

infocus: Wandelanleihen
Nützliche Exoten

„Wir müssen uns fragen: Stimmt der Case noch?“

Adam Maliszewski



Marc-Alexander Knieß ist seit 2017 im Bereich Advanced Fixed Income bei Lupus alpha tätig. Er kam von der DWS (vorher Deutsche Asset Management), bei der er seit März 2000 als Portfoliomanager arbeitete und mit Klaus Kaldemorgen das Team für globale Aktien leitete. Ab 2013 war Knieß im neu aufgebauten spezialisierten Wandelanleihe-Team als Teil der Multi-Asset-Gruppe beschäftigt. Bei Lupus alpha kümmert er sich derzeit um zwei Fonds: den Lupus alpha Global Convertible Bonds und den Lupus alpha Sustainable Convertibles Bonds.



Wandelanleihen sind kein statisches Investment, sagt der Lupus-alpha-Manager Marc-Alexander Knieß. Wo er Einstiegchancen sieht und wieso er derzeit in der Reisebranche investiert ist, erklärt er im Interview.

Die Zinsen klettern, Aktien stehen dagegen stark unter Druck. Was heißt das für Wandelanleihen, Herr Knieß?

Das Anlagethema Wandelanleihen führt bislang in der Wahrnehmung vieler global tätiger Investoren ein Nischendasein. Zwar spielt diese Anlageklasse nicht die

gleiche Rolle wie der breite Aktienmarkt oder Staats- und

Unternehmensanleihen, sie hat für Investoren aber durchaus Charme. 2019 und 2020 waren für die Asset-Klasse sehr erfolgreiche Jahre. Im Jahr 2020 haben wir im Sektor eine spektakuläre Performance

von mehr als 20% erlebt. Viele neue Emittenten kamen damals an den Markt. Bei den Neuemissionen gab es ein Rekordjahr.

Im vergangenen Jahr erlebten wir dann einen Stimmungsdämpfer. Das lag auch an der Rallye bei Value-

Titeln. Am Aktienmarkt fiel der Growth-Sektor in Erwartung starker Zinsanhebungen in der Anlegergunst. Ein Großteil des Wandelanleihenuniversums korrigierte und Investoren wandten sich Finanzwerten und Energietiteln zu, die meist keine Wandelanleihen ausstehen haben. In diesem Jahr sehen wir eine Reihe interessanter Picks und neue Chancen, eine antizyklische Sicht ist heute wieder deutlich interessanter als noch vor zwölf Monaten.

Der Rentenmarkt leidet dagegen aktuell unter dem enormen Zinsanstieg. Für einen Anleihe-Investor ist dieser Markt momentan nur noch frustrierend, und es gibt auch keine Aussicht auf schnelle Besserung. Im Gegensatz dazu ist das Umfeld für Wandelanleihen günstig und bietet einige Chancen.

Warum gibt es ausgerechnet jetzt wieder mehr Chancen mit Wandelanleihen? Welche Themen bewegen den Markt? Rückt Volatilität wieder mehr in den Vordergrund?

Was uns begeistert und was unsere Investoren an der Asset-Klasse mögen, ist die Kombination aus Sachwertinvestment im Anleihemantel. Der Investor ist in Aktien investiert, aber mit begrenzter Downside. Und bei einer Aktienmarkterholung ist er nicht eingefroren, sondern kann von einer aufkeimenden Risk-on-Stimmung profitieren. Letztendlich nimmt er so das Potenzial des Aktienmarktes mit und ist nach unten durch die Anleihe abgesichert. Diese Asymmetrie der Anlage, die berühmte Konvexität, ist einer der entscheidenden Vorteile. Das gilt gerade jetzt, wo wir so viel Unsicherheit an den

Märkten haben.

Aktuell steht dabei der Ukraine-Krieg im Mittelpunkt und die Auswirkungen auf Energiepreise und unterbrochene Lieferketten – wie beispielsweise die Verspannungen bei den Zulieferern im Automobilbereich, inklusive der Verspätungen bei Batterielieferungen für die E-Mobilität. Das präsentiert uns in der Summe ein nicht einfaches, aber chancenreiches Marktumfeld. Perspektivisch werden Aktien weiterhin volatil bleiben. Darauf müssen sich Investoren für die nahe Zukunft einstellen. Wer dabei auf einen Airbag nicht verzichten will, liegt bei Wandelanleihen richtig.

Hellet sich die Perspektive dann auch kursmäßig wieder auf?

Der starke Einbruch am Aktien- und Anleihemarkt in diesem Jahr hat auch globale Wandelanleihen getroffen. In den vergangenen Wochen konnte die Anlageklasse aber wieder überzeugen. Aktuell holen viele Werte auf, die in den Vormonaten trotz nachhaltigen Wachstums und erreichter Profitabilität vom Markt abgestraft wurden. Für die Zukunft reicht schon eine leichte Normalisierung, um für Wandelanleihen ein deutliches Aufholpotenzial zu ergeben.

Auf wie viele Emittenten erstreckt sich das Universum? Wo halten Sie Ausschau?

Unser Universum umfasst gegenwärtig rund 1000 Titel – und das weltweit. Im ersten Schritt filtern wir schon mal grob, was überhaupt in puncto Qualität und Laufzeit der Anleihen in Frage kommt. Kleine Emissionen, die man

kaufen könnte, aus denen man aber im Zweifelsfall nicht mehr herauskommen würde, spielen für uns keine Rolle.

Im nächsten Schritt schauen wir uns die zugrundeliegenden Aktien an. Wie sind die Perspektiven dort und wie stark kann ich als Wandelanleiheninvestor davon profitieren? Für uns ist ein Dreiklang aus Liquidität, Laufzeit und Qualität wichtig – Letztere auf der Aktien- wie auch auf der Bondseite. Alles muss stimmen. Unser investierbares Universum reduziert sich damit auf vielleicht 350 bis 400 Titel weltweit. Also schon ein recht kleines, aber doch gut beherrschbares Universum, das aktiven Managern immer noch genügend Möglichkeiten bietet.

Was ist aus Ihrer Sicht interessanter: Value oder Growth?

Growth-Werte wurden 2021 pauschal abgestraft. Hier wurde eine Menge vorweg genommen. In diesem Jahr differenziert der Markt wieder stärker. Für uns als Wandelanleihe-Investoren sind die Firmen interessant, die eine gewisse Growth-Ausrichtung haben und sich traditionell über die Begebung von Wandelanleihen refinanzieren. Value-Kandidaten stehen bei uns nicht im Fokus. Das Jahr 2022 hat der Markt eigentlich fast schon abgehakt. Der Blick geht jetzt Richtung 2023. Einige Marktteilnehmer sprechen bereits von Rezession in der Eurozone, vielleicht auch von Abschwächung in den USA – im Jahresverlauf.

Ein aktiver Manager muss daher fragen: Welche Unternehmen können

nachhaltiges Wachstum erreichen, das über der durchschnittlichen Entwicklung liegt? Wir suchen Emittenten, die ein Wachstum von mehr als fünf Prozent oder gar im zweistelligen Bereich erreichen, und gleichzeitig noch strukturell erfolgreich operieren und dabei Geld verdienen. Der Markt-Fokus dürfte sich in Zukunft stärker auf diese Titel ausrichten. Gleichzeitig gilt es, Kandidaten aus dem Wandelanleihenuniversum zu finden, die im vergangenen Jahr mitunter durch den pauschalen Growth-Ausverkauf unter die Räder gekommen sind, jetzt aber wieder Chancen bieten.

Wie beobachten Sie eine Wandelanleihe über die Haltedauer?

Während der Laufzeit können sich die Dinge naturgemäß ändern, auch kurz nachdem die Anleihe frisch begeben wurde. Fünf Jahre Laufzeit, das ist schon eine große Zeitspanne. Da mag ein Unternehmen zum Zeitpunkt der Begebung ein spannendes sein und viel Wachstumspotenzial zeigen. Auch der Kredit sieht anfangs noch gut aus. Das kann sich aber im Laufe der Jahre ändern. Wandelanleihen sind kein statisches Investment. Über sieben Jahre, zehn Jahre die Anlage einfach aussitzen, das funktioniert nicht – auch deshalb, weil sich die Aktiensensitivität und damit der Charakter der Wandelanleihe mit der Zeit deutlich verändert. Als Investor muss man sich fragen: Verhält sich die Wandelanleihe im Laufe der Zeit mehr wie die zugrundeliegende Aktie oder wie eine Anleihe? Hier muss man nah dran bleiben und sich fragen: Stimmt der Case noch?

Was macht die Aktie? Ist die Bond-Qualität gegeben? Auch die Liquidität kann sich ändern.

Auf welche Aspekte achten Sie besonders?

Viele Stellschrauben beeinflussen den Wert einer Wandelanleihe. Diese müssen wir enorm aktiv gestalten. Das ist ein ideales Feld für aktives Portfoliomanagement, und damit grenzen wir uns gleichzeitig ab von den wenigen passiven Fonds am Markt.

Aktien von Öl- und Gasfirmen erleben seit Jahresanfang einen Aufschwung. Wie sieht es mit Energie-Titeln im Wandelanleihe-Sektor aus?

Ich glaube, da wird es in Zukunft schon noch mehr Emissionen geben. Die ganz großen Firmen wie TotalEnergies sind eher Value-Titel. Die nutzen weniger die Refinanzierung über Wandelanleihen. Bei den alternativen Energien ist das Interesse größer. Aus dem Bereich haben wir durchaus einige Emittenten bei uns im Portfolio: SolarEdge Technologies, Enphase Energy und NextEra Energy, um drei Beispiele zu nennen.

Namen, die einem Investor aus der reinen Aktienwelt nicht so geläufig sind. Das sind klassische Wachstumswerte, die für Innovation und strukturelles Wachstum stehen. Hier erwarten wir noch einiges an Neuemissionen.

Im Portfolio des Lupus alpha Global Convertibles Bond Fonds fallen zwei Wandler aus der Reise-Branche auf: Airbnb und Lufthansa. Wieso sind Sie hier investiert?

Beide Wandler sind schon seit einiger Zeit in unserem Fonds. Auch wenn die Unternehmen recht unterschiedlich sind, dürften beide von dem Re-Opening-Momentum nach Corona und der Zunahme der Reisetätigkeit profitieren. Die Wandelanleihe von Airbnb wird im März 2026 fällig. Aktuell notiert das Papier bei einem Kurs von unter par und bietet gewisse Chancen. Der Wert ist sogar ESG-konform und in unserem nachhaltigen Lupus alpha Sustainable Convertible Bonds enthalten. Die Lufthansa-Wandelanleihe liegt gegenwärtig bei etwa 107%, hat aber einen starken Kupon von 2,0% und damit eine attraktive laufende Verzinsung. Die meisten Wandelanleihen setzen

wie wie die der Lufthansa sechsstelligen Mindestanlagen voraus. Für Privatanleger ist das in der Regel keine Anlageoption.

Kann man sagen, dass eine Wandelanleihe immer anleiheähnlicher wird, wenn der Aktienkurs unter den festgelegten Wandlungspreis fällt und praktisch kaum noch die Chance auf einen Wandlungsgewinn besteht?

Genau. Das Papier ist in diesem Fall nur noch für Anleger am Rentenmarkt interessant, die einfach eine Mehrverzinsung gegenüber Staatsanleihen oder Covered Bonds einloggen wollen.

Rechnen Sie in Zukunft mit einer erhöhten M&A-Tätigkeit? Was bedeutet das für Wandelanleihen?

Es gibt derzeit eine richtige M&A-Welle. Von dieser Übernahmefantasie profitieren wir auch in unseren beiden Fonds. Letztes prominentes Beispiel war die Übernahmeschlacht um Twitter. Aber auch bei den Kandidaten mit einer Marktkapitalisierung zwischen \$5 und 10 Milliarden gibt es gerade eine ganze Menge Bewegung. Schon

Anfang 2022 wurde Zynga, ein Anbieter von Browser-Spielen, übernommen. Ein Titel, in dem wir ebenfalls investiert waren. Oft sind es Werte aus der zweiten Reihe, wo die Spekulation aufkeimt. Gerade die strukturell wachstumsstarken Unternehmen stehen im Fokus. Auch das Software-Unternehmen Zendesk wurde jüngst zum Verkauf gestellt.

In den Prospekten vieler Wandelanleihen gibt es Übernahmeschutzklauseln. Was technisch klingen mag, ist aus Anlegersicht durchaus spannend. Gerade bei den europäischen Emittenten kann diese Klausel mitunter so investorenfreundlich ausgestaltet sein, dass diese Titel im Fall einer Übernahme deutlich besser abgefunden werden als der normale Aktienanleger. Die Wandelanleihe kann dann sogar stärker steigen als die zugrundeliegende Aktie. Der Anleger erhält praktisch ein zusätzliches Goodie. Dieser Aspekt kommt bei der Einschätzung von Wandelanleihen häufig viel zu kurz.