges „Downside Capture“). Diese Kombination von Aktien und Renten in einem Produkt erzeugt eine asymmetrische Chancen-Risiko-Konstellation.

Man spricht auch von einem konvexen Auszahlungsprofil. Wandelanleihen sind, mit anderen Worten, ausgestattet mit einer impliziten, quasi-automatischen Asset Allocation-bzw. Risikosteuerung und damit besonders geeignet für den Einbau in Total Return-Konzepte.

Solvency II stellt bei Investments in Wandelanleihen deutlich unterproportionale Anforderungen an die Eigenkapitalunterlegung verglichen mit Aktienanlagen. Ersetzt man in Portfolios Aktien durch Wandelanleihen, erhöht sich deutlich die Solvabilitätsquote („SCR-Coverage“) von Versicherern. Wandelanleihen stellen daher einen regulatorisch besonders interessanten Zugang zum Kurspotenzial des Aktienmarktes dar. Es ist zusätzlich möglich, besonders Solvency II-effiziente Portfolios zusammenzustellen.

Wandelanleihen sind, ähnlich wie herkömmliche Anleihen, mit standardisierten Prospekten ausgestattet. Bei Wandelanleihen handelt es sich jedoch häufig um Emissionen ohne Rating, und der Prospekt kann verschiedene Klauseln enthalten, die für die Anleger entweder vorteilhaft oder nachteilig sein können. Daher erfordern Investitionen in Wandelanleihen das Fachwissen eines erfahrenen Wandelanleihemanagers in einem aktiv verwalteten Fonds.

Lazard investiert seit 1985 in eine Vielzahl von Wandelanleiheportfolios mit globalem Schwerpunkt. Unsere Wandelanleihen-Portfolios konnten in dieser Zeit während aller Marktphasen einen signifikanten, stabilen aktienähnlichen Performancebeitrag und ein robustes Alpha liefern. Attraktive Risiko-Ertragsprofile machen Wandelanleihen zu einem elementaren Bestandteil breit diversifizierter Portfolios.

Verfasser: Werner Krämer  
E-Mail: [werner.kraemer@lazard.com](mailto:werner.kraemer@lazard.com)

Verfasserin: Desiree Sauer  
E-Mail: [desiree.sauer@lazard.com](mailto:desiree.sauer@lazard.com)

## Literaturverzeichnis

- <sup>1</sup> FAO: Globaler Wandelanleihenmarkt, Union Investment, White Paper, 22.04.2021.
- <sup>2</sup> U. Sperl: Wandelanleihen Global, Präsentation, UBS, Zürich, April 2015.
- <sup>3</sup> T. Dinsmore / J. Keeffe / J. Dinsmore: A Review of the Convertible Securities Market, Gabelli Funds, White Paper, Dezember 2016.
- <sup>4</sup> W. Krämer: New Kids of the Bank – CoCo-Anleihen, Lazard Asset Management, Standpunkt, Mai 2015.
- <sup>5</sup> P. Gügi / P. Good: CoCo, CoCoCo & Co, in: Schweizer Personalvorsorge, 07/11, S. 60-61.
- <sup>6</sup> A.M. Borse: Wandelanleihen – Brücke zwischen Aktien- und Bondmarkt, leitwolf 003, Invest Alpha, Mai 2017.
- <sup>7</sup> 8 NN: Investieren in Wandelanleihen, Chancen durch Dynamik und Asymmetrie, White Paper, Union Investment, Februar 2015.
- <sup>8</sup> R. Geiger: Globale Wandelanleihen, Präsentation, Credit Suisse Asset Management, Frankfurt am Main, Mai 2012.
- <sup>9</sup> NN: Wandelanleihen – Flexibel von Aktien und Anleihen profitieren, Deutsche Asset Management, White Paper, August 2016; NN: Convertible Bond Investing, Invesco, White Paper, Januar 2017; O.
- <sup>10</sup> S. L. Lummer / M.W. Riepe: Convertible Bonds as an Asset Class – 1957-1992, Ibbotson Associates, White Paper, September 1993; H. J. Naumer: Wandelanleihen – Das Beste aus zwei Welten, AGI, White Paper, April 2012.
- <sup>11</sup> C. Röring / B. Wendel: Wandelanleihen aus der Perspektive regulierter Anlegergruppen, Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, Das Fondsgeschäft 2018, 71. Jahrgang, 15. Januar 2018, 2-2018.
- <sup>12</sup> NN: Wandelanleihen – Flexibel von Aktien und Anleihen profitieren, Deutsche Asset Management, White Paper, August 2016; NN: Convertible Bond Investing, Invesco, White Paper, Januar 2017.
- <sup>13</sup> BNN: Solvency II verhilft Wandelanleihen zu ganz neuen Qualitäten, in: PT-Magazin Wirtschaft, Gesellschaft, Mittelstand, 2.2.2016; M.A. Langer: Die Auferstehung der Wandelanleihen, Neue Züricher Zeitung, 29.4.2013, S. 21; D. Niedermayer: Wandelanleihen – Grundlagen Anlageallokation Solvency, Credit Suisse, White Paper, 2014; NN: Wandelanleihen unter Solvency II, AgaNola, White Paper, Zürich, ohne Datum.
- <sup>14</sup> A. Brillois: Lazard Global Convertibles, Präsentation, Lazard Frère Gestion, Paris, April 2017.
- <sup>15</sup> A. Brillois: Lazard Global Convertibles, Präsentation, Lazard Asset Management, November 2023.
- <sup>16</sup> B. Thoma: Wandelanleihen – Eine Einführung sowie Strategien und Konzepte, Fisch Asset Management, White Paper, Zürich, ohne Datum.
- <sup>17</sup> 19 A. Wiedemann: Konzeption und Preisbildung von Wandelanleihen, ccfb, White Paper, September 2004; Z. Da / R. Jagannathan: teaching Note on Convertible Bonds, Kellogg Northwestern University, White Paper, August 2004; M.J. Brennan / E. S. Schwartz: Analyzing Convertible Bonds, The Journal of Financial and Quantitative Analysis, Volume 15, Issue 4, June 1980, S. 907-929; S. L. Liao / H. H. Huang: Valuation and Optimal Strategies of Convertible Bonds, The Journal of Futures Markets, Vol. 26, No 9, 2006, S. 895-922; H. H. Huang: Valuation of Convertible Bonds, Dissertation Universität Bonn, 2010.
- <sup>18</sup> NN: Convertible Bonds – A diverse and interesting investment proposition for insurers, EY, White Paper, 2014.
- <sup>19</sup> C.S. Asness / A. Berger / C. Palazzolo: The Limits of Convertible Bond Arbitrage – Evidence from the Recent Crash, CFA Institute, White Paper, 2009.
- <sup>20</sup> R. Geiger, ebenda, S. 13.

## Weitere Lazard Publikationen

### Hintergrund März 2020

„Aufbau einer zusätzlichen Aktienquote in Zeiten niedriger Zinsen und boomender Märkte“

### Hintergrund Mai 2020

„Emerging Markets Corporate Bonds“

### Standpunkt September 2020

„Gold – Assetklasse für ein „Zeitalter der Angst“

### Standpunkt Dezember 2020

„Going Global“ – ein erfolgreiches Konzept“

### Hintergrund Februar 2021

Aktualisierung: „Aktienähnliche Investments mit deutlich geringerer Volatilität“

### Standpunkt April 2021

„Die Welt im Wandel – Investieren in die Zukunft“

### Standpunkt Mai 2021

„Investmentrestriktionen, Risikobudgets und Anlageerfolg“

### Hintergrund September 2021

„Die Kombination von Style-Investing und Quality-Investing – eine häufig übersehene Handlungsalternative am Aktienmarkt“

### Hintergrund März 2022

„Wie wird Inflation berechnet?“

### Hintergrund April 2022

„Wandelanleihen – Aktienähnliche Investments mit deutlich geringerer Volatilität“

### Hintergrund Mai 2022

„Auf die Größe kommt es an: Small Cap = Large Opportunity?“

### Hintergrund September 2022

„Ruhe bewahren – auf Bären folgen Bullen“

### Standpunkt November 2022

„Den Blick Richtung Norden: Nordic High Yield – Wo High Yield noch High Yield bedeutet“

### Hintergrund März 2023

„Multi-Asset-Strategien - ein Überblick“

### Standpunkt Juni 2023

„Rückkehr in die Zinsnormalität – Die Renaissance von Rentenanlagen“

## Weiterführende Literatur

Weitere Informationen finden Sie auch in unserer umfassenden [Hintergrund-Publikation](#) zu Wandelanleihen



sowie weiterführende Materialien unter [digitale Wandelanleihen Plattform](#).



oder sprechen Sie uns gerne persönlich an.

Lazard Asset Management (Deutschland) GmbH  
Neue Maizer Straße 75  
60311 Frankfurt am Main  
Telefon +49 69 - 50 60 60  
[www.lazardassetmanagement.com](http://www.lazardassetmanagement.com)

## Notizen



Lazard Asset Management  
(Deutschland) GmbH

[www.lazardassetmanagement.com](http://www.lazardassetmanagement.com)

Neue Mainzer Straße 75  
60311 Frankfurt  
Telefon +49-69 50 606-0

Neuer Wall 9  
20354 Hamburg  
Telefon +49-40 35 72 90-20

Opernring 7  
1010 Wien  
Telefon +43-1 92 80 52 90

**LAZARD**  
ASSET MANAGEMENT