

Wandelanleihen Update – Underlyings, Rho und Cheapening

Wandelanleihen bekundeten 2021 bislang Mühe, die Erwartungen zu erfüllen. Nun da sich das Jahr bereits dem Ende zuneigt, möchten wir die Gründe kurz beleuchten. Im Fachjargon gesprochen handelt es sich um die Underlyings, das Rho und das Cheapening.

Die Underlyings

Mit dem Begriff «Underlyings» werden die den Wandelanleihen zugrunde liegenden Aktien bezeichnet. Diese entsprechen nicht unbedingt den Schwergewichten in den gängigen Aktienindizes. Gut illustriert dies der Vergleich zwischen der Performance des ECI Europe Underlying Index von Exane und dem Stoxx Europe 600 Index (Grafik 1). Meist verlaufen diese Indizes recht nahe beieinander. Doch dieses Jahr ist die Abweichung ungewöhnlich gross, die Underlyings liegen seit Jahresbeginn über 14% zurück.

Europäische Wandler-Underlyings vs. Stoxx 600



Grafik 1. Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 31.12.2020 bis 29.10.2021

Im Stoxx 600 gehörten dieses Jahr Finanz- und Energiewerte zu den Gewinnern. Im europäischen Wandelanleihemarkt sind aktuell leider keine Banken vertreten – mit Ausnahme von Cembra, welche aber dieses Jahr enttäuschte. Bei den Energiewerten sieht es etwas besser aus, immerhin finden sich Eni, BP und Total im Universum. Deren Aktiensensitivität war allerdings zu Beginn des Jahres noch tief, weshalb bislang noch keine nennenswerten Performancebeiträge zu verzeichnen waren.

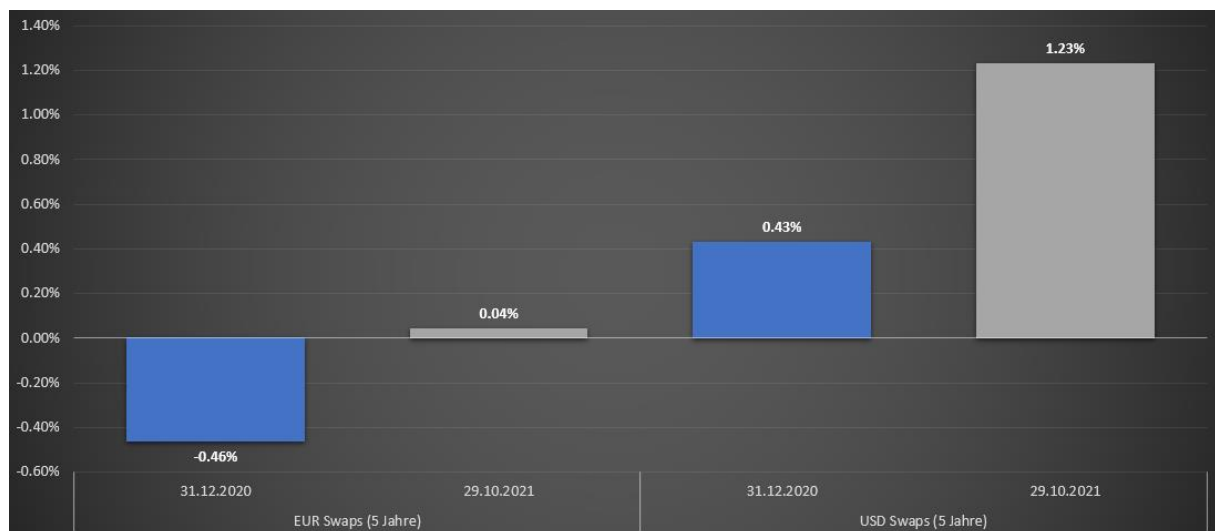
Ein ähnliches Bild präsentiert sich in den USA, wo bis Ende September die Underlyings gemäss Barclays 7.2% zulegten, während der S&P 500 15.9% höher notierte. Auch hier offenbart ein Blick auf die Sektoren, dass konjunktursensitive Bereiche wie Stahl, Öl & Gas Exploration, Bau oder Finanzen die Nase vorn hatten. Diese sind im Wandlermarkt weniger

stark repräsentiert. Dazu kommt eine schwache bis mässige Performance aus Asien, womit die Renditen der globalen Underlyings bloss im mittleren bis oberen einstelligen Bereich zu liegen kommen. Betrachtet man also die Performance der relevanten zugrunde liegenden Aktien anstelle des MSCI World, relativiert sich die Renditeerwartung für Wandelanleihen deutlich nach unten.

Das Rho

Bekanntlich sind die wichtigsten Performancetreiber von Wandelanleihen die Aktienkurse sowie die Kreditaufschläge. Dennoch sind Wandler festverzinsliche Papiere und weisen ein gewisses Zinsrisiko auf. Die effektive Duration oder eben das «Rho» sind Masse, um dieses zu erfassen. Auf Grund von verschiedenen Charakteristiken sind Wandelanleihen von Zinsveränderungen deutlich weniger betroffen als normale Anleihen. Im Mobilias Global Convertible Fund lag das Rho 2021 im Schnitt bei etwas über 200 Basispunkten. Bei einer Parallelverschiebung der Zinskurven um 100 Basispunkte nach oben hätte der erwartete Verlust folglich etwa zwei Prozent betragen. So markant war der Zinsanstieg in der Realität nicht (Grafik 2), trotzdem war der Einfluss spürbar. Wir berechnen einen negativen Performancebeitrag des Rho für globale Wandelanleihen seit Jahresbeginn von über einem Prozent.

Zinsanstieg EUR und USD (5 Jahres-Swapsätze)



Grafik 2. Quelle: Bloomberg 29.10.2021

Das Cheapening

Während des Kursfeuerwerks in amerikanischen Wachstumstiteln im letzten Jahr erfreuten sich Wandelanleihen einer ausgezeichneten Performance. Die hohe Nachfrage führte zu steigenden Bewertungen und bis Februar sogar einer leichten Überbewertung. Das Ende dieses klaren Trends in US Growth und die rege Emissionstätigkeit sorgten dann aber für

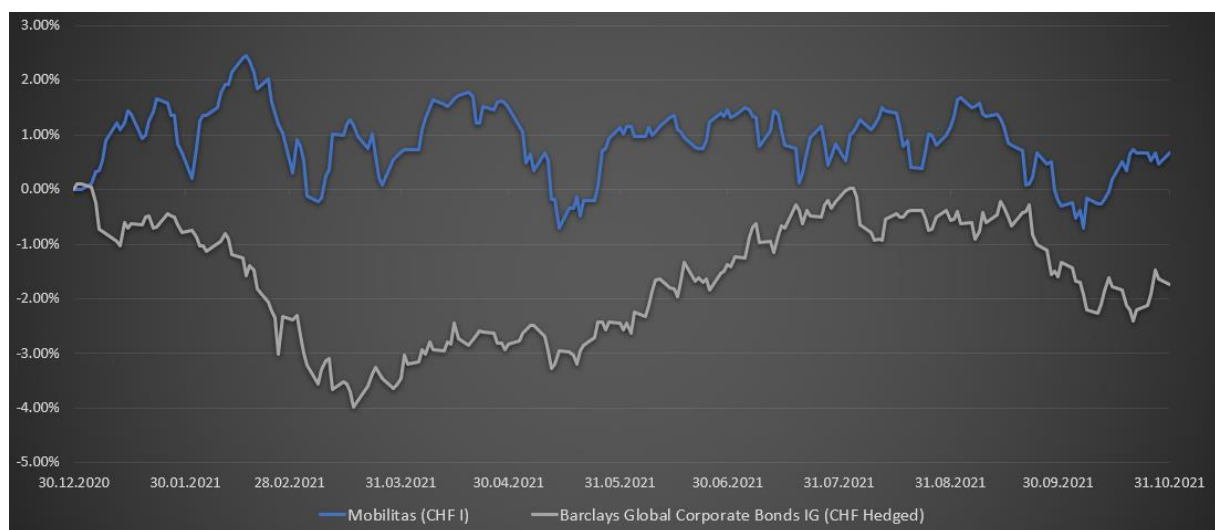
Abgabedruck und dadurch eine Verbilligung - ein sogenanntes «Cheapening» - von Wandelanleihen. In den letzten Wochen stiegen die Bewertungen zwar wieder an, trotzdem dürfte auch dieser Effekt mit rund einem halben Prozent die Gesamtperformance belastet haben.

Herrscht gute Nachfrage, wissen dies die Emittenten durchaus zu nutzen. Nahe dem Höhepunkt der Emissionswelle nahm z.B. Dropbox mittels zwei Wandelanleihen mehr als eine Milliarde Dollar auf. Wir werfen einen Blick auf die kürzere Tranche mit fünfjähriger Laufzeit. Auf Grund des hohen Zuspruchs wurde die Wandelprämie von den ursprünglich angegebenen 50-55% auf 65% erhöht. Die Aktie entwickelte sich seither durchaus erfreulich und legte 30% zu. Der Wandler allerdings partizipierte unter den Erwartungen. Er baute viel Prämie ab und notiert bei etwa 106% statt 110%, wobei auch die tiefere Volatilität eine Rolle spielte. Mit nun rund 35% Wandelprämie bei noch über 4 Jahren Restlaufzeit hat sich das Papier verbilligt und wirkt deutlich attraktiver als bei Emission.

Ganz anders Teladoc 1.25% 2027, die im Mai 2020 emittiert wurde. Zu diesem Zeitpunkt waren die Märkte noch nicht vollständig normalisiert und die Investoren übten sich in Zurückhaltung. Teladoc begab den Wandler mit einer Wandelprämie von 35%, was pro Jahr tiefen 5% entsprach. Dieses Jahr nun entwickelte sich die Aktie unerfreulich und notiert mittlerweile 20% tiefer als bei Emission. Die Wandelanleihe hingegen baute die Prämie auf rund 70% aus und notiert mit 104% noch immer über dem Ausgabepreis, ein deutliches «Richening»! Dieser Effekt fand 2020 im Zuge der Marktberuhigung auf breiter Front statt und trug wesentlich zu der aussergewöhnlich guten Performance im letzten Jahr bei.

Die Performance 2021

Defensive Wandelanleihen vs. Investment Grade Anleihen



Grafik 3. Quelle: Bloomberg. Zeitraum 30.12.2020 bis 29.10.2021



Gegenüber den gängigen Aktienindizes sehen Wandler dieses Jahr also - etwas salopp gesagt - blass aus. Die Gründe dafür sind aber nachvollziehbar. Insbesondere die Unterschiede zwischen den Indizes und den Underlyings der Wandelanleihen konnten wir als Hauptschuldige identifizieren. Die seit Jahresbeginn rund +2% des Refinitiv Global Focus Index stellen natürlich trotzdem kein Glanzlicht dar. Auch die etwa +1% der defensiven Strategien, die eher als Bond-Alternative anzusehen sind, werden kaum für knallende Champagnerkorken sorgen. Immerhin haben defensive Wandelanleihen den Anspruch, vor steigenden Zinsen zu schützen, erfüllt (Grafik 3), während dynamische Strategien nach dem herausragenden 2020 wohl noch auf Nachsicht zählen dürften.