

## Wandelanleihen 2021 – eine Zwischenbilanz

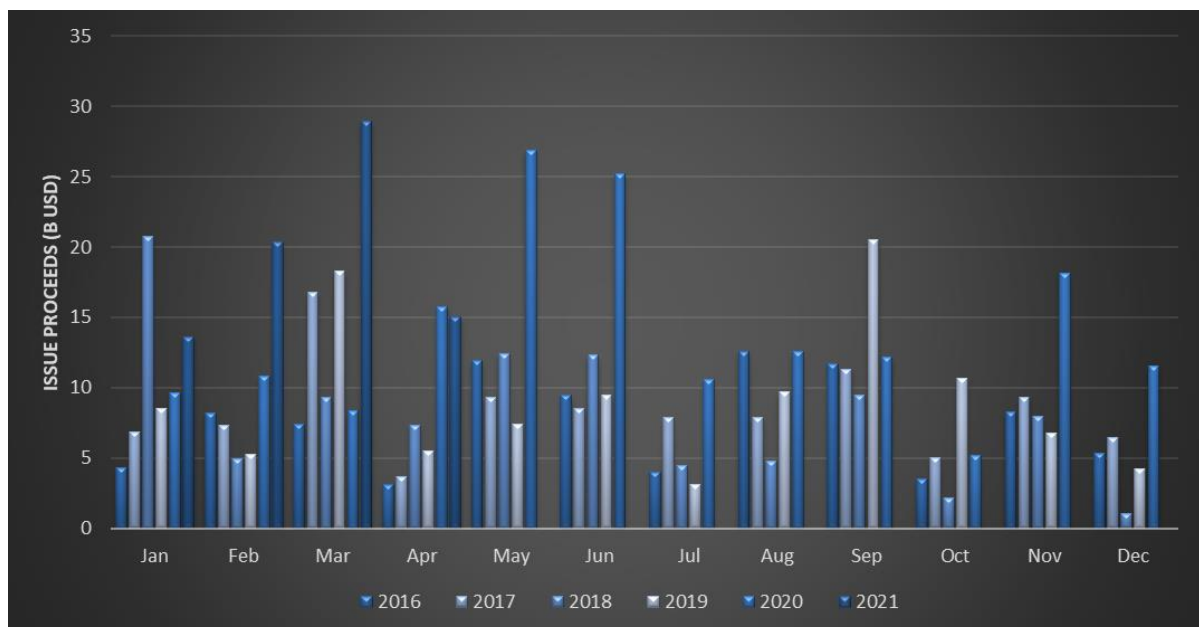
Wandelanleihen zeigten sich im vergangenen Jahr in Hinblick auf ihre Performance von der besten Seite. Das Jahr 2021 begann entsprechend mit einem Lächeln. Doch die Mimik veränderte sich zusehends zu einem Stirnrunzeln. Die meisten Aktienmärkte, insbesondere in Europa und den USA, erfreuen sich bis dato eines ansehnlichen Plus. Dennoch kämpfen die Wandelanleihen-Portfolios mit der Null-Linie.

Was ist mit den von Modellen errechneten Deltas passiert, mit der Partizipation an den Aktienkursgewinnen?

Zunächst ist, wie bereits in unserem Rückblick 2020 erwähnt, ein Performancevergleich von globalen Wandelanleihen-Strategien mit dem MSCI World nicht optimal. Zu stark sind die Abweichungen in der Sektorenverteilung. Ein Nasdaq weist zwar auch noch ein Plus auf (obwohl stark schwindend), doch liegen Bereiche wie Software oder Biotechnologie in den USA derzeit im Minus. Noch ärger traf es Titel aus der heissgelaufenen Solar- oder Wasserstoffbranche. Doch auch dies erklärt nicht die auffällige Differenz zu der erwarteten Partizipation. Woran also liegt es?

Eine weitere Antwort liefert ein Blick auf die Bewertungen der Wandelanleihen. Diese erholten sich nach dem Einbruch im März 2020 kontinuierlich (Grafik 3). Nun sind sie erneut unter Druck geraten. Auslöser war, neben gewissen Gewinnmitnahmen, eine wahre Emissionsflut in den letzten zwölf Monaten (Grafik 1).

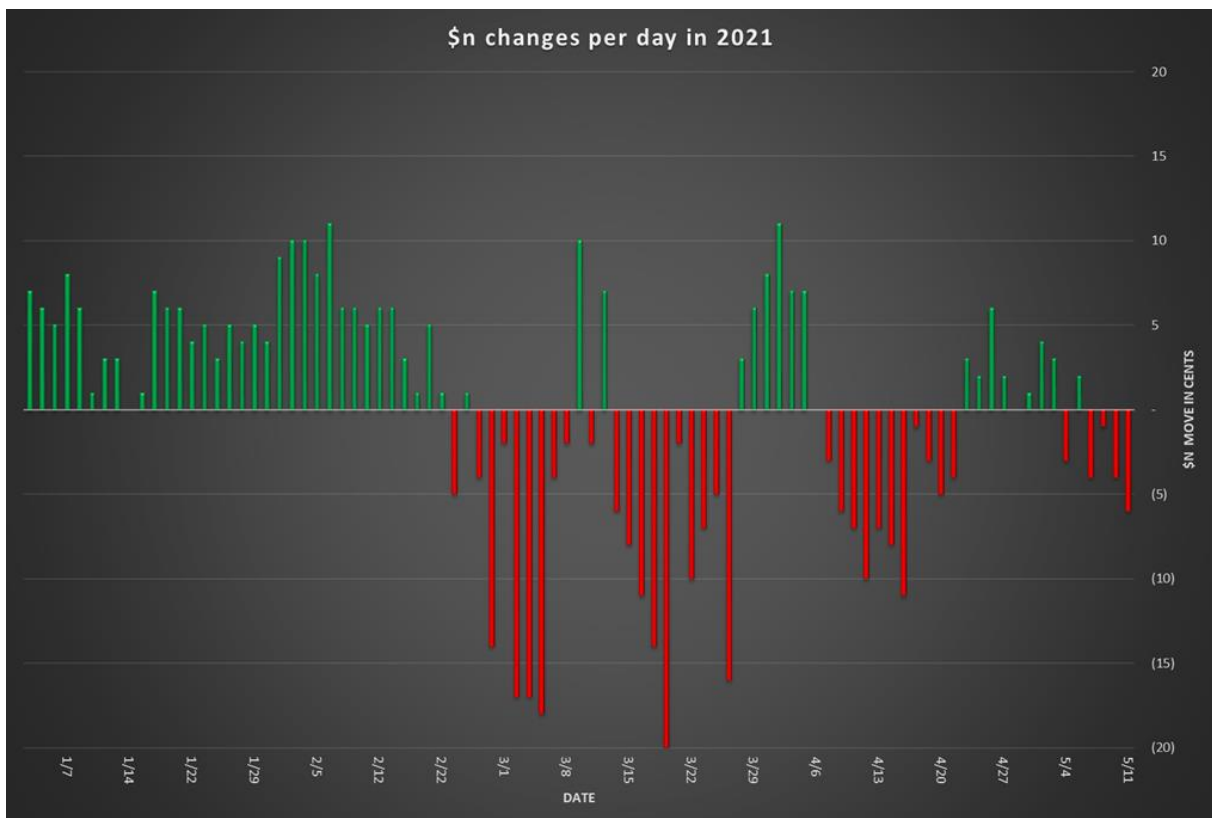
### Neuemissionen: Überblick 2016 - 2021



Grafik 1. Quelle: Refinitiv

Wie aus Grafik 1 ersichtlich, war der März 2021 in Hinblick auf Neuemissionen durchaus bemerkenswert. Grundsätzlich ist eine rege Emissionstätigkeit zu begrüßen, da sich das Universum erneuert und vergrößert. Um Neuemissionen erfolgreich am Markt platzieren zu können, müssen sie entsprechend attraktive Bewertungen aufweisen. Besonders wenn die Marktteilnehmer nicht wie ein Verdurstender in der Wüste danach suchen. Was mittel- bis langfristig erfreulich ist, kann kurzfristig aber auch schmerzen. Investoren geniessen den Vorteil, neue Papiere zu attraktiven Preisen erwerben zu können. Bestehende Papiere leiden aber manchmal darunter, wie aus der folgenden Grafik ersichtlich wird (Grafik 2). Diese zeigt die tägliche Veränderung der Wandlerbewertungen der Region USA, welche Spitzenreiterin bei den Neuemissionen war.

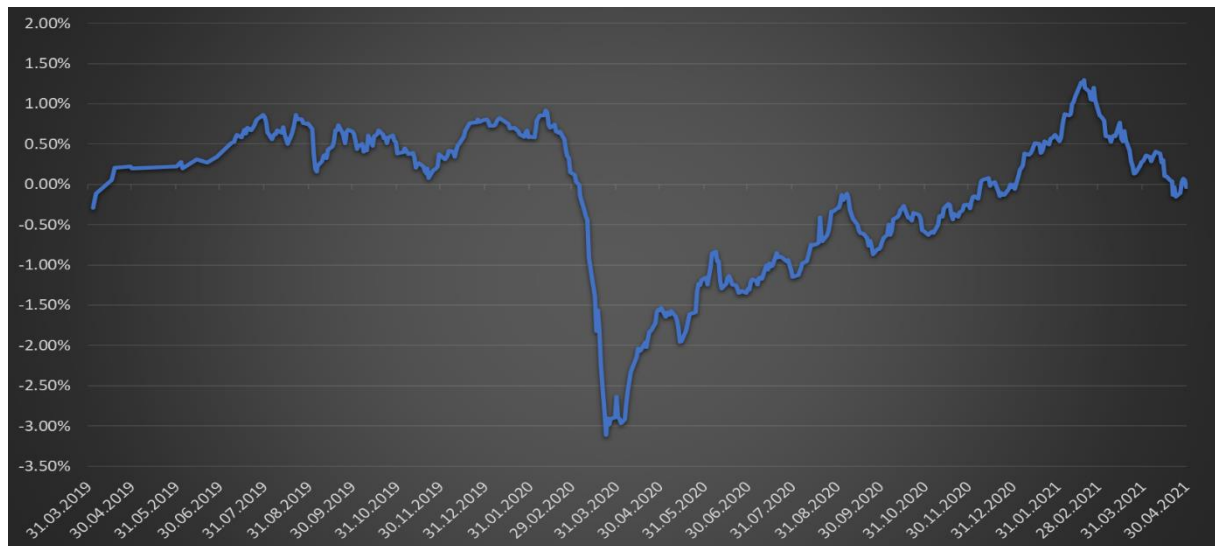
### Bewertungsveränderungen der Wandelanleihen USA (\$ neutral)\*



Grafik 2. Quelle: Nomura. \*\$ neutral change per day entspricht der Differenz zwischen der effektiven und der modellbasierten erwarteten Preisveränderung.

Zurzeit sind Wandelanleihen nach der Aufholjagd und anschliessenden Korrektur je nach Region wieder günstig bis fair bewertet. Auch wenn Europa und Asien nicht in gleichem Ausmass von einer Emissionswelle überrollt wurden, haben sich auch dort die Bewertungen angepasst. Die folgende Grafik 3 zeigt die relative Bewertung der Wandelanleihen im Mobilitas Global Convertible Fund. Basierend auf Modellen sind Wandler unter der Nulllinie günstig, darüber teuer bewertet.

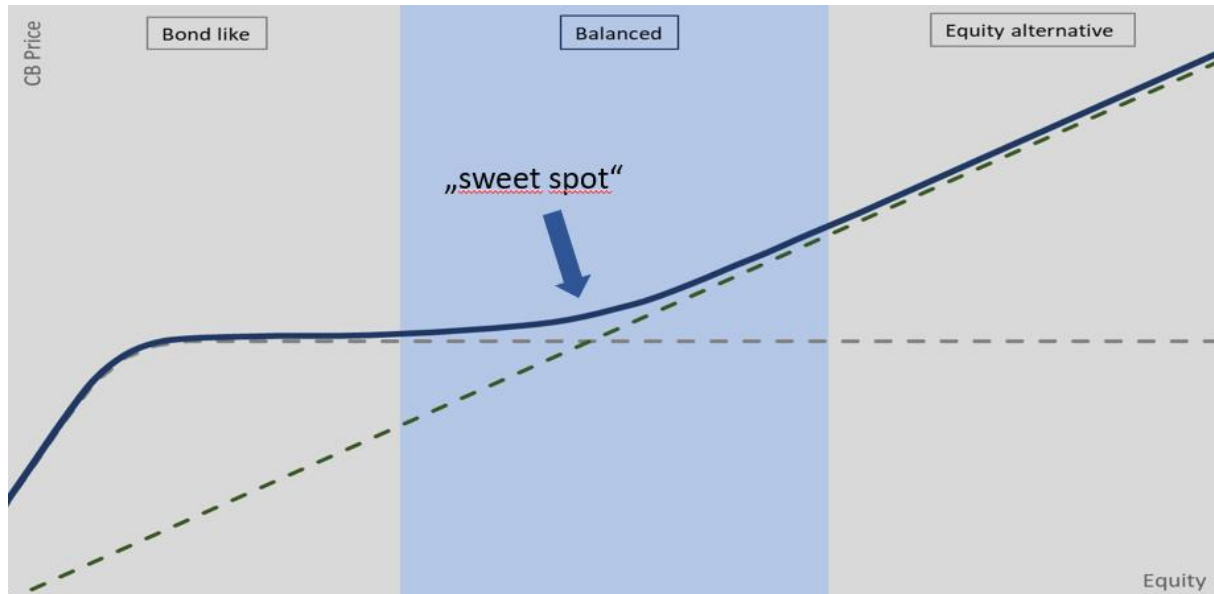
### Relative Bewertung der Wandelanleihen im Mobilitas Global Convertible Fund



Grafik 3. Quelle: Arve Asset Management AG, Zeitraum: 3. April 2019 bis 30. April 2021

Die hier gezeigten Werte sind Durchschnittswerte. Bei einzelnen Wandelanleihen wird gerne vom „Sweet Spot“ gesprochen. Damit ist der Bereich angesprochen, an welchem die Wandelanleihe die höchste Konvexität aufweist (Grafik 4). Natürlich ist es gerade diese Konvexität, welche Wandelanleihen attraktiv macht. Die Kehrseite der Medaille ist, dass Wandelanleihen in diesem Bereich am anfälligsten auf Bewertungsveränderungen sind. Aktiensensitive oder bondähnliche Papiere werden weniger beeinflusst.

## Kursverlauf Wandelanleihen

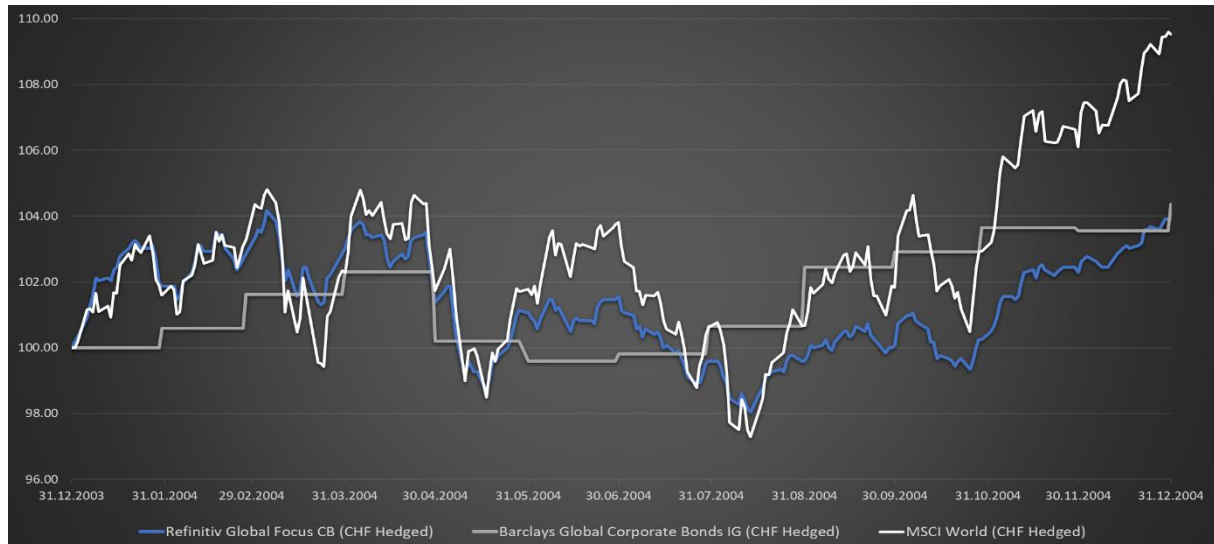


Grafik 4. Quelle: Arve Asset Management AG

Wandelanleihen-Portfolios (oder Indizes wie die Focus-Indexreihe von Refinitiv), die sich auf den Bereich mit der grössten Konvexität konzentrieren, sind folglich stärker von sogenanntem „Cheapening“ oder „Richening“ betroffen respektive begünstigt.

Es stellt sich nun die Frage, ob wir mit einer längeren Phase belastender Bewertungsänderungen rechnen müssen. In der Regel leiden die Bewertungen von Wandelanleihen in Stresssituationen wie 2008 oder März 2020. Längere Phasen sind eher selten. Gewöhnlich kann erwartet werden, dass die Rendite von Wandelanleihen in einem „normalen“ Jahr zwischen derjenigen von Aktien und Obligationen liegt. Dabei wird von stabilen Bewertungen ausgegangen. Wie in Grafik 3 ersichtlich, korrigieren Verwerfungen in der Bewertung rasch. Wer sich seit längerem mit der Anlageklasse befasst, erinnert sich an seltene Ausnahmen wie das Jahr 2004, als Wandelanleihen gegenüber Aktien und Obligation Mühe hatten, sich zu behaupten (Grafik 5).

## 2004: ein schwieriges Jahr für Wandelanleihen



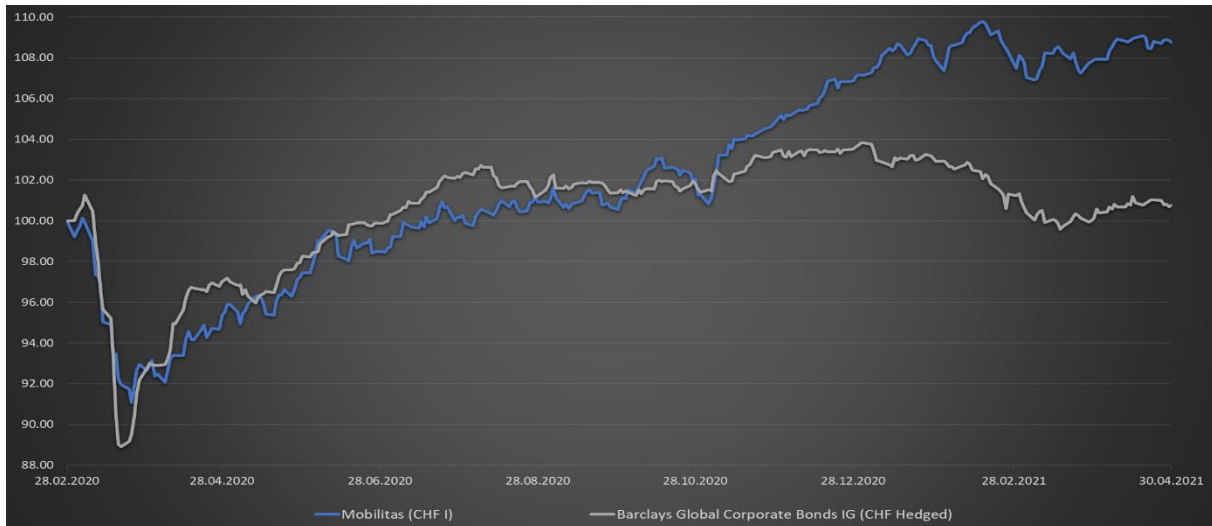
Grafik 5. Quelle: Bloomberg / Arve Asset Management AG, Zeitraum: 31. Dezember 2003 bis 31. Dezember 2004

Im aktuellen Umfeld schliessen wir aber eine Zins- und Spreadentwicklung wie 2004 aus, welche die Entwicklung von Unternehmensobligationen befeuern würde. Zudem gehen wir nicht davon aus, dass Wandelanleihen im Jahr 2021 einem anhaltenden Bewertungsdruck ausgesetzt sind. Das Angebot an Neuemissionen hat sich im April und Mai bereits beruhigt, was darauf hindeutet, dass das „Cheapening“ den Emittenten und Investmentbanken nicht verborgen geblieben ist. Der Markt befindet sich in einer guten Balance zwischen Long-Only Investoren und Hedgefonds.

Trotz der kürzlichen Bewertungskorrektur, welche durchaus auch Chancen bietet, erfreuen sich Wandelanleihen einer guten Nachfrage. Zum einen seitens Aktieninvestoren, welche ihr Risiko reduzieren wollen, zum anderen von Bondinvestoren, welche nach einer transparenten Alternative suchen.

Für die zweite Gruppe bieten defensive Strategien eine vernünftige Lösung an. Bei einer konsequenten Umsetzung erhält das Portfolio eine attraktive Diversifikation, wie der Vergleich des Mobilitas Global Convertible Fund mit dem Barclays Globale Corporate Bond Index (Investmentgrade) veranschaulicht (Grafik 6). Zu beachten sind insbesondere auch Risikokennzahlen wie Volatilität oder der maximale Drawdown (Tabelle 1).

## Performance Mobilitas vs. Barclays Global Corporate Bonds IG



Grafik 6. Quelle: Bloomberg/Arve Asset Management AG, Zeitraum: 28. Februar 2020 bis 30. April 2021

## Risikokennzahlen Mobilitas vs. Barclays Global Corporate Bonds IG

Fund	Mobilitas (CHF I)	Barclays Global Corporate Bonds IG (CHF Hedged)
CumRet	8.75%	0.77%
CAGR	7.39%	0.66%
Mean	7.33%	0.83%
Vol	5.96%	5.97%
Downside Vol	4.70%	4.94%
Skew	-1.23	-2.91
Kurt	4.35	21.82
VaR (para)	3.28%	3.79%
CVaR (para)	3.84%	4.35%
VaR (hist)	5.90%	6.66%
CVaR (hist)	7.13%	9.29%
Max DD	-9.02%	-12.21%
Max DD dur (days)	94	93
SharpeR	1.23	0.14
SortinoR	1.56	0.17
MarR	0.82	0.05

Tabelle 1. Quelle: Bloomberg/Arve Asset Management AG, Zeitraum: 28. Februar 2020 bis 30. April 2021

Als Fazit lässt sich sagen, dass Wandelanleihen immer für eine Überraschung gut sind. Die Korrektur in den Bewertungen eröffnet neue, attraktive Möglichkeiten. Mit der Wahl der passenden Strategie bieten sie einen interessanten Baustein, welcher zur Diversifikation in ihrem Portfolio einen soliden Beitrag leisten kann.