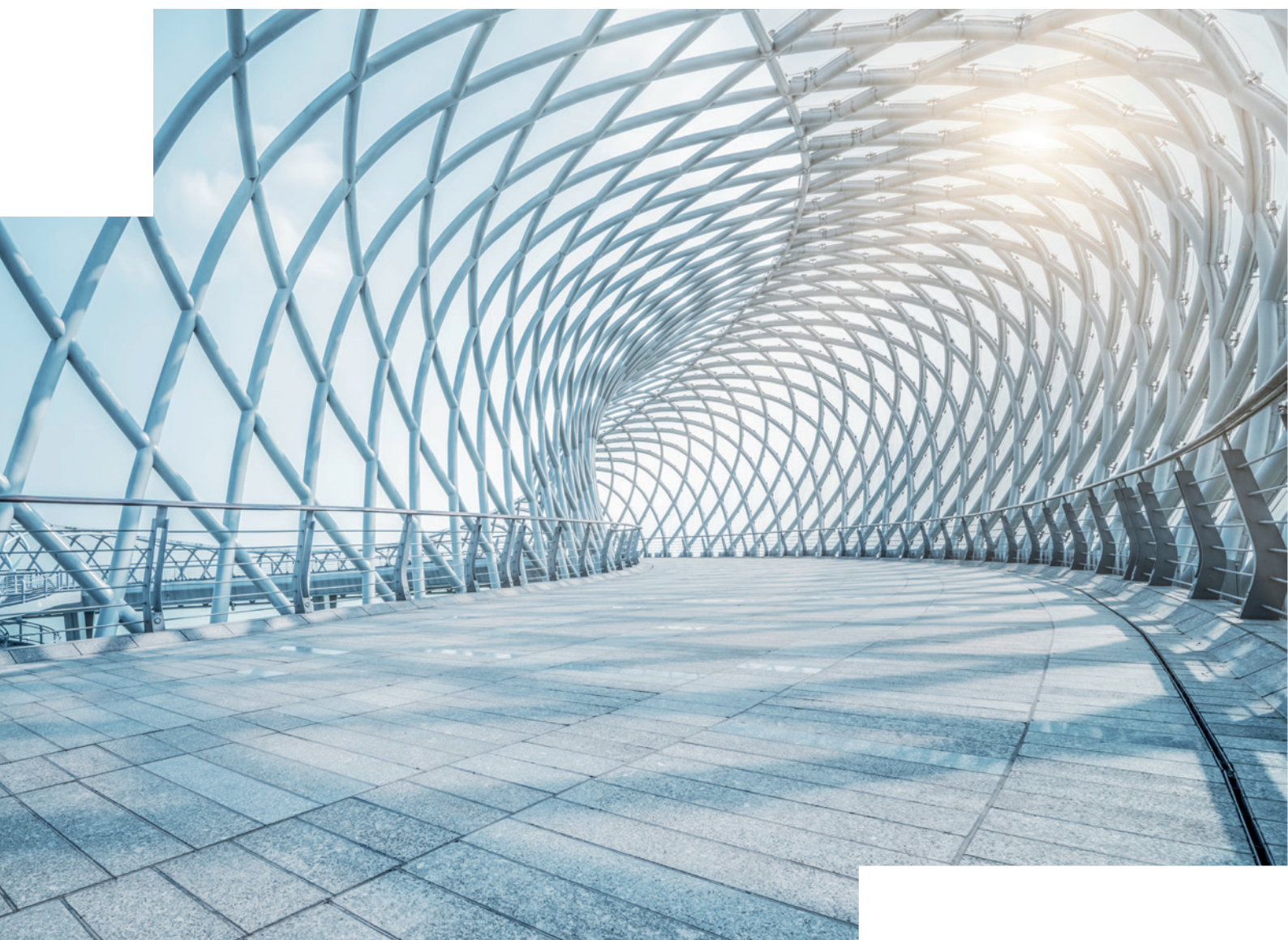


Argumente für Wandelanleihen



Eine Kombination aus Performance und Schutz

Wandelanleihen werden von Unternehmen seit Mitte des 19. Jahrhunderts für die externe Kapitalaufnahme verwendet. Anfangs wurden sie hauptsächlich von amerikanischen Eisenbahngesellschaften emittiert, um deren Wachstum zu finanzieren. Es ist lange her, dass Wandelanleihen ausschliesslich von kleinen bis mittleren Unternehmen in Wachstumsmärkten begeben wurden. Heute sind Wandelanleihen eine globale Anlageklasse. Das Spektrum der Emittenten reicht von mittelständischen Unternehmen bis hin zu internationalen Grosskonzernen sowohl in den Industrie- als auch in den Schwellenländern.

Dank der hybriden Form der Finanzierung, die irgendwo zwischen Fremd- und Eigenkapital angesiedelt ist, sind Wandelanleihen nicht nur für das emittierende Unternehmen attraktiv. Auch Investoren profitieren von den speziellen Eigenschaften dieser Titel, die nicht an eine bestimmte Marktsituation oder Anlagestrategie gebunden sind. Als zusätzliche Quelle der Risikodiversifikation eignen sich Wandelanleihen auch für gemischte (Multi-Asset-Class-) Portfolios. Bemerkenswert ist die grosse Vielfalt der Wandelanleihenstrategien, die von risikoarmen bis hin zu dynamischeren Ansätzen mit einem höheren Risiko- und Renditepotenzial reicht.

Aber warum sollte man in Wandelanleihen investieren? Die gegenwärtige Unsicherheit an den Finanzmärkten bringt sowohl Chancen als auch Risiken mit sich. Wandelanleihen geben Anlegern die Möglichkeit, von einem steigenden Markt zu profitieren, ohne die gleichen Risiken wie bei einer Aktieninvestition einzugehen. Die derzeit sehr niedrigen Zinsen stellen eine zusätzliche Herausforderung dar. Aktuell ist es schwierig, mit Hilfe traditioneller Strategien attraktive Renditen an den Anleihenmärkten zu erzielen. Bei Wandelanleihen ist die Situation jedoch eine andere. Da es sich um Unternehmensanleihen mit einer integrierten Aktienoption handelt, beinhalten sie im Vergleich zu konventionellen Unternehmensanleihen eine weitere Ertragsquelle. Man sollte sich nicht nur über die attraktiven potenziellen Renditen, die Wandelanleihen bieten, sondern auch über die Chancen und Risiken im Klaren sein, die mit ihnen einhergehen.

Wir möchten unseren Investoren umfassendere Kenntnisse über die unserer Ansicht nach attraktive Anlageklasse der Wandelanleihen vermitteln.

Mit unserer globalen Produktpalette für Wandelanleihen möchten wir unseren Kunden die bestmöglichen Lösungen im globalen Wandelanleihensegment bieten. Die verschiedenen Fondsauszeichnungen, die uns in den letzten Jahren verliehen wurden, sind eine erfreuliche Wertschätzung unserer Arbeit.



Oliver Gasser
Chief Executive Officer bei
Credit Suisse Investment
Partners

Vorwort	2
Zusammenfassung	5
Einführung	6
Wandelanleihen im Detail	8
Geschichte und Anlageuniversum	18
Der Wandelanleihenmarkt: Ein historischer Überblick	20
Dynamischer Wandel im Wandelanleihenuniversum	22
Wandelanleihen und Asset-Allokation	24
Rendite und Risiko von Wandelanleihen	26
Portfoliooptimierung mit Wandelanleihen	28
Verringerung des erwarteten Drawdown	30
Glossar	34

Zusammenfassung



Dieses White Paper ist in drei Hauptabschnitte unterteilt. Jeder Abschnitt kann separat gelesen werden, doch die eingangs erläuterten Hauptmerkmale von Wandelanleihen erleichtern das Verständnis der anderen beiden Abschnitte. Jeder Abschnitt beginnt mit einem kurzen Überblick.

1. Einführung

Die hybride Struktur von Wandelanleihen bietet für Investoren beträchtliche Vorteile: Etwaige Aktienkursverluste des Basiswerts sind durch den Nennwert der Anleihe abgesichert, während ein Anstieg des Aktienkurses des Basiswerts auch den Wert der Wandelanleihe erhöht. Dieser Abschnitt beschreibt die grundlegenden Merkmale von Wandelanleihen und erklärt, warum sie im derzeitigen Marktumfeld attraktiv sind.

2. Geschichte und Anlageuniversum

Wandelanleihen existieren mittlerweile seit etwa 150 Jahren. In den letzten zehn Jahren sind die Emissionen von Wandelanleihen gestiegen, vor allem in den USA. Zurzeit wird der Markt für Wandelanleihen von US-Emittenten dominiert (65 %), gefolgt von europäischen Emittenten (22 %). In diesem Abschnitt konzentrieren wir uns auf das aktuelle Wandelanleihenuniversum und die dynamischen Veränderungen am Markt.

3. Wandelanleihen und Asset-Allokation

Dank ihrer starken historischen Wertentwicklung und geringen Volatilität verfügen Wandelanleihen im Vergleich zu Aktien und Anleihen über eine hervorragende Performancebilanz.¹ In gemischten Portfolios können Wandelanleihen sowohl zur Erhöhung der Portfoliodiversifikation als auch zur Verringerung der Verlustrisiken beitragen.

¹ Details dazu siehe Abbildung 10, Seite 27.

Angaben zur historischen Wertentwicklung und Finanzmarktszenarien sind kein verlässlicher Indikator für laufende und zukünftige Ergebnisse.

Einführung



Wandelanleihen im Detail

- Dieser Abschnitt bietet einen Überblick über die wichtigsten Begriffe, die zur Bewertung von Wandelanleihen verwendet werden, wie Bond-Floor, Parität und Konvexität.
 - Die Sika-Wandelanleihe: Interpretation der Merkmale einer Wandelanleihe anhand eines konkreten Beispiels.
 - Preisfaktoren für Wandelanleihen und die damit verbundenen Risiken. Die typischen Charakteristika von Aktien, Anleihen und Optionen müssen bei der Bewertung von Wandelanleihen berücksichtigt werden.
- Risiken wie das Prospekt- und Währungsrisiko erfordern besondere Aufmerksamkeit, wenn es um Anlagen in Wandelanleihen geht.
- Der Preis einer Wandelanleihe hängt mit dem Bond-Floor und der Parität zusammen. Drei Beispiele (Wandelanleihen von Teva, Total und SMIC) veranschaulichen, wie die Anleihenkomponenten zur Absicherung beitragen und wie Investoren auch von steigenden Aktienmärkten profitieren können.

Wandelanleihen im Detail

Wandelanleihen sind hybride Finanzinstrumente, die Merkmale von Unternehmensanleihen (Fremdkapital) und Aktien (Eigenkapital) miteinander verbinden. Wie konventionelle Anleihen haben auch Wandelanleihen eine feste Laufzeit, an deren Ende der Anleger Anspruch auf die Rückzahlung des Kapitalbetrags hat. Der Unterschied besteht darin, dass Wandelanleihen mit einem Umwandlungsrecht verbunden sind. Der Investor hat das Recht, die Anleihen in eine vorab festgelegte Anzahl von Aktien umzuwandeln, vorbehaltlich der im Prospekt vorgesehenen Bedingungen.

Da eine Wandelanleihe die zusätzliche Option einer Umwandlung in Aktien umfasst, kostet sie mehr als eine Unternehmensanleihe desselben Emittenten

(bei gleicher Laufzeit und Verzinsung). Diese untere Preisgrenze wird als Bond-Floor bezeichnet. Sie entspricht dem Barwert der künftigen Cashflows, falls die Wandoption nicht ausgeübt wird. Die prozentuale Differenz zwischen dem Preis einer Wandelanleihe und dem Bond-Floor ist die Investitionsprämie.

Neben dem Bond-Floor ist die Parität die andere natürliche Preisuntergrenze einer Wandelanleihe. Die Parität entspricht dem Wert der Aktien, in die der Anleger die Anleihe umwandeln kann. Der relative Preisunterschied zwischen der Anleihe und der Parität wird als Umwandlungsprämie bezeichnet. Diese Zusammenhänge sind in Abbildung 1 dargestellt.

Wandelanleihen können in drei Kategorien eingeteilt werden – je nachdem, wie sich der Kurs der zugrunde liegende Aktie entwickelt:

- Aktienähnlich
- Ausgewogen
- Anleihenähnlich

Wenn der Aktienkurs über dem Ausübungspreis liegt, wird die betreffende Wandelanleihe als im Geld («in the money») bezeichnet. Dies geht aus dem rechten Bereich von Abbildung 1 hervor, wo der Wert der Wandelanleihe nahe an der Parität liegt (niedrige Umwandlungsprämie) und sich ähnlich verhält wie die zugrunde liegende Aktie.

Im ausgewogenen Bereich der Abbildung ist die Wandelanleihe am Geld («at the money»). Dieser Bereich ist für Investoren besonders interessant, da er mit einer hohen Partizipation einhergeht, wenn der Aktienkurs steigt, und mit einer geringen Partizipation, wenn der Aktienkurs fällt. Das Verhältnis zwischen Aufwärtspotenzial und Verlustabsicherung ist hier am stärksten ausgeprägt, wobei das asymmetrische Rendite-Risiko-Profil von Wandelanleihen erst richtig zum Tragen kommt. Dieses Merkmal wird als Konvexität der Wandelanleihe bezeichnet, die als Gamma ausgedrückt wird.

Bei einem vergleichsweise niedrigen Aktienkurs ist die Wandelanleihe aus dem Geld («out of the money») und verhält sich ähnlich wie eine konventionelle Unternehmensanleihe. In diesem Bereich haben Änderungen des Zinssatzes und der Kreditrisikoprämie einen wichtigen Einfluss auf die Bewertung. Innerhalb der anleihenähnlichen Kategorie sollte man zwei verschiedene Anlagesegmente unterscheiden:

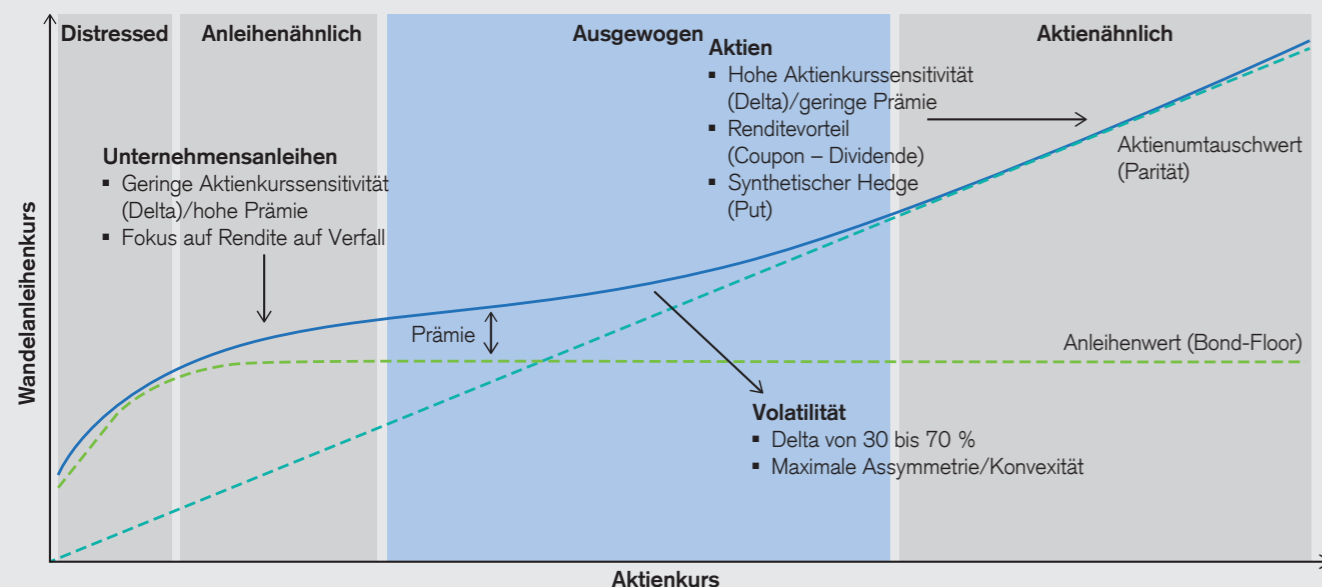
- Wandelanleihen von Unternehmen mit soliden Bonitätsratings sind durch den Bond-Floor nach unten abgesichert.
- Im Distressed-Segment, wo eine vergleichsweise hohe Ausfallwahrscheinlichkeit besteht, könnte der Bond-Floor einbrechen.

Wir fassen zusammen: Wenn die Wandelanleihe aus dem Geld ist, verhält sie sich wie eine konventionelle Unternehmensanleihe. Wenn sie im Geld ist, herrschen ihre aktienähnlichen Merkmale vor. Wie verhält sich der Preis einer Wandelanleihe jedoch zwischen diesen beiden Extremen?

Das ist in der Tat die attraktivste Situation, der sogenannte «Sweet Spot», wenn Wandelanleihen, die am Geld sind (das heisst nahe am Ausübungspreis), ihren hybriden Charakter am deutlichsten zum Ausdruck bringen. Der Wert einer Wandelanleihe reagiert stärker auf einen Anstieg als auf einen entsprechenden Rückgang des Aktienkurses. In diesem Bereich ist das Auszahlungsprofil besonders asymmetrisch und kann aus Anlegersicht attraktiv sein. Dieser Effekt beruht auf der Tatsache, dass die Sensitivität der Anleihe gegenüber dem Aktienkurs (das Delta) selbst vom Aktienkurs abhängt. Sie nimmt zu, wenn der Aktienkurs steigt, und sinkt, wenn der Aktienkurs fällt. Diese Eigenschaft überrascht kaum, da Wandelanleihen, die aus dem Geld notieren, ein niedriges Delta aufweisen. Die Veränderung der Sensitivität gegenüber dem Aktienkurs wird aus der positiven Krümmung (oder Konvexität) der Kurve in Abbildung 1 ersichtlich. Die Konvexität wird als Gamma ausgedrückt, das die absolute Veränderung des Delta (%) angibt, wenn sich der Aktienkurs um 1 % verändert.

Aus der Anlegerperspektive ist eine Wandelanleihe mit hohem Gamma attraktiv. Das hat jedoch seinen Preis, da der tägliche Verlust gegenüber dem Fair Value der eingebetteten Option am höchsten ist, wenn die Wandelanleihe am Geld ist. In einem stabilen Markt ist der tägliche Wertverlust der Optionskomponente bei einem hohen Gamma am grössten.

Abbildung 1: Das Rendite-Risiko-Profil einer Wandelanleihe



Beispiel 1:

Die Sika-Wandelanleihe 0,15 % 2025

Tabelle 1 zeigt die Eckdaten der Sika-Wandelanleihe 0,15 % 2025, wie sie beispielsweise auf Bloomberg erscheinen («DES»-Funktion). Die Parität bezeichnet den Wert der zugrunde liegenden Aktien in Prozent des Nennwerts. Dieser prozentuale Wert kann errechnet werden, indem das Umwandlungsverhältnis mit dem aktuellen Aktienkurs der Sika AG multipliziert und anschliessend durch den Nennwert dividiert wird ($96,20 = 182,35 \times 105,5075 / 20'000 \times 100$). Das Ergebnis ist die Prämie, definiert als die prozentuale Differenz zwischen dem Preis der Wandelanleihe und der Parität ($21,62 = [117 / 96,28 - 1] \times 100$). Eine weitere wichtige Kennzahl ist der Umwandlungspreis. Der Umwandlungspreis wird bei der Emission der Wandelanleihe bestimmt, indem der Nennwert durch das Umwandlungsverhältnis dividiert wird ($189,56 = 20'000 / 105,5075$). Wenn der Aktienkurs bei der Fälligkeit der Wandelanleihe über CHF 189.56 liegt, lohnt sich die Umwandlung in Aktien. Wird dieser Kurs nicht erreicht, ist eine Rückzahlung des Nennwerts von CHF 20'000 aus Anlegersicht vorzuziehen.

Neben der oben erläuterten Ausgestaltung der Wandelanleihe sind noch andere Aspekte wie die Call- und Put-Mechanismen zu berücksichtigen. Ein frühzeitiger Call oder eine verpasste Put-Frist können zu beträchtlichen Verlusten führen. Deshalb ist es unabdingbar, die Termine dieser Fristen genau zu kennen und rechtzeitig zu reagieren. Die Sika-Wandelanleihe 0,15 % 2025 umfasst eine integrierte Soft-Call-Option.

Sika hat für seine emittierten Wandelanleihen ab dem 4. Juli 2023 eine Call-Option zu CHF 100, vorausgesetzt, dass der Paritätswert an 20 von 30 Geschäftstagen in Folge bei oder über 130 % bleibt. Wenn das Unternehmen die Anleihen kündigt, hat der Investor in der Regel 30 Tage Zeit, um die Anleihen entweder umzuwandeln oder zu verkaufen. Wenn die Anleihen innerhalb dieser Frist nicht umgewandelt oder verkauft werden, beträgt die Rendite des Investors nur 100 % anstelle von etwa 130 %. Deshalb sollten Anleger unbedingt auf die im Prospekt publizierten Informationen achten.

Tabelle 1: Eckdaten der Sika-Wandelanleihe 0,15 % 2025 per 30. Juni 2020

Name der Wandelanleihe	Sika 0,15 % 2025	
Emittent	Sika AG	Bei Umtauschanleihen erhält der Investor Anteile eines anderen Unternehmens und nicht des Emittenten.
ISIN	CH0413990240	
Kurs	117 %/118 %	Geld- und Briefkurse in Prozent des Nennwerts; in manchen Fällen sind auch Stückpreise möglich (z. B. bei französischen Wandelanleihen).
Rendite auf Verfall	-3,0 %/-3,17 %	Rendite auf Verfall in Prozent; der erste Wert wird anhand des Geldkurses berechnet, der zweite Wert anhand des Briefkurses; negative Prozentsätze können aufgrund der Optionskomponente entstehen.
Währung	CHF	Währung, in der die Anleihe emittiert wurde; kann sich von der Währung der Aktie unterscheiden.
Land	Schweiz	Das Land, in dem der Emittent ansässig ist, oder das Land, in dem die ISIN eingetragen ist.
Rang	Vorrangig unbesichert	Im Insolvenzfall haben vorrangig unbesicherte Anleihen eine höhere Priorität als nachrangige Verbindlichkeiten.
Coupon	0,15 %	
Couponhäufigkeit	Jährlich	
Typ	Festverzinslich	Festverzinsliche und Null-Coupon-Anleihen werden am häufigsten eingesetzt.
Dividendenschutz	Über CHF 1.85	Alle Dividendenzahlungen über CHF 1.85 verbessern das Umwandlungsverhältnis.
Umwandlungsverhältnis	105,5075	Anzahl der Aktien, in die die Wandelanleihe umgewandelt werden kann; wird bei der Emission festgelegt. Hat sich seit der Emission bereits verbessert, da die Dividendenausschüttungen über der Schwelle von CHF 1.85 lagen.
Aktien-Ticker	SIKA SW Equity	Bloomberg-Ticker für die zugrunde liegende Aktie.
Parität	96,20	Aktienkurs \times Umwandlungsverhältnis / Nennbetrag \times 100
Rating	A- (S&P)	
Umwandlungspreis	CHF 189.56	Nennbetrag / Umwandlungsverhältnis
Aktienkurs	CHF 182.35	
Umwandlungsprämie	21,6 %	Preis / Parität - 1 (auf Basis des Geldkurses)
Fälligkeit	5. Juni 2025	
Call	Keiner	Ein Hard Call gibt dem Emittenten das Recht, die Anleihen vor der Fälligkeit zu kündigen (in der Regel zu 100 %).
Soft Call	Ab 4. Juli 2023 (Auslöser für Soft Call: 130 %)	Wenn die Parität an 20 der letzten 30 Geschäftstage in Folge mehr als 130 % beträgt, kann der Emittent die Anleihen ab dem 4. Juli 2023 zu 100 % kündigen. In solchen Fällen hat der Investor weiterhin das Recht zur Umwandlung.
Put	Keiner	Ein Put gibt dem Investor das Recht, die Anleihen vor der Fälligkeit zu kündigen (in der Regel zu 100 %).
Emittierter/ausstehender Betrag	Diese Wandelanleihe wurde in Höhe von EUR 500 Mio. begeben.	
Mindestbetrag/-stückelung	Mindesthandelsbetrag oder Mindeststückelung.	
Nennbetrag	Nominalwert der Wandelanleihe in Euro.	

Die auf dieser Seite aufgeführten Finanzinstrumente dienen lediglich zu Illustrationszwecken und stellen weder eine Aufforderung noch ein Angebot zum Kauf oder Verkauf dieser Instrumente dar.

Faktoren, die den Preis und die Risiken einer Wandelanleihe beeinflussen

Der Preis einer Wandelanleihe wird von mehreren Faktoren beeinflusst. Zum Beispiel beruht ihre Sensitivität gegenüber Zinsschwankungen oder einer veränderten Bonität des emittierenden Unternehmens auf der Anleihenkomponente. Neben der Aktienmarktsensitivität aufgrund der Optionskomponente gibt es noch andere Faktoren, die mit der derivativen Bewertung zusammenhängen. Dazu gehören die Kursvolatilität der zugrunde liegenden Aktie und der Fair Value der Option.

Die Preissensitivität einer Wandelanleihe gegenüber all diesen Faktoren verändert sich im Laufe der Zeit und in Abhängigkeit von den Marktbewegungen. Eine Wandelanleihe wird sich in verschiedenen Situationen wie eine Anleihe oder eine Aktie verhalten, daher müssen die mit jeder Wandelanleihe verbundenen Risiken jeweils individuell und im Kontext des Portfolios beurteilt werden. Die wichtigsten Risikofaktoren von Wandelanleihen, die erforderlichen Kennzahlen zur Quantifizierung dieser Risiken (sogenannte «Greeks») und die allgemeinen Risiken dieser Anlageklasse werden nachfolgend beschrieben.

Aktiensensitivität

Je mehr eine Wandelanleihe im Geld ist, desto höher ist der Wert der eingebetteten Option. Die Aktiensensitivität von derartigen Wandelanleihen kann auf die vergleichsweise hohe Wahrscheinlichkeit einer Umwandlung zurückgeführt werden. Wenn die Optionskomponente aus dem Geld ist, ist die Aktiensensitivität gering. Das Delta, das entweder absolut oder relativ angegeben wird, dient zur Quantifizierung der Aktiensensitivität. Beim obigen Beispiel der Sika-Wandelanleihe 0,15 % 2025 beträgt das absolute Delta 0,50 und das relative 43 % (alle Eckdaten basieren auf Bloomberg per 30. Juni 2020). Das bedeutet: Wenn der Aktienkurs um 1 % steigt (zum Beispiel von CHF 182.35 auf CHF 184.17), erhöht sich der Wert der Wandelanleihe um CHF 0.50 (von CHF 117.– auf CHF 117.50

beim Geldkurs und von CHF 118.– auf CHF 118.50 beim Briefkurs). Relativ gesehen hat ein Anstieg des Aktienkurses um 1 % zur Folge, dass die Wandelanleihe um etwa 0,43 % zulegt.

Anleihe-spezifische Sensitivität

Wandelanleihen, die weit aus dem Geld liegen, verhalten sich wie Unternehmensanleihen. Bei der Bewertung der künftigen Cashflows sind die Zins- und Ausfallrisiken zu berücksichtigen. Das Rho gibt die Zinssensitivität der Anleihenkomponente einer Wandelanleihe an. Das Rho von –3,687 für die Sika-Wandelanleihe 0,15 % 2025 bedeutet, dass der Preis der Wandelanleihe um 3,687 Punkte fallen wird, wenn sich die Zinskurve parallel um 1 % nach oben verschiebt. Das Ausfallrisiko einer Wandelanleihe wird im Allgemeinen anhand der Kreditrisikoprämie gemessen. Die entsprechende Preissensitivität gegenüber der Kreditrisikoprämie wird durch Omikron ausgedrückt.

Optionsspezifische Merkmale

Neben den oben genannten Aspekten spielen auch optionsspezifische Faktoren wie die Volatilitätssensitivität und der Fair Value eine Rolle bei der Bewertung einer Wandelanleihe. Der Wert der in einer Wandelanleihe eingebetteten Call-Option steigt mit zunehmender Volatilität des Aktienkurses, weil dies die Wahrscheinlichkeit erhöht, dass der Anleiheninhaber die Wandeloption bei Fälligkeit ausübt. Am stärksten ist die Sensitivität gegenüber Veränderungen der Volatilität bei Wandelanleihen, die am Geld sind. Die Sika-Wandelanleihe 0,15 % 2025 weist ein Vega – die relevante Risikokennzahl in diesem Fall – von 0,768 auf. Wenn die Volatilität um 1 % zunimmt, steigt der Preis der Wandelanleihe um diesen Betrag an. Das zweite optionsspezifische Merkmal, die Zeitsensitivität, wird mit Hilfe des Theta zum Ausdruck gebracht. Im obigen Beispiel liegt das Theta der Sika-Wandelanleihe 0,15 % 2025 bei –0,006. Das ist der Betrag, um den der Preis der Wandelanleihe bei ansonsten gleichen Faktoren jeden Tag infolge des Zeitwertverlustes sinkt.

Liquiditätsrisiko

Die Liquidität einer Wandelanleihe ist ebenfalls ein wichtiger Aspekt, insbesondere bei einem geringen Emissionsvolumen. Liquiditätsgengpässe können aufgrund der höheren Geld-Brief-Spannen zu einem beträchtlichen Anstieg der Transaktionskosten oder sogar dazu führen, dass der Handel mit einem Wertpapier ausgesetzt wird. Um die Gefahr von Liquiditätsgengpässen zu verringern, legen Anbieter von Wandelanleihenindizes bestimmte Mindestkriterien fest, was die Marktkapitalisierung, das historische Handelsvolumen und die Qualität der Preisstellung betrifft.

Prospektrisiko

Die individuelle Struktur einer Wandelanleihe wird in ihrem Prospekt beschrieben. Der Prospekt gibt beispielsweise an, wann der Emittent die Anleihe vorzeitig kündigen kann, und enthält Details zu Rückkauf- und allenfalls auch Übernahmeschutz. Da diese Klauseln einen erheblichen Einfluss auf die Preisgestaltung haben, ist es unerlässlich, sie vor einer Anlageentscheidung sorgfältig zu analysieren. Hierbei kann es hilfreich sein, sich an einen Analysten oder Broker zu wenden.

Darüber hinaus enthält ein Prospekt Informationen über den Emittenten, den Rang einer Anleihe, das Umwandlungsverhältnis, etwaige Call- und Put-Mechanismen und andere Einzelheiten in Bezug auf den Übernahmeschutz, den Verwässerungsschutz, die Klauseln zu stillen Beteiligungen usw. All diese Merkmale können unter gewissen Umständen äusserst relevant sein. Die Call- und Put-Bedingungen beispielsweise können signifikante Auswirkungen auf die Bewertung von Wandelanleihen haben. Das Glossar am Ende dieses White Papers bietet eine Übersicht über die häufigsten Begriffe, die in einem Wandelanleihenprospekt verwendet werden.

Vorzeitige Rückzahlung (Call)

Ein Unternehmen hat allenfalls das Recht, eine Wandelanleihe unter bestimmten festgelegten Bedingungen zu kündigen. Dieses Recht tritt in der Regel erst nach einem gewissen Zeitraum in Kraft, der als Rückkauffrist-Aufschub bezeichnet wird. Nach Ablauf dieses Rückkauffrist-Aufschubs kann das Unternehmen die Wandelanleihe nach einer Kündigungsfrist von in der Regel 30 Tagen zurückzahlen. Wenn der Call-Preis niedriger ist als der Wert der zugrunde liegenden Aktie und die Frist für eine Veräusserung oder Umwandlung verstrichen ist, könnten dem Inhaber der Wandelanleihe signifikante Verluste entstehen.

Put-Rechte an einer Wandelanleihe

Nicht nur das Unternehmen kann über Kündigungsrechte verfügen, auch der Investor selbst kann gegebenenfalls Put-Rechte in Bezug auf die Wandelanleihe geltend machen. Put-Rechte erlauben dem Anleger unter bestimmten Bedingungen die Rückgabe der Wandelanleihe zum Put-Preis. Wenn die Wandelanleihe vorzeitig vom Investor zurückgegeben wird (der «Put»), verkürzt sich die Laufzeit auf das jeweilige Put-Datum. Wenn das Put-Datum für die Wandelanleihe verstrichen ist, verlängert sich die Laufzeit bis zum nächsten Put-Datum oder dem Fälligkeitstermin der Anleihe. Das bedeutet, dass sich der laufende Wert der Anleihenkomponente und somit auch der Preis der Wandelanleihe verringern kann, wie das folgende Beispiel veranschaulicht.

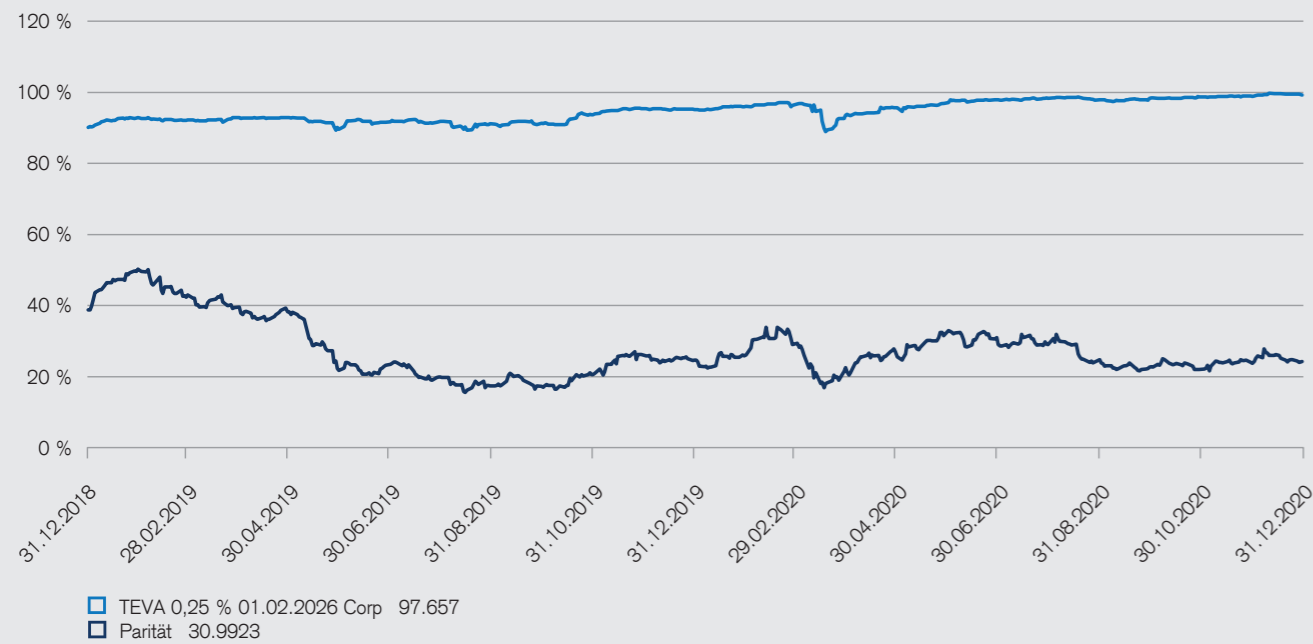
“
Eine Wandelanleihe verhält sich je nach Situation wie eine Anleihe oder eine Aktie, daher müssen die mit Wandelanleihen verbundenen Risiken zu jedem Zeitpunkt individuell beurteilt werden.

Beispiel 2:

Die Teva-Wandelanleihe 0,25 % 2026

Abbildung 2 stellt die Wandelanleihe dar, die das Pharmaunternehmen Teva zu 0,25 % mit Fälligkeit im Jahr 2026 begeben hat. Ein Put-Datum am 1. Februar 2021 verkürzt das Durationsrisiko auf sieben Monate, wobei der Bond-Floor ca. 97,5 % beträgt, unabhängig vom erhöhten Bonitätsrisiko des Emittenten (fünfjähriger CDS: 450 Basispunkte [Bp]). Da der Umwandlungswert aufgrund einer Parität von 31 % per 30. Juni 2020 nahezu wertlos ist, notiert die Wandelanleihe praktisch zum Bond-Floor-Wert. Das Put-Datum Anfang 2021 zu verpassen, könnte fatale Folgen haben. In solch einem ungünstigen Szenario würde sich die Duration auf fünf Jahre verlängern, und der Bond-Floor bzw. der Preis der Wandelanleihe würde – sofern der Credit-Spread unverändert bleibt – um ungefähr 20 % sinken.

Abbildung 2: Preis und Parität der Wandelanleihe Teva 0,25 % 2026



Quelle Bloomberg

Währungsrisiko

Finanztitel, die in Fremdwährungen emittiert wurden, sind Währungsrisiken ausgesetzt. Das gilt auch für Wandelanleihen. Allerdings können Wandelanleihen diesbezüglich auch besondere Merkmale aufweisen. In manchen Fällen werden Wandelanleihen in einer anderen Währung emittiert als der Nennwährung der zugrunde liegenden Aktien. Zum Beispiel wird die Wandelanleihe 0,5 % 2022 des französischen Energiekonzerns Total in US-Dollar gehandelt; auch die Coupons werden in US-Dollar gezahlt. Bei einer Umwandlung erhält der Anleger jedoch in Euro gehandelte Aktien von Total. Das Währungsrisiko solcher Anleihen muss gesondert untersucht werden.

Preisschwankungen von Wandelanleihen in Relation zum Bond-Floor und zur Parität

Der Bond-Floor und die Parität sind nicht nur aus theoretischer Sicht von Interesse. Man kann sie

auch in Relation zur Kursentwicklung von Wandelanleihen beobachten. Eine Betrachtung des Preisverlaufs von Wandelanleihen zeigt eindeutig die dämpfende Wirkung des Bond-Floor sowie die Möglichkeit der Partizipation an den Aktienkursgewinnen.

Der Einfluss des Bond-Floor auf die Preisveränderung einer Wandelanleihe ist am Beispiel von Total erkennbar (Abb. 3 und 4). Die Aktien des Unternehmens büssten zwischen dem 31. Dezember 2019 und dem 18. März 2020 etwa 56 % ihres Werts ein. Der Paritätswert fiel auf fast 40 %. Der Bond-Floor verhinderte jedoch einen entsprechenden Preisrückgang der Wandelanleihe und begrenzte ihn auf ca. 12,7 %. Dieser Effekt lässt sich auf die Konvexität der Wandelanleihe zurückführen.

Abbildung 3: Preis und Parität der Wandelanleihe Total 0,5 % 2022



Quelle Bloomberg

Historische Wertentwicklungen und Finanzmarktszenarien sind keine verlässlichen Indikatoren für zukünftige Ergebnisse. Die auf dieser Seite aufgeführten Finanzinstrumente dienen lediglich zu Illustrationszwecken und stellen weder eine Aufforderung noch ein Angebot zum Kauf oder Verkauf dieser Instrumente dar.

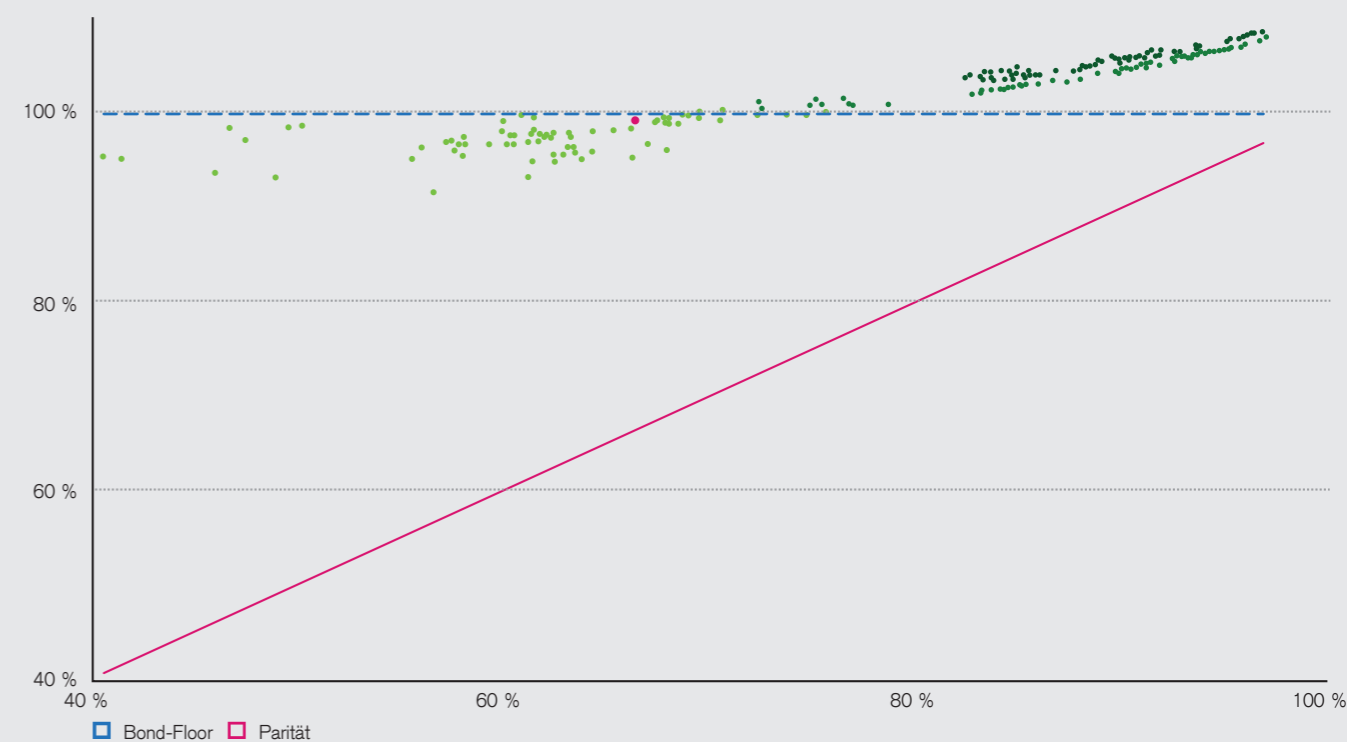
Ein rückläufiger Aktienkurs reduziert die Aktiensensitivität der Wandelanleihe, bis sie sich dem Bond-Floor annähert. Wenn der Credit-Spread nicht weiter zunimmt, bleibt der Bond-Floor stabil. In diesem Fall hätte der Preis der Wandelanleihe nicht unter USD 100.– fallen sollen. Die rasche Korrektur im ersten Quartal 2020 hat jedoch dazu geführt, dass viele Wandelanleihen unter ihren theoretischen Bond-Floors notierten, wie Abbildung 4 zeigt.

Abbildung 5 zeigt den Einfluss der Parität auf den Preis der Wandelanleihe, die von der Semiconductor Manufacturing International Company (SMIC) mit Sitz in Hongkong emittiert wurde. Per Definition steigt die

Parität parallel zum Aktienkurs. Innerhalb von nur 1,5 Jahren stieg die Parität von unter 60 auf nahezu 300, was bei der Wandelanleihe zu einem satten Zugewinn von fast 200 % führte. Erwähnenswert ist, dass die Aktiensensitivität (Delta) der Wandelanleihe steigt, während die Parität zunimmt.

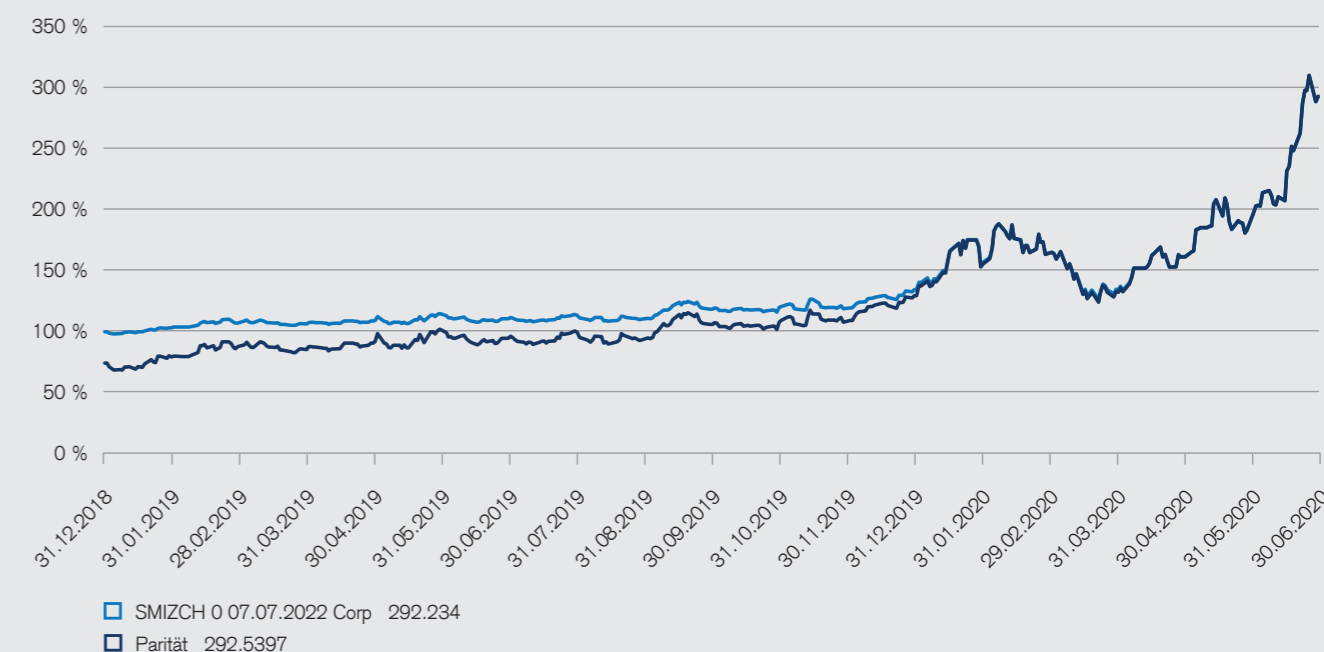
Die Beispiele von Total und SMIC veranschaulichen den risikomindernden Effekt des Bond-Floor und die Möglichkeit einer Partizipation an steigenden Kursen bei steigender Parität. Vor dem Kauf einer Wandelanleihe ist es immer ratsam, die Differenz zwischen den beiden unteren Preisgrenzen zu untersuchen, um die Chancen und Risiken einschätzen zu können.

Abbildung 4: Preis, Bond-Floor und Parität der Wandelanleihe Total 0,5 % 2022 (hellgrün = näher am 31. Dezember 2020)



Quelle Nomura

Abbildung 5: Preis und Parität der SMIC Wandelanleihe 0 % 2022



Quelle Bloomberg

Historische Wertentwicklungen und Finanzmarktszenarien sind keine verlässlichen Indikatoren für zukünftige Ergebnisse. Die auf dieser Seite aufgeführten Finanzinstrumente dienen lediglich zu Illustrationszwecken und stellen weder eine Aufforderung noch ein Angebot zum Kauf oder Verkauf dieser Instrumente dar.

Geschichte und Anlageuniversum



Der Wandelanleihenmarkt: Ein historischer Überblick

Eisenbahngesellschaften waren im 19. Jahrhundert die ersten Emittenten von Wandelanleihen. Heute ist der Markt für Wandelanleihen global diversifiziert, und die meisten Emittenten sind mittlere oder grosse Unternehmen. Der US-Markt macht mit knapp 65 % den Löwenanteil des globalen Wandelanleihenuniversums aus, gefolgt von Europa (ca. 22 %).

Dynamischer Wandel im Universum

Während manche Emittenten wiederholt das Potenzial am Wandelanleihenmarkt ausschöpfen, entscheiden sich viele Unternehmen nur ein- oder zweimal für die Emission von Wandelanleihen. Daher ist die regionale und sektorspezifische Zusammensetzung des Wandelanleihenuniversums dynamischer als die der grossen Anleihen- und Aktienindizes.

Der Wandelanleihenmarkt: Ein historischer Überblick

Die Emission von Wandelanleihen als Form der Finanzierung ist keineswegs nur eine Modeerscheinung. Ihre Geschichte reicht bis ins 19. Jahrhundert zurück, als amerikanische Eisenbahngesellschaften Kapital benötigten, um ihre Geschäftsaktivitäten zu finanzieren. Damals waren die USA eine rasch wachsende Volkswirtschaft, ähnlich wie die Schwellenländer von heute. Die Kapitalaufnahme durch die Emission von Aktien oder Anleihen war nicht leicht. Im rauen Wettbewerb um Kapital erwies sich eine andere Form der Finanzierung für Unternehmen und Investoren als gleichermaßen attraktiv: die Wandelanleihe. Das Recht auf Umwandlung von Anleihen in Aktien bedeutete, dass man als Anleger von steigenden Aktienkursen am US-Wachstumsmarkt profitieren konnte. Wenn der Aktienkurs nicht zulegte, blieben den Investoren immerhin noch die Coupons und die Rückzahlung ihres Anlagebetrags.

Lange Zeit galt der Markt für Wandelanleihen als ein Markt für kleine bis mittlere Unternehmen. Diese Wahrnehmung änderte sich in den 1980er-Jahren, als IBM, das zu dieser Zeit noch ein AAA-Rating aufwies, eine Firmenübernahme durch die Emission einer Wandelanleihe im Umfang von USD 1,25 Mia. finanzierte und dadurch im Vergleich zu konventionellen Unternehmensanleihen von niedrigeren Zinszahlungen profitierte. Heute werden Wandelanleihen von vielen Large-Cap-Unternehmen begeben. Der Refinitiv Global Convertible Bond Index, der mehr als die Hälfte des Gesamtmarktes erfasst, umfasst 80 % der Large-Cap-Unternehmen.

Obwohl es den Markt für Wandelanleihen schon seit über 100 Jahren gibt, hat das weltweite Emissionsvolumen erst in den letzten 20 Jahren wirklich zugelegt. Auf regionaler Ebene haben die USA mit 60 bis 70 % den grössten Marktanteil. Japan, einst der zweitgrösste Emittent, wurde in den 1990er-Jahren überholt – zuerst von Europa und danach von anderen rasant wachsenden asiatischen Ländern.

Im Februar 2021 erreichte der weltweite Markt für Wandelanleihen ein Rekordvolumen von über USD 490 Mia. Gleichwohl sind nicht alle dieser Anleihen liquide genug oder weisen ein ausreichendes Volumen auf, um eine umfangreiche Anlegerbasis anzusprechen. Die Indexanbieter verwenden verschiedene Kriterien, um das Universum nach Liquidität zu filtern.

Investment-Grade-Emittenten (Unternehmen mit Ratings von AAA bis BBB), die überwiegend in den USA und Europa ansässig sind, machen über 20 % des Universums aus. Wandelanleihen von Emittenten ohne Investment-Grade bzw. ohne Rating waren zuletzt ein wichtiger Wachstumsfaktor in dieser Anlageklasse – ein Beleg für die günstigen Finanzierungsbedingungen, von denen wachstumsstarke Unternehmen beispielsweise im Technologiesektor profitieren.

Die grössten Wandelanleihenemittenten nach Branche sind IT-/Technologiefirmen mit einem Anteil von rund 28 %, gefolgt von Industrie (14 %) und Pharmazeutik (7 %). Hier zeigt sich eine klare Differenzierung und Diversifikation im Vergleich zu den massgeblichen Anleihenbenchmarks. Die Finanzindustrie zum Beispiel – in der Regel der grösste Sektor an den globalen Anleihenmärkten – macht im Durchschnitt nur 4 % der Referenzindizes für Wandelanleihen aus.

Abbildung 6: Universum der Wandelanleihen nach Sektor (in %)

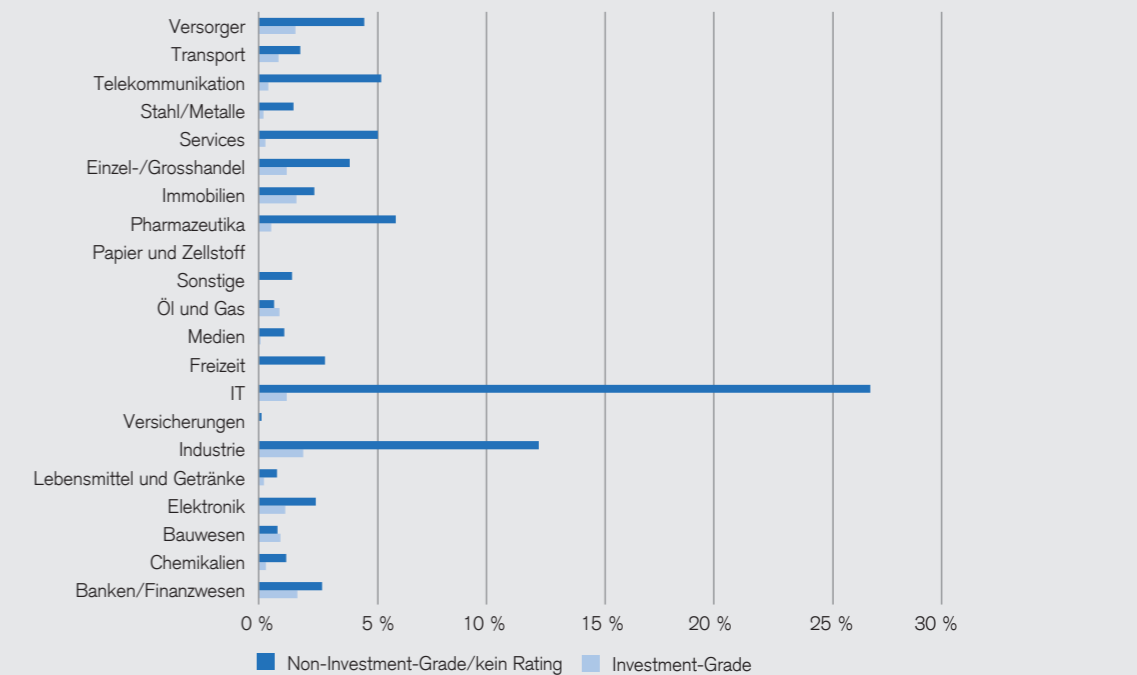
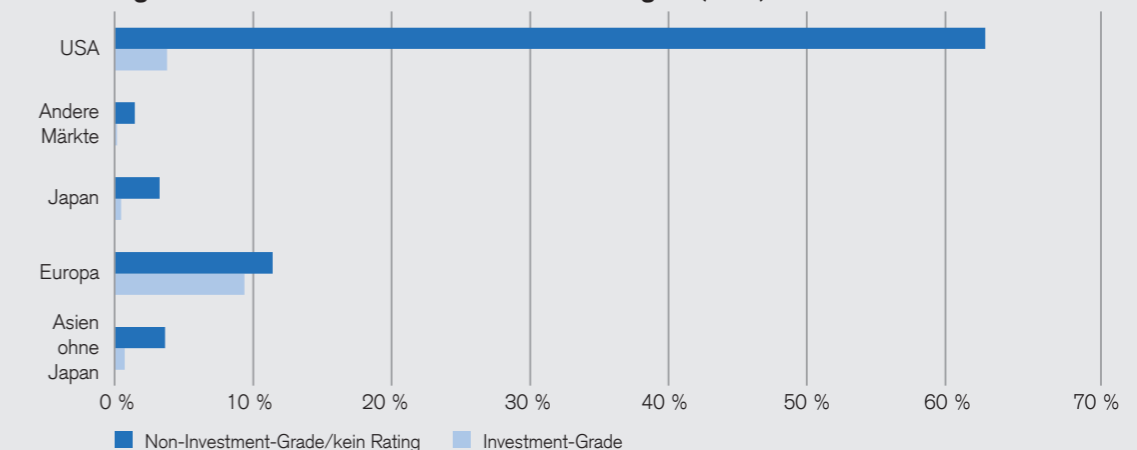


Abbildung 7: Universum der Wandelanleihen nach Region (in %)



Quelle Refinitiv, Daten per 31. Dezember 2020

Dynamischer Wandel im Wandelanleihenuniversum

Ein etwas vernachlässigter Aspekt des Wandelanleihenmarktes ist seine sehr dynamische Struktur. Gemeint ist, dass sich das Universum der Wandelanleihen im Laufe der Zeit relativ schnell verändert. Wandelanleihen werden in der Regel von Unternehmen emittiert, die wachsen wollen. Während manche Emittenten mehrfach Kapital aufnehmen, nehmen viele diese Möglichkeit nur ein- oder zweimal in Anspruch. Dies macht das Universum der Wandelanleihen sehr dynamisch im Hinblick auf seine regionale und sektorspezifische Zusammensetzung, was an den Aktien- und konventionellen Anleihenmärkten nicht im selben Masse zu beobachten ist. Abbildung 8 schlüsselt die historische Zusammensetzung des Refinitiv Global Convertible Bond Index nach Sektoren auf.

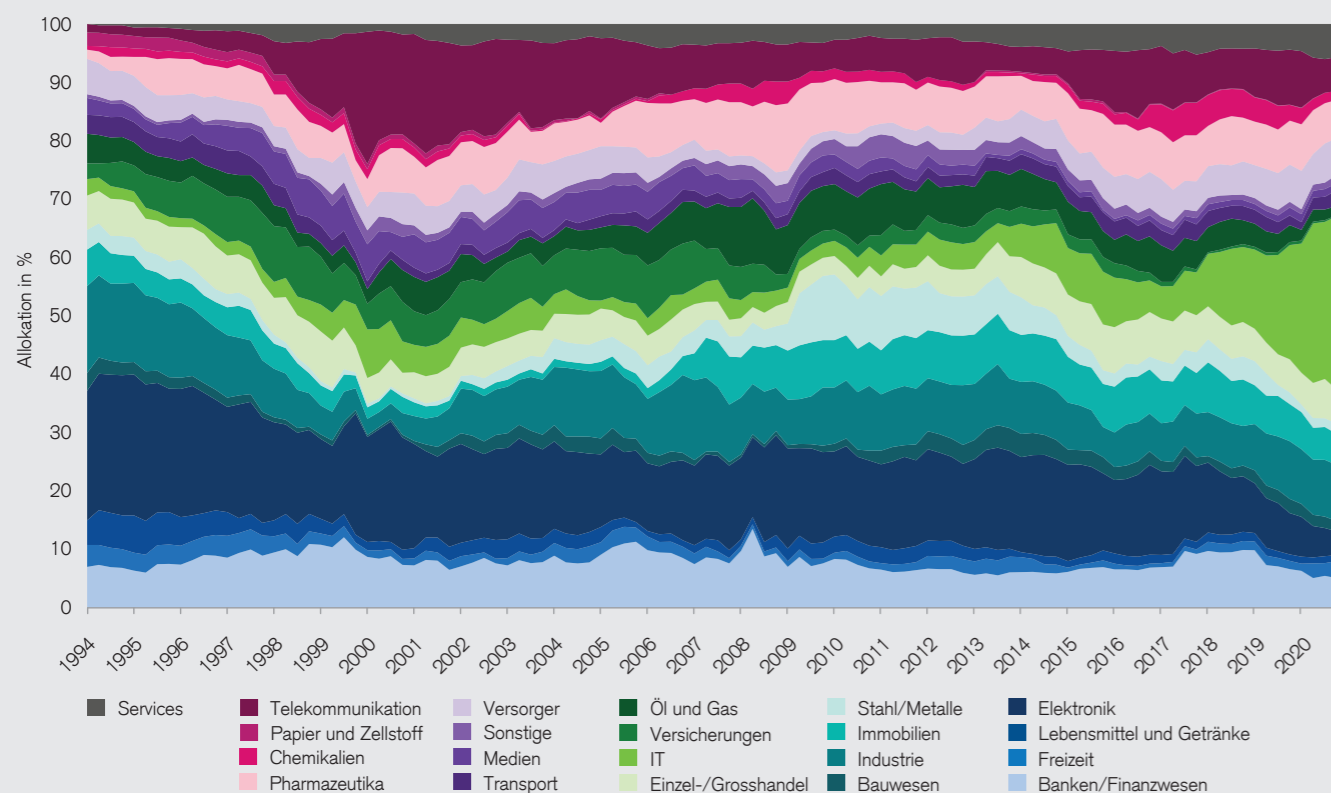
Diese Dynamik ist relevant, da sie die Wertentwicklung von Wandelanleihen hauptsächlich aus drei Gründen positiv beeinflusst. Erstens werden Wandelanleihen eher von Unternehmen begeben, die sich in einer Wachstumsphase befinden. Das beste Beispiel hierfür ist die Welle neuer Emissionen, die 2020 im Technologiesektor verzeichnet wurde. Zweitens zieht es neue Emittenten vor allem dann an den Primärmarkt für Wandelanleihen, wenn es zu Marktverzerrungen kommt, wie wir sie im Anschluss an den coronabedingten Marktschock von 2020 gesehen haben. Der massiv beeinträchtigte Freizeit- und Tourismussektor, der zuvor unterrepräsentiert war, brachte im zweiten Quartal 2020 eine Reihe neuer Angebote auf den Markt, da der Branchenaus-

blick schlecht und der reguläre Anleihenmarkt die weitaus teurere Alternative war (Beispiele für Emittenten sind Southwest Airlines, Carnival Cruise Line, Amadeus). Ein weiteres Beispiel ist der Energiesektor. Hier gab es 2015 und 2016 neue Emittenten, nachdem der Ölpreis eingebrochen war (zum Beispiel Technip, BP, Total). Dieses antizyklische Element zeigt sich nicht immer sofort, hat aber auf mittlere bis langfristige Sicht positive Auswirkungen auf die Performance. Drittens – und dies ist vielleicht der wichtigste Aspekt – weisen Wandelanleihen aufgrund ihrer festen Laufzeit einen integrierten Gewinnmitnahme-Mechanismus auf, der sie von Aktien unterscheidet. Selbst wenn sich der Preis einer Wandelanleihe verdoppelt oder verdreifacht,

erreicht sie irgendwann ihre Fälligkeit, wird umgewandelt, fällt aus dem Universum heraus und wird schliesslich von der nächsten potenziellen Erfolgsgeschichte abgelöst. In ihrer Gesamtheit erklären diese Phänomene, warum Wandelanleihen im Laufe der Zeit besser abschneiden als globale Aktien (siehe nächstes Kapitel), obwohl das langfristige Delta im Durchschnitt etwa 50 beträgt.

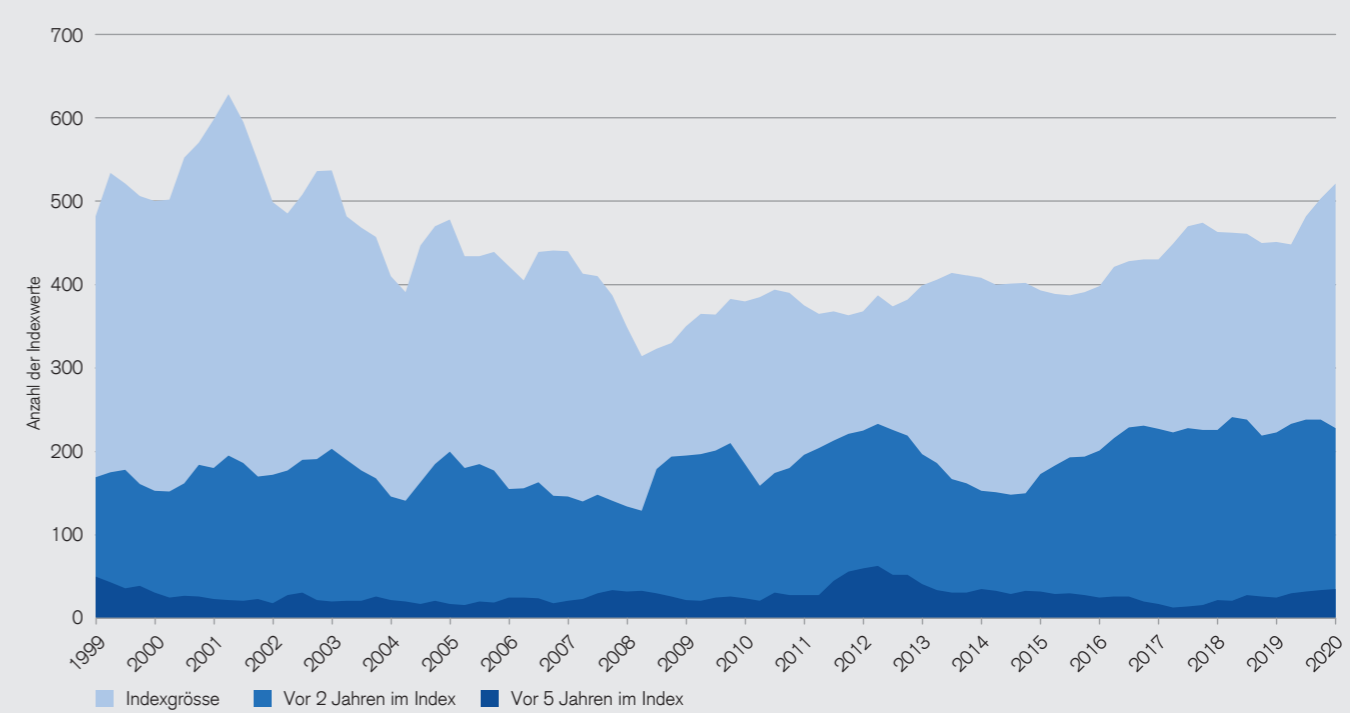
Abbildung 9 veranschaulicht den raschen Umschlag von Wandelanleihen: Von den 503 Instrumenten, die sich Ende September 2020 im globalen Wandelanleihenuniversum von Refinitiv befanden, waren nur 34 (dunkelblau schattierter Bereich) bereits fünf Jahre zuvor im Index vertreten.

Abbildung 8: Überblick des Refinitiv Global Convertible Bond Index nach Sektoren zwischen 1994 und 2020



Quelle Refinitiv, Daten per 31. Dezember 2020

Abbildung 9: Anzahl der Werte im Refinitiv Global Convertible Bond Index zwischen 1999 und 2020



Quellen Credit Suisse Investment Partners, Refinitiv

Wandelanleihen und Asset-Allokation



Wandelanleihen können ein nützliches Instrument im Rahmen der Asset-Allokation sein. Die folgenden Abschnitte dieses Papers untersuchen den Effekt, den Wandelanleihen auf Multi-Asset-Class-Portfolios ausüben.

Rendite und Risiko von Wandelanleihen

- Hohe historische Renditen im Vergleich zu Aktien und eine hohe Sharpe-Ratio.
- Eine kürzere Duration als bei Staats- oder Unternehmensanleihen ist ein Vorteil im Falle steigender Zinsen.
- Wenn die Kreditrisikoprämien schrumpfen, profitieren Wandelanleihen sowohl von ihren Anleihen- als auch von ihren Aktienkomponenten.

Portfoliooptimierung mit Wandelanleihen

- Als Kernkomponente im Portfolio können Wandelanleihen eine Diversifikation für unterschiedliche Niveaus der Risikotoleranz gewährleisten.

- Am grössten ist die Risikodiversifikation bei Profilen mit mittlerem Risiko.
- Der Umfang der Risikodiversifikation hängt auch von der gewählten Wandelanleihenstrategie ab.

Verringerung des erwarteten Drawdown

- Die Aufnahme von Wandelanleihen verringert das erwartete Verlustrisiko eines Portfolios.
- Wandelanleihen reduzieren das Ausmass negativer Abweichungen (Tail-Risiko). Dieser Effekt ist bei Anleihen mit hoher Konvexität und Investment-Grade-Rating besonders ausgeprägt.

Rendite und Risiko von Wandelanleihen

Gemessen am Refinitiv Global Convertible Bond Index haben Wandelanleihen seit 1997 eine deutlich bessere Wertentwicklung erzielt als die Märkte für konventionelle Unternehmens- und Staatsanleihen sowie Aktien.

Mit einer annualisierten Rendite von 7,9 % übertrafen Wandelanleihen klar die Renditen, die von globalen Aktien bzw. Staats- und konventionellen Unternehmensanleihen erzielt wurden (die Vergleichsindizes sind in der Referenzwährung US-Dollar abgesichert). Die beiden grossen Börsencrashes, die während des analysierten Zeitraums zu verzeichnen waren, beeinträchtigten Wandelanleihen weitaus weniger als Aktien. Wandelanleihen weisen eine geringere Volatilität (10,8 gegenüber 14,5 %) und höhere Renditen auf als Aktien, was zu einer höheren Sharpe-Ratio führt.

Ein Vergleich der Sharpe-Ratios zeigt jedoch auch, dass Wandelanleihen aus der Rendite-Risiko-Perspektive hinter Staats- und Unternehmensanleihen zurückgeblieben sind. Eine Erklärung hierfür ist das sinkende Zinsumfeld in den letzten vier Jahrzehnten sowie die höhere Durchschnittsduration von Staats- und konventionellen Unternehmensanleihen. Die historischen Renditen von Unternehmensanleihen können in eine Zins- und eine Kreditkomponente unterteilt werden. Im Laufe der letzten zehn Jahre war das rückläufige Zinsniveau der

erkennbar wichtigste Renditetreiber für Unternehmensanleihen. Da die Zinsen derzeit auf historischen Tiefständen notieren (bei fast 0 % und in vielen Ländern sogar im negativen Bereich), kann sich dieser Trend nicht im gleichen Masse fortsetzen. Eine Aufwärtsanpassung der Zinsen hätte eine negative Performance zur Folge. Mit ihrer relativ geringen durchschnittlichen Duration von 4,1 gegenüber 7,2 Jahren im ICE BofA Global Corporate Index sind Wandelanleihen für eine solche Situation gut gerüstet. Darüber hinaus war die Duration des Wandelanleihenmarktes in den letzten Jahren recht stabil, verglichen mit der Verlängerung am Markt für konventionelle Unternehmensanleihen, wo die Emittenten die Gelegenheit genutzt haben, sich zu niedrigeren Zinssätzen für längere Laufzeiten zu finanzieren.

Abbildung 10: Wandelanleihen stellen Anleihen und Aktien in den Schatten (zwischen 1997 und 2020)



Anlageklasse	Rendite p.a.	Volatilität	Sharpe-Ratio
Globale Aktien	+6,9 %	14,5 %	0,29
Globale Wandelanleihen	+7,9 %	10,8 %	0,48
Globale Staatsanleihen	+4,9 %	3,0 %	0,74
Globale Unternehmensanleihen	+5,7 %	4,2 %	0,72

Quellen Credit Suisse, Bloomberg

Renditen in US-Dollar abgesichert, Datenbereich: 31. Dezember 1997 bis 31. Dezember 2020.

Indizes: MSCI World, Refinitiv Convertible Global, ML Global Broad Market Corporate, JPM Broad Government Bond

Angaben zur historischen Wertentwicklung und Finanzmarktszenarien sind kein verlässlicher Indikator für laufende und zukünftige Ergebnisse. In einen Index kann nicht investiert werden. Die angegebene Indexperformance entspricht nicht den Ergebnissen tatsächlich gehandelter Anlagen oder Wertschriften. Anleger, deren Strategie sich an einem Index orientiert, können höhere oder geringere Renditen erzielen und tragen die Kosten für Gebühren und sonstige Aufwendungen, welche die Rendite verringern.

Portfoliooptimierung mit Wandelanleihen

Abgesehen von den Zinstrends ist die Veränderung der Credit-Spreads ein weiterer entscheidender Faktor für Staats- und Unternehmensanleihen. Investoren in konventionelle Unternehmensanleihen, die vor allem auf die Bonität achten, können Wandelanleihen ebenfalls als Alternative in Betracht ziehen. Wenn sich die Bonität verbessert, profitieren Wandelanleihen von zwei Faktoren gleichzeitig – dem Bond-Floor und der zugrunde liegenden Aktie (ein Aufwärtstrend am Aktienmarkt geht oft mit einer Verbesserung der Bonität einher).

Die Aufnahme von Wandelanleihen in ein Multi-Asset-Class-Portfolio kann das Portfoliorisiko reduzieren, ohne die Renditeerwartungen zu verändern bzw. die erwartete Rendite steigern, ohne das Risiko zu erhöhen. Dieser Effekt der Risikodiversifikation wird erheblich durch die geringe Korrelation globaler Wandelanleihen mit globalen Staats- und konventionellen Unternehmensanleihen beeinflusst. Auch die geringere Volatilität globaler Wandelanleihen im Vergleich zu Aktien reduziert das Portfoliorisiko.

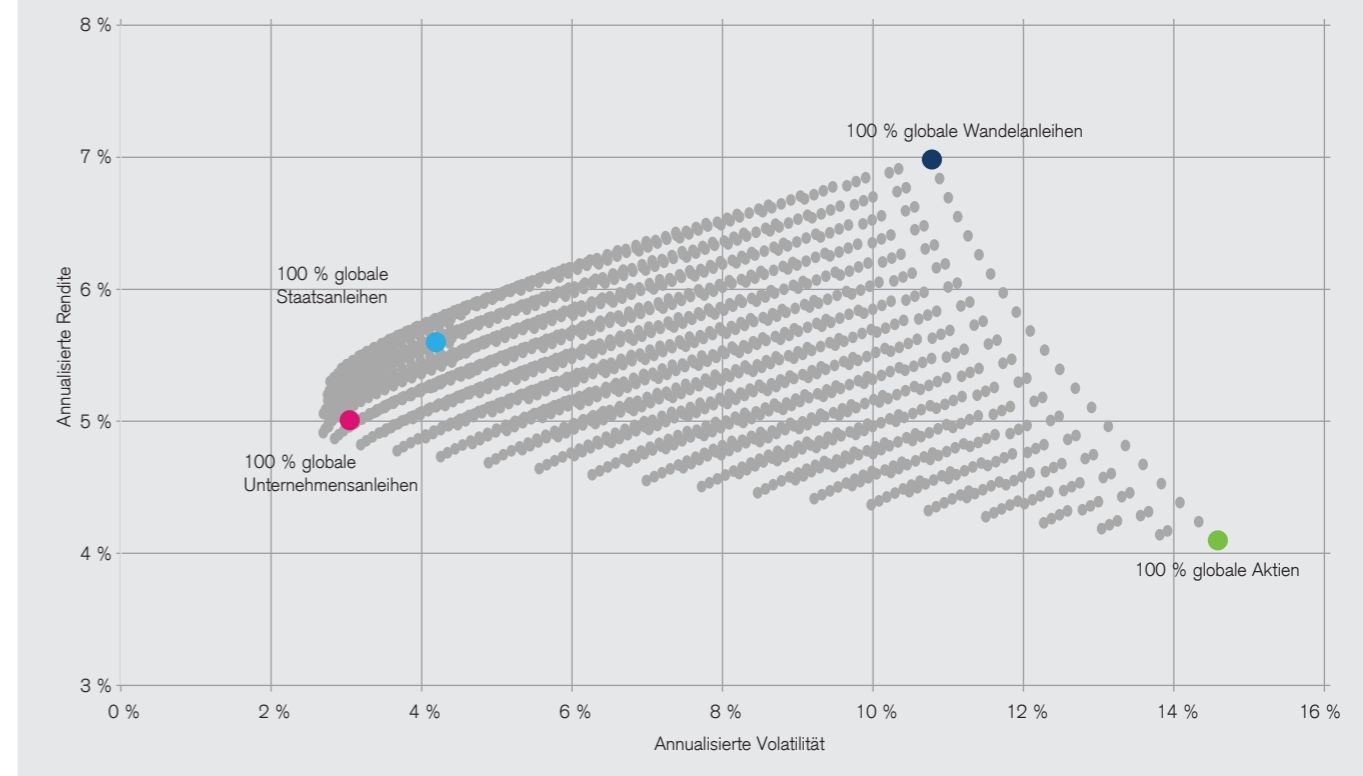
Jeder Punkt in der folgenden Abbildung 11 gibt das Risiko und die Rendite verschiedener Portfoliokombinationen an. Die obere Grenze dieses gepunkteten Bereichs wird als Effizienzlinie bezeichnet; sie besteht aus allen Portfolios, die auf dem jeweiligen Risikoniveau die bestmögliche erwartete Rendite bieten. Alle Portfolios auf der Effizienzlinie beinhalten Wandelanleihen. Aufgrund der hohen Rendite, die Wandelanleihen seit 1997 erzielt haben, sind sie besonders gut für Portfolios geeignet, die ausdrücklich höhere Renditen anstreben.

Der vorteilhafte Effekt von Wandelanleihen hängt jedoch nicht vom Risikoprofil eines Portfolios ab. Es ist anzumerken, dass die in Bezug auf Rendite und Risiko optimierten Portfolios je nach Risikoprofil eine Kernallokation von ca. 15 % in Wandelanleihen aufweisen. Dies belegt, dass sich die Aufnahme von Wandelanleihen sogar in Portfolios mit einer geringen Risikotoleranz lohnen kann.

Wandelanleihen können noch stärker zur Minderung des Portfoliorisikos beitragen, indem man sogenannte ausgewogene Wandelanleihen hinzufügt, die eine maximale Konvexität bieten, oder durch die Aufnahme von Investment-Grade-Instrumenten oder eine Kombination aus beiden. Allerdings gehen diese Einschränkungen in der Regel auch mit einem geringeren Renditepotenzial einher.

Zum Verständnis dieser Analyse sollte man sich bewusst machen, dass verschiedene Parameter die Portfoliooptimierung beeinflussen können.

Abbildung 11: Rendite- und Risikoprofile verschiedener Arten von Portfolios zwischen 1997 und 2020



Quellen Credit Suisse Investment Partners, Bloomberg
Indizes: MSCI World, Refinitiv Global Convertible, ML Global Broad Market Corporate, JPM Broad Government Bond

Angaben zur historischen Wertentwicklung und Finanzmarktsszenarien sind kein verlässlicher Indikator für laufende und zukünftige Ergebnisse. In einen Index kann nicht investiert werden. Die angegebene Indexperformance entspricht nicht den Ergebnissen tatsächlich gehandelter Anlagen oder Wertschriften. Anleger, deren Strategie sich an einem Index orientiert, können höhere oder geringere Renditen erzielen und tragen die Kosten für Gebühren und sonstige Aufwendungen, welche die Rendite verringern.

Verringerung des erwarteten Drawdown

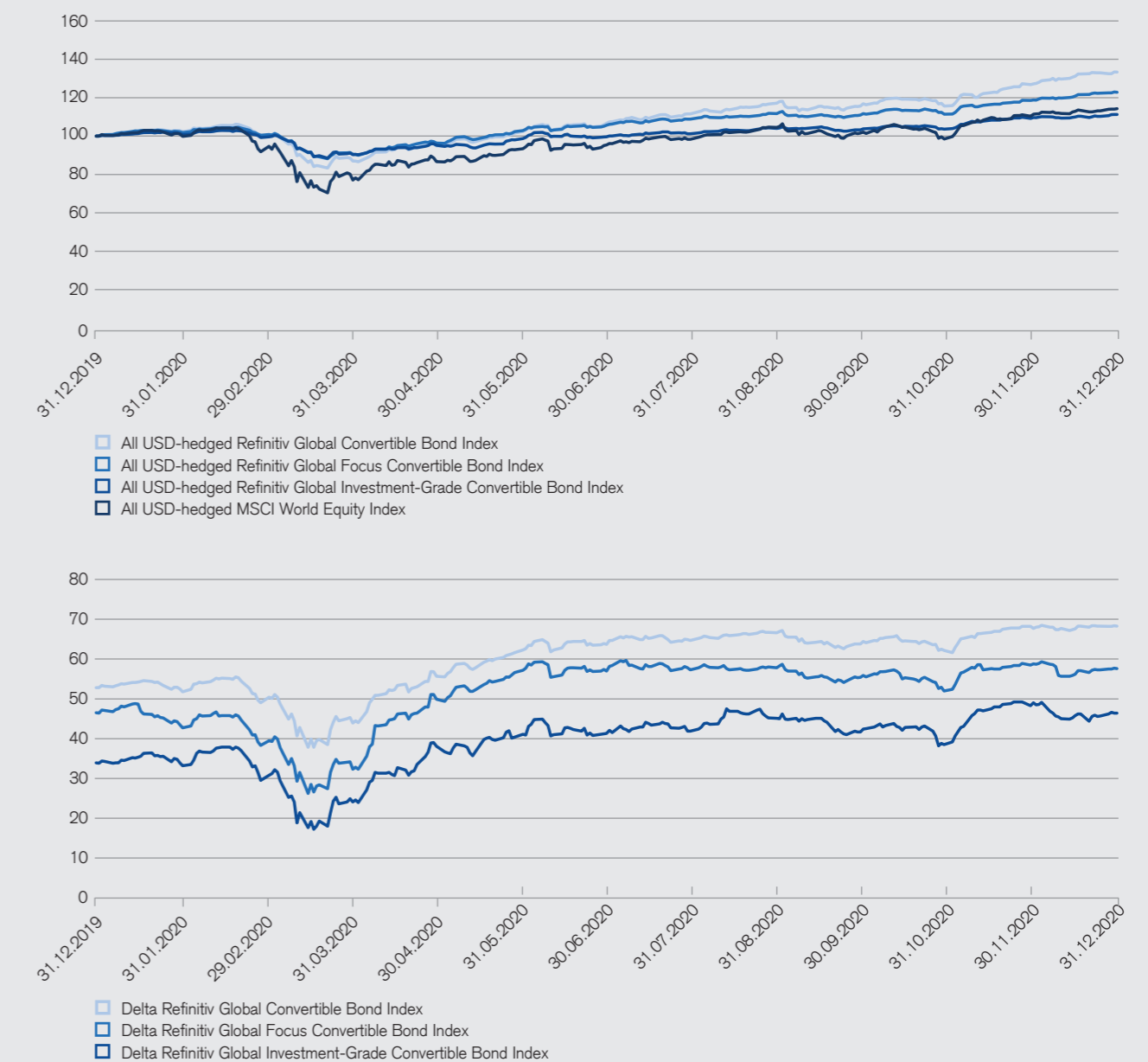
Neben der traditionellen Risikokennzahl der Volatilität erhält auch der erwartete Drawdown eines Portfolios immer mehr Aufmerksamkeit, da er zur Bezifferung der Wahrscheinlichkeit extremer (negativer) Portfoliorenditen besser geeignet ist. Da in den Finanzmarktdaten in der Regel häufiger positive Extremereignisse auftreten (auch häufiger als bei einer Normalverteilung der Renditen), wird die Wahrscheinlichkeit negativer Extremereignisse unterschätzt und die Wahrscheinlichkeit positiver Ereignisse überschätzt. Grund dafür ist die Symmetrie der Volatilitätskennzahl.

Der erwartete Drawdown ist im Kontext von Wandelanleihen besonders relevant, da diese kein symmetrisches Renditeprofil aufweisen und negative Aktienmarktschocks absorbieren

können, bedingt durch die Sensitivität von Wandelanleihen (Delta) und die Veränderung der Aktiensensitivität (Gamma). Die Aufnahme von Wandelanleihen in ein gemischtes Anlageportfolio reduziert die Wahrscheinlichkeit extrem negativer Portfoliorenditen.

Die jüngst auftretende Corona-Krise ist der perfekte Beweis dafür. Abbildung 12 zeigt, dass Wandelanleihen während des Einbruchs von Februar/März 2020 nicht nur weitaus weniger an Wert verloren als Aktien, sondern sich danach auch erheblich schneller wieder erholten.

Abbildung 12: Wertentwicklung von Wandelanleihen zwischen Januar und Dezember 2020



Quelle Bloomberg

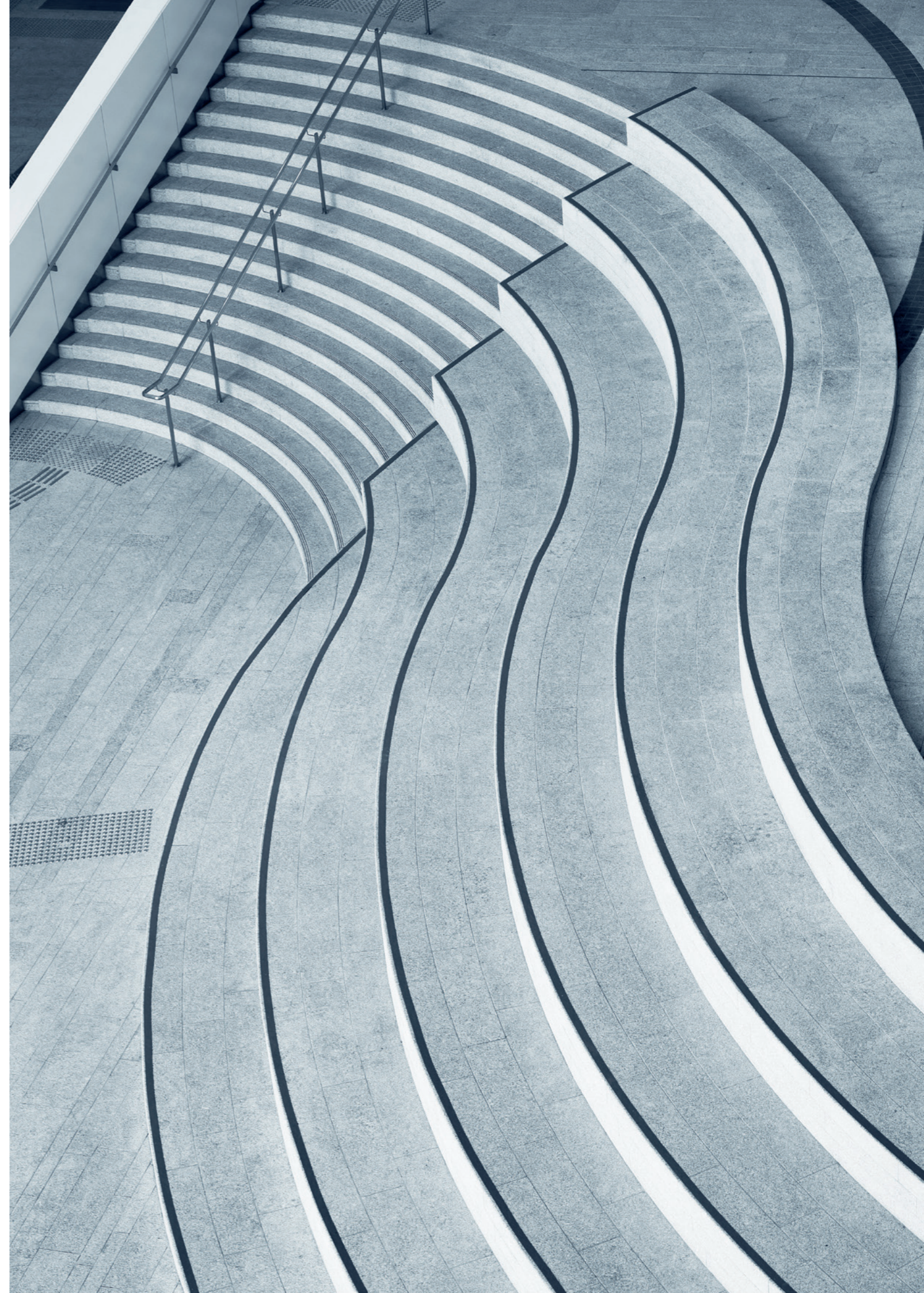
Angaben zur historischen Wertentwicklung und Finanzmarktszenarien sind kein verlässlicher Indikator für laufende und zukünftige Ergebnisse. In einen Index kann nicht investiert werden. Die angegebene Indexperformance entspricht nicht den Ergebnissen tatsächlich gehandelter Anlagen oder Wertschriften. Anleger, deren Strategie sich an einem Index orientiert, können höhere oder geringere Renditen erzielen und tragen die Kosten für Gebühren und sonstige Aufwendungen, welche die Rendite verringern.

Bei einem Vergleich der Wandelanleihenindizes (Global, Global Focus und Global Investment-Grade) wird deutlich, dass beide Einschränkungen in der Zusammensetzung – der Focus-Index berücksichtigt nur ausgewogene Instrumente und der Investment-Grade-Index nur hochqualitative Anleihen – während der Krise zu einer weiteren Begrenzung der Verluste beitragen. In der Tat sanken diese beiden Teilindizes nie deutlich unter das Niveau von 90 % (basierend auf einem Niveau von 100 % zu Jahresbeginn), während der MSCI World Index auf seinem Tiefpunkt im März 2020 sogar die Marke von 70 % touchierte. Die Konvexität funktionierte nahezu perfekt, da die Aktiensensitivität (siehe den unteren Abschnitt der Abbildung) je nach Index um 15 bis 20 Prozentpunkte fiel. Deshalb sank mit Beginn der Marktverluste parallel dazu die Aktiensensitivität (Delta) von Wandelanleihen, sodass sich diese weniger aktienähnlich, dafür anleihenähnlicher verhielten.

Wahl der richtigen Wandelanleihenstrategie

Wandelanleihen weisen unterschiedliche Rendite- und Risikomerkmale auf. Diese sollten bei einer Anlageentscheidung berücksichtigt werden. Daher ist es sinnvoll, Wandelanleihen anhand ihrer Hauptmerkmale in verschiedene Gruppen einzuordnen. Eine wichtige Eigenschaft ist die Bonität des zugrunde liegenden Unternehmens, da die Rückzahlung der Anleihe unmittelbar von dessen Finanzlage abhängt. Hier kann zwischen Emittenten mit und ohne Investment-Grade unterschieden werden. Ein weiterer wichtiger Aspekt von Wandelanleihen ist die Konvexität. Wandelanleihen mit hoher Konvexität haben den Vorteil, dass sie rasch auf positive Aktienmärkte reagieren und weniger unter fallenden Märkten leiden. Der Fokus auf konvexen Anleihen hat eine risikomindernde Wirkung. Ein konvexes Profil ist für Anleger wünschenswert, wenn sie in Wandelanleihen investieren.

Sofern keine vollständige Währungsabsicherung erfolgt, sollte auf die Währungszusammensetzung der Wandelanleihenindizes geachtet werden. Das Währungsrisiko kann die Volatilität und den erwarteten Drawdown signifikant erhöhen.



Glossar

Am Geld (At the Money)	Der Aktienkurs liegt nahe am Ausübungspreis der Option. Die Wandelanleihe ist sehr konvex.
Aktiensplit	Anpassung des Umwandlungsverhältnisses.
Anlagewert	Synonym für Bond-Floor. Der Wert einer konventionellen Unternehmensanleihe.
Anleihenpreis	Der diskontierte Gegenwartswert des durch eine Anleihe generierten künftigen Cashflows.
Aus dem Geld (Out of the Money)	Der Aktienkurs liegt unter dem Ausübungspreis der Option. Niedrige Aktienmarktsensitivität.
Auslösungspreis	Das Niveau, das der Aktienkurs erreichen muss, um ein bestimmtes Ereignis auszulösen (z. B. einen Soft Call).
Ausübungszeitraum	Der Zeitraum, in dem der Investor die Anleihe in Aktien umwandeln kann.
Bond-Floor	Der Wert der konventionellen Unternehmensanleihe. Barwert künftiger Ertragsströme, wenn die Wandeloption nicht ausgeübt wird. Synonym für Anlagewert.
Call	Das Recht des Emittenten, eine Wandelanleihe vor der Fälligkeit zu einem festgelegten Preis zu kündigen.
Call-Bedingungen	Informationen über die Bedingungen, unter denen der Schuldner die Wandelanleihe kündigen kann; Beispiele: Soft Call, Hard Call, Kündigungsfrist, Call-Preis usw.
Call-Option	Eine Option, die das Recht gewährt, die zugrunde liegenden Aktien zu einem festgelegten Preis zu kaufen. Wandelanleihen sind Unternehmensanleihen mit einer eingebetteten Call-Option.
Coupon	Die Zinszahlungen einer Wandelanleihe.
Delta	Die Sensitivität des Preises einer Wandelanleihe gegenüber Kursveränderungen der zugrunde liegenden Aktie.
Dividendenrendite	Eine Finanzkennzahl, welche die Höhe der jährlichen Dividende relativ zum Aktienkurs angibt.
Dividendenschutz	Der Umwandlungswert der Aktien, in die eine Wandelanleihe umgewandelt werden kann, ist unabhängig von Dividendenzahlungen.
Drawdown	Eine Kennziffer des historischen Risikos, die sich auf den proportionalen Wertverlust eines Anlageinstruments von seinem Höchststand bis zu seinem Tiefststand während eines bestimmten Zeitraums bezieht. Wird in der Regel als prozentuale Bewegung zwischen der Höchstbewertung des Instruments (dem Höchststand) und der Tiefstbewertung (dem Tiefststand) ausgedrückt.
Emissionspreis	Der Wert, zu dem eine Wandelanleihe emittiert wird.
Emissionsvolumen	Der gesamte Nominalbetrag ist in der Regel in den allgemeinen Geschäftsbedingungen angegeben.
Emittent/Garantiegeber	Es besteht ein Unterschied zwischen dem Emittenten und dem Garantiegeber. Der Garantiegeber ist der rechtliche Schuldner der Wandelanleihe; der Emittent, der die Anleihe begibt, kann eine Tochtergesellschaft oder die Finanzabteilung des Unternehmens sein.
Fälligkeit	Die Dauer des Zeitraums, in dem der Eigner die Zinszahlungen auf die Investition erhält. Wenn die Anleihe die Fälligkeit erreicht, wird die Kapitalsumme zurückgezahlt.
Gamma	Eine Kennzahl für die Veränderungsrate des Delta. Eine Wandelanleihe mit höherem Gamma kann stärker von einem potenziellen Anstieg des Aktienkurses profitieren als ein Instrument mit niedrigerem Gamma.
Hard-Call-Schutz	Ein Zeitraum, in dem der Investor vor einer vorzeitigen Kündigung durch den Emittenten geschützt ist.
Hedge	Eine Anlage, die in der Absicht erfolgt, das Risiko widriger Preisbewegungen eines Vermögenswertes zu verringern.
Im Geld (In the Money)	Der Aktienkurs liegt über dem Ausübungspreis der Option. Hohe Aktienmarktsensitivität.
Investitionsprämie	Prozentualer Unterschied zwischen dem Preis der Wandelanleihe und dem Bond-Floor.
Konvexität	Ausdruck der Widerstandsfähigkeit eines Instruments in unterschiedlichen Szenarien. Die Konvexität einer Wandelanleihe beschreibt das Potenzial, weitestgehend von der Aufwärtsbewegung an den Aktienmärkten zu profitieren, während aufgrund der Anleihenmerkmale gleichzeitig eine Absicherung nach unten gewährleistet ist.
Nachrangige Verbindlichkeiten	Nachrangige Anleihen. Die Inhaber werden im Insolvenzfall nach den Inhabern vorrangiger Anleihen bedient.

Negativerklärung	Dies ist im Wesentlichen eine Zusicherung des Schuldners, seine Vermögenswerte in Zukunft nicht als Sicherheit zu verpfänden, ohne bestehenden Gläubigern gleichwertige Sicherheiten anzubieten.
Omikron	Die Preissensitivität gegenüber einer Veränderung der Kreditrisikoprämie, die wiederum das Ausfallrisiko einer Wandelanleihe angibt.
Parität	Bedeutet, dass zwei Wertpapiere den gleichen Wert haben, z. B. in Bezug auf den Wert der Aktien, in die eine Wandelanleihe umgewandelt werden kann.
Put	Das Recht des Investors, die Wandelanleihe vor dem Fälligkeitstermin zu einem bestimmten Preis zu kündigen.
Put-Bedingungen	Informationen über die Bedingungen, unter denen der Gläubiger die Wandelanleihe zurückgeben kann; viele unterschiedliche Ausgestaltungen sind möglich, ähnlich wie bei den Call-Bedingungen.
Rang der Anleihe	Die Reihenfolge, in der Gläubiger bedient werden, wenn der Schuldner insolvent wird; Gläubiger, die Anleihen mit der niedrigsten Priorität halten, werden zuletzt bedient.
Rating	Das Bonitätsrating des Garantiegebers von Fitch, Moody's oder S&P.
Rendite auf Verfall	Annualisierte Rendite (interner Zinsfuss) einer Wandelanleihe, wenn sie bis zur Fälligkeit gehalten wird.
Renditevorteil	Der Vorteil, der durch den Kauf von Wandelanleihen anstelle von Stammaktien gewonnen wird. Entspricht der Differenz zwischen der Rendite des wandelbaren Wertpapiers und der Stammaktien.
Sharpe-Ratio	Die Kennzahl für die risikobereinigte Rendite eines Finanzportfolios, die dazu dient, Anlegern einen Überblick über die Rendite einer Anlage im Vergleich zu ihrem Risiko zu geben.
Soft Call	Ein Call, der die Erfüllung bestimmter Kriterien voraussetzt (z. B. einen Auslösungspreis).
Stückelung/ Mindestanlage	Regelung der Handelsbedingungen; besonders relevant für Retail-Anleger mit geringen bis mittleren Investitionsvolumen.
Theta	Zeitwertverlust der eingebetteten Option. Täglicher Verlust des Optionswerts, sofern andere Faktoren unverändert bleiben.
Übernahmeschutz	Anpassung der Umwandlungsrechte (im Hinblick auf die zugrunde liegenden Aktien und das Umwandlungsverhältnis) im Falle einer Fusion.
Umtauschanleihe	Ein hybrides Wertpapier, das aus einer konventionellen Anleihe und einer eingebetteten Option besteht, die es erlaubt, die Anleihe zu einem künftigen Zeitpunkt und unter vorab festgelegten Bedingungen gegen die Aktien eines anderen Unternehmens als die des Emittenten zu tauschen.
Umwandlungsprämie	Die prozentuale Differenz zwischen dem Preis einer Wandelanleihe und dem Wert der zugrunde liegenden Aktien.
Umwandlungspreis	Der Preis, zu dem Wandelanleihen in Aktien eines Unternehmens umgewandelt werden können. Er wird bei der Emission einer Wandelanleihe festgelegt. Wenn die Parität bei Fälligkeit über diesem Wert liegt, wird die Anleihe normalerweise umgewandelt.
Umwandlungsverhältnis	Dieses Verhältnis gibt die Anzahl der Aktien an, in die der Anleger die Wandelanleihe umwandeln kann.
Umwandlungszeitraum/ Ausübungszeitraum	Der Zeitraum, in dem die Wandelanleihen in die zugrunde liegenden Aktien umgewandelt werden können.
Verwässerungsschutz	Im Falle von Kapitalerhöhungen ist unter Umständen eine Anpassung des Umwandlungsverhältnisses vorgesehen.
Verzinsung, Fälligkeit, Rückzahlung	Höhe und Häufigkeit der Zinszahlungen, letzte Zinszahlung, Höhe der Tilgungszahlungen.
Volatilität	Das Ausmass der Schwankung, mit der der Preis eines Wertpapiers bei einer bestimmten Anzahl von Renditen steigt oder sinkt.
Währung	Die Währung, in der die Zins- und Tilgungszahlungen erfolgen.
Yield-to-Put	Annualisierte Rendite (interner Zinsfuss) einer Wandelanleihe, wenn sie am nächsten Put-Termin gekündigt wird.



Weitere Informationen erhalten Sie von Ihrem Kundenberater.

Quelle: Credit Suisse, wenn nicht anders vermerkt

Sofern nicht explizit anders gekennzeichnet, wurden alle Abbildungen in diesem Dokument von Credit Suisse Group AG und/oder den mit ihr verbundenen Unternehmen mit grösster Sorgfalt und nach bestem Wissen und Gewissen erstellt.

Dieses Dokument wurde von der Credit Suisse Group und/oder von mit ihr verbundenen Unternehmen («Credit Suisse») erstellt. Es dient ausschliesslich zur Information und Veranschaulichung und stellt keine Werbung, Bewertung, Anlagerecherche, Rechercheempfehlungen, Anlageempfehlungen oder Information zum Zweck der Empfehlung oder des Vorschlags einer Anlagestrategie dar; ebenso beinhaltet es keine Finanzanalyse. Darüber hinaus stellt es weder eine Aufforderung noch ein Angebot – seien sie öffentlich oder privat – zur Zeichnung oder zum Erwerb von Produkten oder Dienstleistungen dar. Soweit Benchmarks erwähnt werden, dienen diese ausschliesslich Vergleichszwecken. Bei den Informationen in diesem Dokument handelt es sich um allgemeine Kommentare und in keiner Weise um persönliche Empfehlungen, Anlageberatung, rechtliche, steuerliche, buchhalterische oder eine andere Form der Beratung oder Empfehlung oder eine andere Finanzdienstleistung. Die Anlageziele, finanziellen Verhältnisse oder Bedürfnisse sowie das Wissen und die Erfahrung einzelner Personen werden nicht berücksichtigt. Die Informationen stellen keine wie auch immer geartete Grundlage für Entscheidungen zum Erwerb, Verkauf oder Halten von Anlagewerten dar. Bei Interesse an den hier erwähnten Produkten und/oder Dienstleistungen empfiehlt die Credit Suisse, vor einer Anlageentscheidung alle relevanten Informationen einzuholen und sich beraten zu lassen (unter anderem auch zu Risiken). Die hier gemachten Angaben entsprechen dem Kenntnisstand bei Erstellung des Dokuments und sind eventuell zum Zeitpunkt des Empfangs oder Abrufs nicht mehr aktuell. Die Angaben können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern; eine Aktualisierungspflicht besteht nicht. Sofern dieses Dokument Aussagen über künftige Wertentwicklungen enthält, sind diese Aussagen zukunftsgerichtet und bergen daher diverse Risiken und Unsicherheiten. Bitte beachten Sie, dass historische Renditeangaben, Wertentwicklungen und Finanzmarktszenarien keine verlässlichen Indikatoren für zukünftige Ergebnisse sind. Erhebliche Verluste können nie ausgeschlossen werden. Dieses Dokument ist nicht für die Verbreitung an oder die Nutzung durch natürliche oder juristische Personen bestimmt, die Bürger eines Landes sind oder die in einem Land ihren Wohnsitz bzw. Gesellschaftssitz haben, in dem die Verbreitung, Veröffentlichung, Bereitstellung oder Nutzung des Dokuments geltende Gesetze oder Vorschriften verletzen würde oder in dem die Credit Suisse Registrierungs- oder Zulassungspflichten erfüllen müsste. Wir weisen darauf hin, dass zwischen einer in diesem Dokument genannten juristischen Person und einem Unternehmen der Credit Suisse eine Geschäftsverbindung bestehen kann und dass sich aus diesem Umstand potenzielle Interessenskonflikte ergeben können. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen stammen aus Quellen, die als zuverlässig gelten. Die Credit Suisse gibt jedoch keine Gewähr hinsichtlich der Zuverlässigkeit und Vollständigkeit der Angaben. Die Credit Suisse bietet eventuell wesentliche Beratungs- oder Investmentdienstleistungen im Zusammenhang mit einem oder mehreren hier genannten Unternehmen oder Emittenten an oder hat dies im Verlauf der vergangenen zwölf Monate getan. Dieses Dokument kann Websiteadressen oder Hyperlinks, die auf Websites verweisen, enthalten. Die Credit Suisse prüft verlinkte Websites nicht und übernimmt keine Haftung für deren Inhalte. Entsprechende Adressen oder Hyperlinks (einschliesslich Adressen oder Hyperlinks zur Website der Credit Suisse) werden nur als Service bzw. zu Ihrer Information bereitgestellt; der Inhalt der verlinkten Website ist nicht Bestandteil dieses Dokuments. Wenn Sie eine solche Website besuchen oder über einen Link in diesem Dokument oder auf der Website der Credit Suisse aufrufen, tun Sie dies auf eigene Verantwortung. Dieses Dokument richtet sich nur an die Person, für die es von der Credit Suisse bereitgestellt wird. Ohne vorherige schriftliche Genehmigung der Credit Suisse dürfen diese Informationen weder auszugsweise noch vollständig vervielfältigt werden. Copyright © 2021 CREDIT SUISSE GROUP AG und/oder mit ihr verbundene Unternehmen. Alle Rechte vorbehalten.