



„Jetzt ist unserer Meinung nach die perfekte Zeit zu investieren“

Stefan Schauer, Portfolio Manager Global Convertible Bonds, Lupus alpha

Nach Meinung von Stefan Schauer, Portfolio Manager Global Convertible Bonds bei Lupus alpha, ist 2024 der perfekte Zeitpunkt, um in Wandelanleihen zu investieren. Denn Kupons sind jetzt hoch. Wandelanleihen sollten auch über die Aktienseite profitieren, die vor allem Wachstumsunternehmen und viele zinsensitive Sektoren beinhaltet. Wandelanleihen bieten zudem eine gute Diversifikation in einem chancenorientierten Fixed Income-Portfolio.

BOND MAGAZINE: Wandelanleihen haben sich seit der Zinswende nicht gut entwickelt. Woran lag das?

„Ein hohes Zinsniveau korreliert positiv mit den Neuemissionen von Wandelanleihen.“

Schauer: Der sehr schnelle Zinsanstieg im Jahr 2022 hat deutliche Spuren bei Anleihekursen hinterlassen. Das gilt sowohl für Straight Fixed Income-Produkte, als auch für High Yields, Staatsanleihen und eben auch Wandelanleihen. Eine Wandelanleihe besteht aus einer Anleihe-Komponente und einer Long Call Aktienoption. Im Ergebnis verloren die Anleihen an Wert, aber auch die Aktienseite hat gelitten. Denn Wandelanleihen werden häufig von Wachstumsunternehmen begeben, bei denen die Gewinne häufig in der Zukunft liegen und die höheren Zinsen bei der Bewertung über die Barwertmethode überproportional ins Gewicht fallen. Unter den Aktien haben Wachstumstitel 2022 und 2023 am meisten gelitten. Wandelanleihen waren also von zwei Seiten negativ betroffen, von der Anleihe- und von der Aktienseite. Und das hatte wieder negative Folgen, es gab Abflüsse. In schwachen Börsenphasen werden auch we-

nig Wandelanleihen begeben. 2022 war ein sehr schwaches Emissionsjahr, es sind sehr wenig Wandelanleihen an den Markt gekommen. Die Bewertungen gingen nach unten. Wandelanleihen waren damals einfach aus der Mode.

BOND MAGAZINE: Hat sich das geändert? Wann ist der richtige Einstiegszeitpunkt bei Wandelanleihen?

Schauer: Jetzt ist unserer Meinung nach die perfekte Zeit zu investieren. Die Kupons sind jetzt hoch. Der Neuemissionsmarkt ist wieder angesprungen. Ein hohes Zinsniveau korreliert positiv mit den Neuemissionen von Wandelanleihen. Weil hohe Kupons für Unternehmen natürlich höhere Finanzierungskosten bedeuten. Wandelanleihen dagegen haben immer einen etwas niedrigeren Kupon als normale Unternehmensanleihen. Das macht sie für Unternehmen interessant. Investoren erhalten zusätzlich zum Kupon noch die Aktienoption. Die Kupons liegen aktuell etwa 1% bis 2% niedriger als vergleichbare Unternehmensanleihen. Die zunehmende Attraktivität zeigt auch, dass es in den letzten Monaten wieder mehr Neuemissionen gab, wie die von Bechtle, Uber oder Davide Campari. Alle Neuemissionen haben wieder attraktive Kupons von bis zu 5 Prozent je nach Bonität und genauer Ausgestaltung. Viele Wandelanleihen haben eine Laufzeit von 5 Jahren, also eine 5-jährige Aktienoption. Wenn sich der Aktienkurs während der Laufzeit nicht bewegt, erhält der Anleger den Kupon. Entwickelt sich dagegen die Aktie positiv, partizipiert der Anleger zusätzlich zum Kupon an der Aktienperformance. Fällt die Aktie, wird der Investor vom Bond aufgefangen, der zu 100% zurückgezahlt wird. Das ist die Grundidee der Wandelanleihe: Einkommen durch den Kupon plus Sicherheit durch den Bond-Floor nach unten und zusätzlich der

Renditekicker der Aktie. Das Szenario für Wandelanleihen ist jetzt umgekehrt zu 2022: Damals geriet die Aktien- wie auch die Zinsseite unter Druck. Jetzt gibt es keinen Gegenwind mehr durch steigende Zinsen, der Markt hat angefangen, über sinkende Zinsen zu sprechen. Und auch die Aktienseite sollte profitieren. Viele Emittenten sind growthlastig, und es dominieren zinsensitive Sektoren. Das, was zuvor doppelt abgestraft wurde, sollte jetzt doppelt profitieren.

„Jetzt gibt es keinen Gegenwind mehr durch steigende Zinsen.“

BOND MAGAZINE: In Deutschland gab es zuletzt sehr erfolgreiche Anleiheemittenten. Sie haben Bechtle als Beispiel genannt, Rheinmetall hat im letzten Jahr auch zwei Tranchen begeben.

Schauer: Ja, Rheinmetall hat eine Wandelanleihe mit zwei Tranchen begeben, die sich sehr gut entwickelt haben. Beide Tranchen haben vom starken Kursanstieg der Aktie profitiert und notieren bei über 170%. Beide Optionen sind im Geld und werden vermutlich von den meisten Investoren gewandelt werden.

BOND MAGAZINE: Sie investieren global, gibt es Regionen oder Sektoren, die für Sie sehr interessant sind?

Schauer: Global gesehen dominieren bei den Emittenten in verschiedenen Regionen unterschiedliche Sektoren und Branchen. Den Technologiesektor gibt es fast ausschließlich in den USA, in Europa ist der Immobiliensektor stark. Daher macht nach unserer Überzeugung für Investoren ein glo-

baler Wandelanleihefonds Sinn. Viel Momentum besitzt weiterhin der Technologie-sektor. Aber auch der Kryptosektor erscheint interessant, Coinbase und Micro-Strategy haben beispielsweise Wandelanleihen emittiert. Es gibt aber auch Sektoren, die für uns antizyklisch interessant sind, hierzu zählen die typischen Nachhaltigkeitssektoren. Dazu gehören die Bereiche Clean Energy und Health Care, die sich im letzten Jahr eher unterproportional entwickelt haben. Im Zuge geopolitischer Spannungen und steigender Energiekosten sind traditionelle Energien sehr gut gelaufen. 2024 sind in den USA Präsidentschaftswahlen, hinzu kommt der Inflation Reduction Act, was wiederum Preiserhöhungen im Gesundheitssektor schwierig macht. Man kann aber nicht alle Sektoren gut über Wandelanleihen abbilden. Die typischen Emittenten sind Wachstumstitel, sie benötigen Kapital für ihr Wachstum und kommen vor allem aus den Bereichen Technologie, Health Care oder zyklischer Konsum.

BOND MAGAZINE: Welchen Ausblick können Sie geben in Bezug auf Neuemissionen?

Schauer: Von 2020, einem Rekordjahr am Primärmarkt mit einem Volumen von über 150 Mrd. USD, sind wir noch ein ganzes Stück entfernt. 2022 gab es einen deutlichen Einbruch bei der Emissionstätigkeit, 2023 folgte eine deutliche Erholung, aber historisch ist es noch immer ein niedriges Niveau. Für 2024 und 2025 erwarten wir wieder starke Emissionsjahre. Für viele Unternehmen ist es attraktiv, sich aufgrund der niedrigeren Kupons mit Wandelanleihen zu refinanzieren. Die Bank of America geht in diesem Jahr von einem Emissionsvolumen von rund 95 Mrd. USD aus, also fast doppelt so viel wie 2022. Der Start in 2024 war schon sehr vielversprechend, ein Großteil

der Emittenten kam aus den USA. Aber auch in Deutschland gab es u.a. mit Siltronic einen spannenden Emittenten. Ähnlich wie am Corporate Bond-Markt kann man am Primärmarkt i.d.R. Neuemissionsprämien vereinnahmen. Die Titel kommen sehr kurzfristig und günstig an den Markt. Wir sehen häufig, dass die Titel am ersten Handelstag 100 Basispunkte aufwerten, unabhängig von dem, was die Aktie macht. Viele Emissionen sind auch deutlich überzeichnet.

BOND MAGAZINE: Können Sie auch einen Ausblick in Bezug auf das Renditepotenzial geben oder ist das wegen der Aktienkomponente schwierig?

Schauer: Der Wandelanleihemarkt ist natürlich vom Aktienmarkt abhängig. Unsere Fonds gibt es seit 6 bis 7 Jahren. Wandelanleihen haben in den vergangenen 20 Jahren eine Rendite von 6% bis 7% p.a. gebracht. Der durchschnittliche Kupon beträgt ca. 1,5% bis 2%. Wenn man eine Aktienperformance von 10% bei den Emittenten unterstellt und ein 50er Delta hat, dann könnte zusätzlich zu dem genannten Kupon auf der Aktienseite nochmals 5% an Rendite hinzukommen. Wenn der Aktienmarkt mitmacht, könnte man in diesem Szenario auf 6% bis 8% Total Return für Wandelanleihen kommen. 2023 erzielten wir bei unseren Fonds eine Rendite von 5,4% bzw. 5,6%. 2019 und 2020, als Technologieunternehmen in der Breite sehr gut gelaufen sind, haben Wandelanleihen deutlich mehr gemacht. Unser Lupus alpha Sustainable Convertible Bonds erreichte 2019 eine Performance von etwa 11% und 2020 von knapp 20%. Das ist in sehr guten Jahren durch den Renditekicker der Aktienoption auch möglich. Daneben erhalten Anleger aber auch eine gewisse Diversifizierung, da Emittenten von Straight Bonds

i.d.R. keine Convertible Bonds emittieren und umgekehrt. Daher kann man mit Wandelanleihen als Bondinvestor sein Portfolio sehr gut diversifizieren. Ich halte auch viel von der Assetklasse High Yield. Es ist aber nicht eine Frage des entweder oder, sondern Convertibles sind komplementär zu High Yield, einmal durch die verschiedenen Renditetreiber, die Aktiensensitivität von Wandelanleihen und durch die unterschiedliche Emittentenstruktur. Global High Yield enthält viele US-Energietitel, aber wenig Technologietitel. Mit Wandelanleihen erhält man eine gute Diversifikation in einem chancenorientierten Fixed Income-Portfolio.

BOND MAGAZINE: Vielen Dank für das Gespräch.

Das Interview führte Christian Schiffmacher.