

11.09.2019 | Märkte

Starke Neuemissionstätigkeit bei den Wandelanleihen: warum nur, warum?

Nach dem vergangenen Rekordjahr mit knapp 100 Milliarden US-Dollar an Neuemissionsvolumen zeigen sich Wandelanleihen auch 2019 überdurchschnittlich wachstumsstark.



Alexander Mueller, Partner und Geschäftsführer der auf Wandelanleihen spezialisierten Züricher Investment-Boutique Holinger Asset Management

© Holinger Asset Management

Zeitgleich mit dem vergangenen Labor-Day Wochenende und der Rückkehr der US-amerikanischen Institutionellen aus der Sommerpause hat sich das Emissionskarussell mit über sieben weiteren Milliarden nun nochmals beschleunigt. Alleine in den USA wurden acht Wandler mit einem Gesamtvolumen von über fünf Milliarden US-Dollar aufgelegt, Europa verzeichnete vier und Asien eine Neuemission. Hier ist die Liste:

| Date | New Issue | Sector | Country | FX | Size (mio) |
|------------|-------------------------|-------------------------|-------------|-----|------------|
| 03.09.2019 | Edenred 0%/24 | Commercial Finance | France | EUR | 500 |
| 03.09.2019 | Wuxi App 0%/24 | Health Care | China | USD | 300 |
| 04.09.2019 | Insulet 0.375%/26 | Medical Equipment | USA | USD | 800 |
| 05.09.2019 | Encore Capital 3.25%/25 | Financial Services | USA | USD | 100 |
| 05.09.2019 | Aerie Pharma 1.5%/24 | Specialty Pharma | USA | USD | 275 |
| 05.09.2019 | Okta 0.125%/25 | Application Software | USA | USD | 1000 |
| 05.09.2019 | Zillow 1.375%/26 | Internet Based Services | USA | USD | 500 |
| 05.09.2019 | Zillow 0.75%/24 | Internet Based Services | USA | USD | 600 |
| 05.09.2019 | NextEra 4.872%/22 | Utilities | USA | USD | 1500 |
| 05.09.2019 | Veolia Environm 0%/25 | Utilities | France | EUR | 500 |
| 06.09.2019 | Lafarge Holcim 0%/22 | Cement | Switzerland | EUR | 750 |
| 06.09.2019 | Talend 1.75%/24 | Infrastructure Software | France | EUR | 125 |
| 09.09.2019 | Invitae 2%/24 | Health Care | USA | USD | 300 |
| 10.09.2019 | MTU Aero 0.05%/27 | Aircraft & Parts | Germany | EUR | 500 |

Quelle Bloomberg

Was bedeutet steigende Emissionstätigkeit und was lässt sich daraus ablesen?

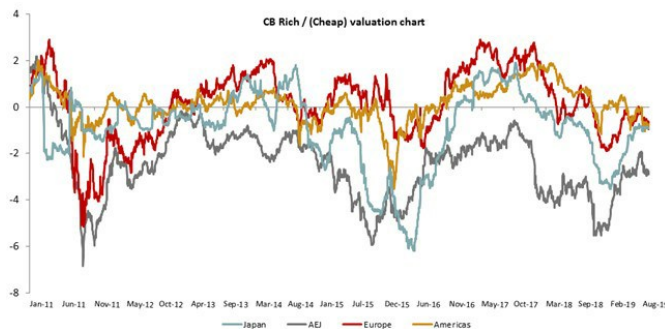
"Steigende Emissionstätigkeit ist grundsätzlich zu begrüßen und bedeutet für den Investor nichts anderes als eine Vervielfältigung von Auswahlmöglichkeiten, indem sie das bestehende Anlageuniversum durchmischt und verbreitert", sagt Alexander Müller. "Unmittelbar begünstigt sie somit den Diversifikationsgedanken, der für die risikoadjustierte Renditebetrachtung nicht hoch genug bewertet werden kann. Zunehmendes Emissionsvolumen deutet weiterhin auf höhere Aktivität und Handelbarkeit hin und verbessert die Liquidität der Anlageklasse."

Wandler gelten heute als eines der günstigsten Anlagesegmente

Mit dem nachlassenden Interesse seitens der großen institutionellen Investoren und den daraus resultierenden Nettomittelabflüssen bei vielen Wandelanleihenfonds hat sich die Anlageklasse in den letzten beiden Jahren strukturell vergünstigt. "Bei der Kapitalmarktplatzierung neustrukturierter Wandelanleihen müssen die Syndikatsabteilungen der Investment Banken bei der Ausgestaltung der Konditionen Anlegern dadurch heute stärker entgegenkommen", beobachtet Müller. "Mit anderen Worten: Preislich zeigen sich die heutigen Wandlerstrukturen weniger teuer als in der Vergangenheit. In der direkten Gegenüberstellung mit vergleichbaren risikobehafteten Anlagen wie Aktien oder High Yield Bonds sind sie äußerst kompetitiv gepreist und attraktiv bewertet."

Sämtliche Regionen handeln derzeit unter theoretischem Wert

Das zeigt die folgende Grafik, die die Marktbewertung der Wandelanleihen gegenüber ihrem theoretischem Wert abbildet.



Quelle: Nomura

Emissionstrends mit mehrdeutiger Signalwirkung

Schwieriger zu beantworten ist die nachgelagerte Frage der Signalwirkung und deren Interpretation, welche zunehmende Emissionstätigkeit aussendet. Müller dazu: "Betrachtet man die Vielzahl an Emissionstrends im Laufe der letzten 30 Jahre, ist es trotz auffälliger Unterschiede und Ausprägungen selbst im Nachhinein selten möglich, renditerelevante Rückschlüsse auf das Preisverhalten einzelner Segmente zu ziehen, geschweige denn, dass sie der Prognosefähigkeit für zukünftige Marktentwicklungen gedient hätten. Gelegentlich sind auch die Kapitalmärkte vor gewissen Modetrends nicht gefeit, deren Entstehen und Auflösen sich einer tieferen

Bedeutung entzieht." Ein anschauliches Beispiel stellt der noch nicht lange bestehende Trend der Herausgabe ultralanger Staatsanleihen mit Laufzeiten von 70 bis 100 Jahren dar, deren Sinn sich der Anlegermehrmehrheit zu Beginn nicht erschloss, heute aber Kopfzerbrechen ganz anderer Art bereitet, nachdem die todlangweilig geglaubten Staatspapiere durch eine kollabierende Zinsstruktur in wenigen Monaten mit Kursgewinnen von 50 Prozent und mehr glänzen.

Primärmarkt mit ausgeprägtem Tilt zu disruptiven Sektoren

Bei den Wandlern haben wir es seit bereits geraumer Zeit mit einem besonders auffälligen Muster zu tun: ein erheblicher Teil des Neuemissionsvolumens geht auf US-amerikanische Schuldner aus dem Technologie- oder Biotechnologiebereich zurück. Beim Versuch eine Erklärung zu finden, weshalb es beim Gang an den Kapitalmarkt vornehmlich wachstumsorientierte Technologieunternehmen zur Wandelanleihe drängt, bieten sich folgende Antworten an: vielen disruptiven Geschäftsmodellen ist gemein, dass die Vision das größte und oft einzige Asset ihrer Dasensberechtigung darstellt. Um diese Vision so rasch wie möglich zu realisieren und von der Gegenwart schnellstens in die Zukunft katapultiert zu werden, benötigt es Unmengen an Treibstoff in Form von Kapital oder Kredit. Weil Kapital (Equity) teurer als Kredit, reiner Kredit (Levered Loan, High Yield Bond) wiederum teurer als hybrider Kredit (Convertible Debt) ist, fällt die Wahl der Finanzierung oft ganz natürlich auf die Wandelanleihe.

Rendite ergibt sich aus dem künftigen Verlauf

Als Finanzierungsinstrument verkörpere sie das Pendant zum Vorbezug von bereitstehenden Fremdmitteln, indem sie eine implizite Kapitalerhöhung zu günstigeren Konditionen durchführe, die allerdings erst für die Zukunft vorgesehen sei, so Müller weiter. Beiden, sowohl dem Geschäftsmodell, als auch der Wandelanleihe, liege dieselbe gleichgerichtete Grundidee zugrunde, dass Rendite nicht in der Gegenwart zu suchen sei, sondern sich aus dem Zukunftsverlauf ergebe: "Mit dem Verzicht auf heutigen Ertrag ergibt sich die Aussicht auf überproportionales zukünftiges Renditepotential. Ähnlich wie dieses im Fall der Wandelanleihe typischerweise nicht vom Kupon, sondern der Phantasie auf Aktienkurssteigerungen lebt, nährt sich die Rendite disruptiver Technologieunternehmen nicht aus Dividenden- oder Kuponzahlungen, sondern ebenfalls aus der Phantasie auf ein parabolisches Anwachsen der Marktkapitalisierung."

Zunehmende Emissionstätigkeit begünstigt Diversifikationsgedanken nur bedingt

So interessant die gedankliche Auseinandersetzung über den Zusammenhang disruptiver Geschäftsmodelle und deren Finanzierung via Wandelanleihen sein mag, wiegt hier die Erkenntnis schwerer, dass es sich bei der wachsenden Primärmarktaktivität nicht um ein globales Phänomen handelt, sondern hauptsächlich auf die USA und dort wiederum auf wenige disruptive Sektoren beschränkt bleibt. Somit ist der wichtige Diversifikationsgedanke zu relativieren, einem nicht unmittelbar ersichtlichen Konzentrationsvorgang dagegen höhere Beachtung zu schenken. Prima facie muss diese Entwicklung nicht notwendigerweise schlecht sein, per Stand heute konnte die ausgeprägte Sektorkonzentration einen äußerst positiven Renditebeitrag leisten. Analog zur Aktienseite befinden sich die maßgeblichen Indextreiber in den disruptiven Sektoren, ohne diesen Tilt sähe die sehr zufriedenstellende Performance der Anlageklasse nicht ganz so gut aus.

Wandelanleihen als Finanzierungsform für die Geschäftsmodelle der Zukunft?

Neben dem positiven Renditebeitrag lässt sich dem starken Emissions-Tilt hin zu Technologie weiter abgewinnen, dass es offensichtlich möglich ist, mit traditionellen Finanzinstrumenten (Convertibles sind definitiv "Old School") am Aufschwung zukunftsgerichteter und höchst innovativer Geschäftsmodelle teilzuhaben. "Ob es der Wandelanleihe letztlich zur Ehre gereichen wird, dass sie von den Unternehmen von morgen als Finanzierungsvehikel auserkoren wurde, oder ob es ihr wie Teer anhaften wird, falls der große Traum disruptiver Transformation wie eine Seifenblase zerplatzt, wird sich weisen", gibt Müller zu bedenken.

Tesla plakativstes Beispiel für diesen binären, noch völlig unvorhersehbaren Ausgang

Der disruptive Autobauer Tesla ist einer der größten Wandelanleihen-Emittenten mit vier ausstehenden Laufzeiten am Markt. Bis jetzt hat der gegenwärtige Emissionstrend genau in jenen Segmenten stattgefunden, in welchen zuletzt die Musik spielte. Darin liegt zugleich aber auch die Kehrseite, denn mit dem Verstummen der Musik endet auch jeglicher Tanz abrupt. Müller: "Sollte der starke Outperformance-Trend im Technologiebereich eines Tages in eine Korrektur umschlagen, sieht sich der indexnahe Wandelanleihenmanager einem realen Klumpenrisiko und der Konfrontation mit unerwünschten Konsequenzen ausgesetzt. Die gedankliche Zerteilung der Welt in bislang bewährte und unerprobt zukunftsweisende Geschäftsmodelle mit dem heutigen Trend zur Konzentration beinhaltet also sowohl positive wie negative Aspekte. Weil sich diese jedoch nicht einfach gegeneinander aufrechnen lassen, gestaltet sich der Versuch einer abschließenden Bewertung äußerst diffizil."

Umgang mit Risiko heute mehr denn je Definitions- und Stilfrage

Mit dem Verflüchtigen des risikofreien Ertrags haben sich bei der Jagd nach Rendite in den Investitionsströmen vielerorts ungekannte Konzentrationserscheinungen gebildet, die in der Risikobetrachtung Neuland darstellen und deren Risikorelevanz bis heute nicht ausreichend bemessen werden kann. Auf Ebene des Managers ist letztlich entscheidend, sich diesem neugelagerten Phänomen von Risiko innerhalb des eigenen Anlageuniversums bewusst und wissentlich gewillt zu sein, das Risiko zu tragen oder sich dagegen auszusprechen. Für den Anleger stellt sich dabei unwillkürlich die kategorische Stilfrage, ob er sich in seinem Wandelanleihenmanager den indexorientierten, eher passiven oder aber den explizit benchmarkunabhängigen und aktiveren Typus wünscht. Die Beantwortung der Frage geht einher mit dem Verständnis von Risiko, ob Risiko relativ, als das negative Abweichen von der Benchmark definiert, oder eher absolut, als reines Ausmass tatsächlichen Verlustes betrachtet wird. Ist sich der Anleger seiner Präferenz bewusst und ist die Entscheidung getroffen, gilt es im letzten Schritt zu überprüfen, ob der gewählte Anlagestil hält was er verspricht und sich das Anlageergebnis tatsächlich durch die Stilvorgabe erklärt.

Strukturelle Emissionstrends beeinflussen Risiko-Rendite-Charakteristik der Benchmarks

Wenngleich die Signalkraft erkennbarer Muster bei strukturellen Emissionstrends die Frage nach der Prognosefähigkeit der Marktentwicklung nicht schlüssig beantwortet, liefert sie unzweideutige Informationen zur derzeitigen Beschaffenheit der Anlageklasse. "Am auffälligsten zeigt sich dies beim Vergleich einzelner Wandelanleihenindizes zueinander und in der Betrachtung über längere Zeiträume miteinander", weiß Müller.

Äußerlich wirken Wandelanleihenindizes relativ statisch

So sind etwa auch über längere Zeiträume weder die Aktiensensitivität noch die regionale Gewichtung starken Schwankungen unterworfen. Dieser statische Schein kann trügen, denn er beruht auf aggregierten Durchschnittswerten, die keine Informationen darüber liefern, was sich unter der Indexoberfläche befindet und welche Veränderungen dort vor sich gehen. Dies lässt sich gut an dem wohl am meisten verwendeten Wandelanleihenindex, dem TR Global Focus verdeutlichen.

Es brodelt unter der Oberfläche

Müller analysiert: "Vergleicht man die heutige Aktiensensitivität (Delta von 48 Prozent) mit der vor zwei Jahren (Delta von 46 Prozent), fällt die Zunahme kaum auf. Ähnliches gilt für die Gewichtung der größten Region, den USA: dort ist das Gewicht in zwei Jahren kaum nennenswert von 38 auf 42 Prozent angestiegen. Auf den ersten Blick entsteht somit der Eindruck eines unveränderten Risiko-Rendite-Profiles. Tatsächlich unterscheidet sich das heutige Profil insofern wesentlich, als die Gewichtung des Technologiesektors innerhalb von zwei Jahren von 20 auf 27 Prozent angestiegen ist. Weil die Technologiewandler jedoch größtenteils US-Emittenten mit einem überdurchschnittlich hohen Delta sind, drängt sich die Schlussfolgerung auf, dass die heutige Aktiensensitivität wie gleichermaßen die US-Gewichtung eine andere Qualität besitzen als noch vor zwei Jahren." Ein Blick auf die 10 größten aktiengewichteten Indextitel stützt diese These zusätzlich: bei sämtlichen handelt es sich um Technologiewerte, bis auf den Japaner Sony entstammen alle der US-Region.

US-Wandler lassen Europa und Asien alt aussehen

Die starke Outperformance von US-Wandlern überrascht kaum, eher wohl ihr signifikanter Beitrag innerhalb der Gesamtbetrachtung des TR Focus Index.



Der wesentlich breiter gefasste TR Global CB Index mit seinen knapp 450 Titeln spiegelt den Tilt ebenfalls: über lange Zeit mit je ca. 20% Gewichtung von den beiden Sektoren Industrials und Financials beherrscht, wird der Index heute mit Abstand vom Technologiesektor (26%) dominiert. Das zeigt die folgende Tabelle.

TR Global CB Index ist heute ordentlich Tech-lastig

| | | | |
|-----------------|-----|--------------|-----|
| Technology | 26 | Chemicals | 4.1 |
| Telecoms | 9.1 | Steel/Metals | 3.9 |
| Industrials | 8.9 | Oil & Gas | 3.2 |
| Pharmaceuticals | 7.6 | Transport | 2.3 |
| Financials | 7.8 | Construction | 2.1 |
| Disruptive | 6.6 | Healthcare | 1.9 |

| | | | |
|-----------|-----|--------------|-----|
| Property | 6.6 | Leisure | 1.6 |
| Utilities | 6.3 | Food & Drink | 1.3 |
| Retail | 3.9 | Media | 1 |
| Services | 3.2 | Other | 1 |

Isolierte Risikokennzahlen tragen selten Informationsgehalt

Die daraus gewonnene Erkenntnis liegt darin, dass wichtige Risikokennziffern wie beispielsweise das Delta als Maß für die Aktiensensitivität isoliert betrachtet relativ wenig Aussagekraft besitzen. Erst in qualifizierter Darstellung und der Einbettung in den richtigen Kontext lassen sie sinnvolle Rückschlüsse auf Natur und Ausmaß des abzuschätzenden Risikos zu.

Quicklebendige Anlageklasse trotz Schattendasein

Was lässt sich - losgelöst vom strukturellen Emissionstrend mit seinem ausgeprägten Bias zu disruptiven Emittenten, der weder gut noch schlecht sein muss, auf alle Fälle aber im Auge behalten werden sollte - sonst noch zu den Wandlern sagen? "Wenig - mit einer Performance von +10,5 Prozent gegenüber +15,6 Prozent (year-to-date in US-Dollar) bei globalen Aktien liefern sie und halten ihr Versprechen von aktienähnlichem Renditepotential bei deutlich geringerem Risiko. Und selbst wenn sie ein vergleichsweise unspektakuläres Eigenleben unter dem gängigen Anlageradar führen, ist die Anlageklasse voll auf Höhe der Zeit und dabei quicklebendig - die starke Emissionstätigkeit mit ihrem auffälligen Tilt zu wachstums- und zukunftsorientierten Sektoren kann nicht anders als ein weiterer Hinweis darauf gedeutet werden", stellt Müller fest.

Fazit

Dass Wandelanleihen vor diesem Hintergrund heute ironischerweise weniger im Anlagefokus stehen als noch vor wenigen Jahren muss ihnen dabei nicht zum Nachteil gereichen, sofern mangelndes Anlegerinteresse als probater Schutz vor Überhitzungserscheinungen und Blasenbildung betrachtet wird. (kb)