

**» Nachhaltige
Wandelanleihen:
ein attraktiver Teilbereich
der Convertibles-
Anlageklasse**

**Alexandre Fade, Senior Portfolio Manager,
Convertible Bonds**
Januar 2022

Zusammenfassung

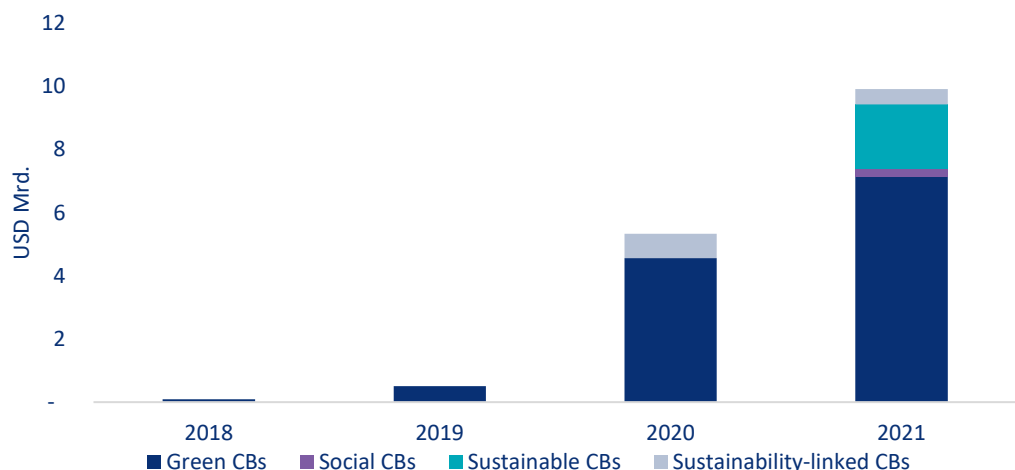
- Wir erläutern die Gründe für den starken Anstieg des Emissionsvolumens bei nachhaltigen Wandelanleihen, die veränderte Einstellungen vieler Anleger widerspiegeln.
- Wir teilen die unterschiedlichen Arten „grüner“ Anleihen, die am Markt inzwischen angeboten werden, in Kategorien ein und erläutern, inwiefern dabei Geld für bestimmte Projekte eingesammelt wird oder ob konkrete Performanceziele erreicht werden sollen. Ein Verständnis der Payoff-Struktur jedes Wertpapiers ist daher unerlässlich.
- Durch die unterschiedlichen Arten von Strukturen und Emittenten bei nachhaltigen Wandelanleihen ist ein heterogenes Preisumfeld entstanden. Die kurzfristige Wertentwicklung nach der Erstemission war jedoch im Durchschnitt positiv. Wir analysieren, welche Faktoren die Wertentwicklung beeinflussen und welche Rolle die Preisgestaltung bei Emissionen spielt.

Entsprechend dem Trend an den klassischen Anleihemärkten ist das Emissionsvolumen mit dem Etikett „nachhaltig“ auch bei Wandelanleihen in den letzten Jahren exponentiell gewachsen. Allein 2020 kamen Convertible Bonds (kurz Convertibles oder CBs) mit ESG-Bezug im Volumen von über 5 Mrd. USD auf den Markt – ein Plus von rund 1000% gegenüber dem Vorjahr. Auch 2021 war ein Rekordjahr: Das Emissionsvolumen erhöhte sich um 86% auf 9.9 Mrd. USD. Insgesamt entfielen 2021 etwa 7.4% der gesamten Emissionen in dem Bereich auf ESG-Wandelanleihen, und wir rechnen mit einer weiteren Zunahme in den nächsten Jahren.

Angesichts des grossen Interesses von Anlegern, die sich eine stärkere Betonung von ESG-Faktoren in ihren Portfolios wünschen, ist dies eine erfreuliche Entwicklung. Berücksichtigt man Erkenntnisse aus sporadischen Berichten und bedenkt die aussergewöhnlich hohe Nachfrage nach Anleihen dieses Typs, entsteht jedoch der Eindruck, dass es einen Haken geben könnte. Einige Marktteilnehmer sind der Ansicht, dass diese Papiere möglicherweise zu teuer und mit einer weniger interessanten Struktur ausgestattet sind, mit potenziell negativen Auswirkungen auf die Wertentwicklung.

In den folgenden Abschnitten präsentieren wir die Erkenntnisse, die wir über die jüngsten ESG-Emissionen in der Convertibles-Anlageklasse gewonnen haben. Wir wollten herausfinden, ob Nachhaltigkeit tatsächlich nur auf Kosten der Qualität der Struktur zu haben ist und ob Anleger dadurch Abstriche bei der Wertentwicklung in Kauf nehmen müssen.

Abbildung 1: Emissionsvolumen bei ESG-Wandelanleihen in den letzten Jahren (USD Mrd.)



Quelle: Bloomberg, Fisch Asset Management

Überblick: Die neuen Arten von nachhaltigkeitsbezogenen („ESG-linked“) Wandelanleihen

Nachdem „grüne“ Anleihen den Investoren neue Möglichkeiten im ESG-Bereich eröffnet haben, ist die Vielfalt bei den Neuemissionen grösser geworden. Dies wollen wir im Folgenden näher erläutern.

Grüne Wandelanleihen

Emittenten verwenden die Emissionserlöse gezielt zur Finanzierung klima- oder umweltbezogener Projekte. Das Gros der Emittenten grüner Wandelanleihen findet man im Bereich der erneuerbaren Energien und des Elektrofahrzeugbaus, sowie in den zugehörigen Wertschöpfungsketten (z. B. Abbau von seltenen Erden, die für die Magnete von Elektromotoren benötigt werden). Unter den ESG-gebundenen Wertpapieren in dieser Anlageklasse sind grüne Wandelanleihen der häufigste Typ.

Soziale Wandelanleihen

Dieser Typ von nachhaltigkeitsbezogenen Anleihen ist seltener anzutreffen. Emittenten sind meist Unternehmen, die sich an den „Social Bond Principles“ (SBP21) orientieren. Der Erlös von Emissionen muss für neue oder bestehende Projekte mit positiven sozialen Auswirkungen verwendet werden. Darüber, ob die angestrebten Ziele erreicht worden sind oder nicht, berichtet der Emittent in der Regel selbst – insofern empfiehlt sich für Anleger besondere Sorgfalt bei der Titelauswahl.

Beispiel: Ein Gesundheitsunternehmen nimmt Kapital auf, um eine stabile Versorgung mit sicheren medizinischen Geräten (Dialysatoren) zu gewährleisten, die das Leben von Patienten retten und ihnen eine bessere Lebensqualität ermöglichen. Diese Projekte beziehen sich auf die SDG-Kategorie „Zugang zu elementaren Dienstleistungen“ (SDG steht für „Sustainable Development Goals“, deutsch „Ziele für eine nachhaltige Entwicklung“) gemäss der Definition in den „Social Bond Principles“.

Nachhaltige Wandelanleihen

Manchmal verfolgen Unternehmen Projekte mit ökologischem Nutzen, die zugleich positive soziale Auswirkungen haben können (und/oder andere Aspekte innerhalb des Rahmenwerks der „Ziele für eine nachhaltige Entwicklung“ positiv beeinflussen). In diesen Fällen dient eine Nachhaltigkeitsanleihe zur Finanzierung von Projekten, die übergreifende positive Auswirkungen auf die Gesellschaft haben sollen, ohne an ganz spezifische grüne oder soziale Ziele gebunden zu sein.

Ein Beispiel sind Anleihen mit dem Zweck, in besseren Zugang zu Bildung oder in energieeffizienteren, erschwinglicheren Wohnraum zu investieren – ökologische und soziale Effekte sind hier miteinander verwoben.

Sustainability-Linked Convertible Bonds (SLCBs)

SLCBs, so genannte nachhaltigkeitsgebundene Wandelanleihen, sind innovative Instrumente, denen bestimmte nachhaltigkeitsbezogene Leistungsziele, abhängig von der Nachhaltigkeitsstrategie des jeweiligen Emittenten, zugrunde liegen. Die Struktur der Anleihen enthält bestimmte Vorgaben in Form von Leistungsindikatoren (KPIs für „Key Performance Indicators“), die innerhalb eines festgelegten Zeitraums erreicht werden müssen. Beispiel: „Prozentsatz der Recycling-Materialien, die in der Fertigung bis zum Zieljahr 2030 eingesetzt werden“.

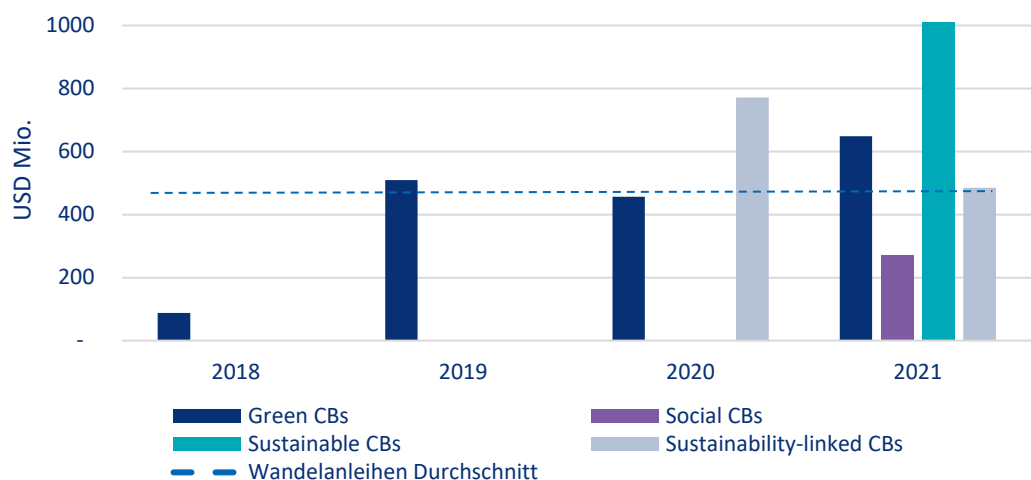
Wird das Ziel verfehlt, kommt eine „Step-up“-Klausel zum Tragen, und der Kupon der Anleihe erhöht sich.

Die Besonderheit der Struktur liegt darin, dass SLCBs im Unterschied zu klassischen grünen und sozialen Wandelanleihen nicht an ein bestimmtes Projekt gebunden sind. Ihr Emissionserlös kann somit für allgemeine Zwecke eines Unternehmens verwendet werden, das unterdessen bestrebt ist, die festgelegten KPIs zu erreichen.

Werden nachhaltigkeitsbezogene Wandelanleihen mit einem Aufschlag emittiert?

Wir haben sämtliche ESG-gebundenen Wandelanleihen, die in den letzten vier Jahren aufgelegt wurden, untersucht und mit dem Gesamtuniversum verglichen, um mögliche Abweichungen ausfindig zu machen. Hierzu definierten wir ein Vergleichsuniversum, das alle nicht strukturierten, nicht vorrangigen „Standard“-Wandelanleihen umfasst, die in den letzten vier Jahren emittiert wurden und die aktiv gehandelt werden. Das Emissionsvolumen musste mindestens 50 Mio. USD betragen. Dadurch sollte eine objektive Vergleichsgrundlage geschaffen werden, die das für Convertibles-Investoren relevante Anlageuniversum berücksichtigt.

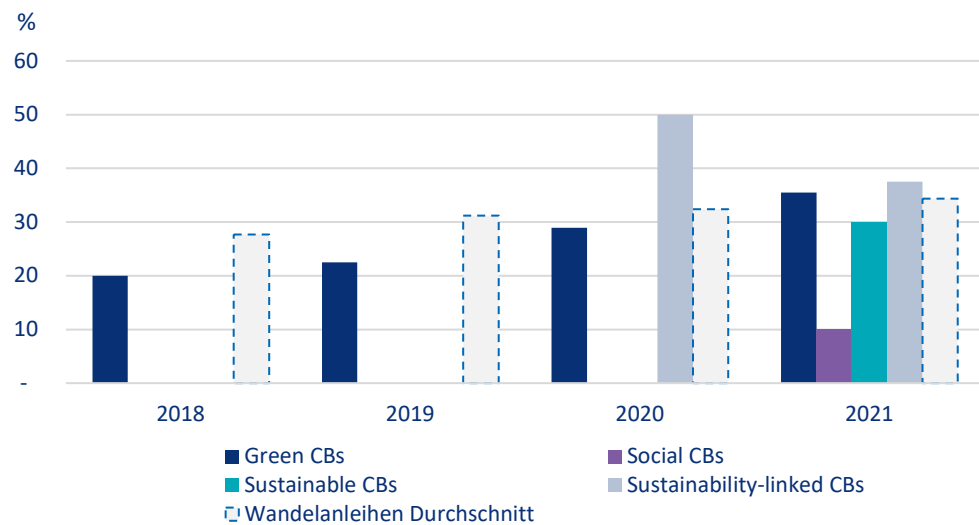
Abbildung 2: Durchschnittliches Emissionsvolumen nach ESG-Typ bei Wandelanleihen (Mio. USD)



Quelle: Bloomberg, Fisch Asset Management

Das Emissionsvolumen ist einer der wesentlichen Faktoren, die eine ausreichende Liquidität am Sekundärmarkt sicherstellen. Mit 565 Mio. USD ist das durchschnittliche Emissionsvolumen bei ESG-gebundenen Anleihen vergleichsweise gross (Gesamtuniversum: durchschnittlich 455 Mio. USD). Dies und das Jahr für Jahr steigende Emissionsvolumen zeugen von der wachsenden Vertrautheit der Anleger mit den Strukturen dieser Papiere, aber auch mit den Eigenschaften der Unternehmen, die ESG-gebundene Anleihen auf den Markt bringen.

Abbildung 3: Durchschnittliche Höhe des anfänglichen Aufschlags (Premium) nach ESG-Typ bei Wandelanleihen

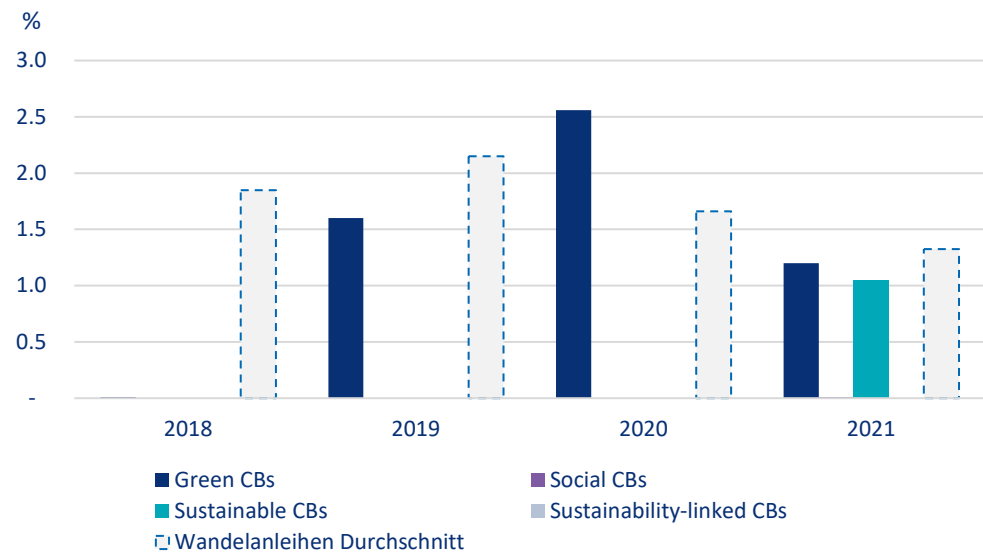


Quelle: Bloomberg, Fisch Asset Management

Der anfängliche Aufschlag einer Wandelanleihe am Primärmarkt (Betrag, um den ihr Kurs den aktuellen Wert der Aktie übersteigt, in die sie umgetauscht werden kann) ist insofern von Bedeutung, als er eine wichtige Komponente der zukünftigen Kursentwicklung darstellt. Ein hoher Aufschlag bei der Emission hat einen dämpfenden Effekt auf die spätere Kursentwicklung der Wandelanleihe verglichen mit der Performance der zugrunde liegenden Aktie. Wegen des starken Interesses, das viele Marktteilnehmer an nachhaltigen Anleihen zeigen, würde man eigentlich erwarten, dass durchweg höhere Aufschläge in diese Strukturen eingebettet sind. Unsere Untersuchung offenbart jedoch im Durchschnitt keinen nennenswerten Unterschied zum nicht ESG-gebundenen Universum. In bestimmten Teilbereichen sind Differenzen dennoch deutlicher erkennbar.

Genauer gesagt wurden **grüne Wandelanleihen** in der Vergangenheit mit einem **Abschlag von rund 4%** auf den Markt gebracht. Dafür sehen wir zwei wesentliche Gründe: Erstens umfasst das Universum der grünen Wandelanleihen viele jüngere Unternehmen, deren Geschäftsmodelle noch nicht sehr ausgereift sind, und zweitens bedingt der investitionsintensive Charakter der meisten dieser Geschäftsmodelle (Investitionen im Bereich erneuerbare Energien, Produktion von Elektrofahrzeugen), dass die Finanzlage der Firmen angespannter ist als in anderen Bereichen. Von daher erscheint uns der Abschlag völlig gerechtfertigt, um Anleger für das zusätzliche Risiko zu entschädigen.

Auf der anderen Seite wissen wir von so genannten „ESG Leaders“ (Unternehmen, die vom Markt und von externen Anbietern von ESG-Ratings seit jeher positiv beurteilt und bewertet werden), deren nachhaltigkeitsbezogene Wandelanleihen mit einem **Aufschlag von 10% gegenüber dem Markt** ausgegeben wurden (anfängliche Umwandlungsprämie etwa 10% über dem Marktdurchschnitt). Das gute Ansehen dieser Unternehmen bei Anlegern sowie deren Bekenntnis zu konkreten und messbaren SDG-definierten Zielen wurden unseres Erachtens vom Markt mit höheren Umwandlungsprämien honoriert. Ein potenzieller Kupon-Aufschlag („Step-up“) ist zwar zu begrüßen, doch uns liegen noch keine klaren Hinweise vor, dass dieser tatsächlich einen positiven Effekt auf die Kursentwicklung hatte.

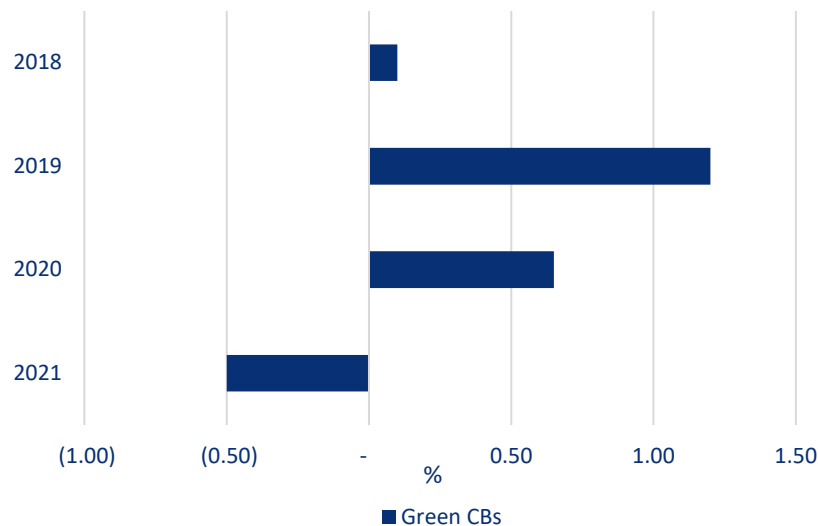
Abbildung 4: Durchschnittlicher Kupon nach ESG-Typ bei Wandelanleihen

Quelle: Bloomberg, Fisch Asset Management

Das Gleiche gilt für den durchschnittlichen Kupon, der von Emittenten von ESG-gebundenen Wandelanleihen gezahlt wird. Mögen die Kupons grüner Wandelanleihen, bei deren Emittenten es sich traditionell um kleinere und höher verschuldete Unternehmen handelt, auch im Grossen und Ganzen auf Marktniveau liegen, so ist doch erwähnenswert, dass bisher weder soziale noch nachhaltigkeitsgebundene Wandelanleihen überhaupt Kuponzahlungen geleistet haben. Diese Beobachtung führen wir ebenfalls auf die hohe Qualität der betreffenden Emittenten sozialer/nachhaltigkeitsgebundener Anleihen zurück. Das grössere Marktinteresse dürfte darüber hinaus zur Schaffung von Anreizen geführt haben, die den Emittenten auf Kosten des Anlegers etwas begünstigen.

Wenn wir das Kreditrisiko in die Betrachtung einbeziehen und die Kupons miteinander vergleichen, die bei ähnlichem Rating gezahlt wurden, stellen wir fest, dass sich grüne Wandelanleihen in der Vergangenheit durch höhere Kupons im Vergleich zur Gesamtheit der Convertibles mit vergleichbarem Kreditrisiko auszeichneten. Interessanterweise war jedoch in den letzten Jahren eine Umkehr dieses Trends zu beobachten. Emittenten grüner Wandelanleihen können sich jetzt offenbar bei gleichem Kreditrisiko günstiger refinanzieren. Wir führen diese Entwicklung auf ein gestiegenes Anlegerinteresse und die veränderte Zusammensetzung des Universums grüner CBs zurück. Während die Emittenten traditionell im Bereich Energie bzw. erneuerbare Energien angesiedelt waren, erleben wir jetzt, wie auch immer mehr Hersteller von Elektrofahrzeugen grüne Wandelanleihen auflegen, deren Strukturen für die Emittenten meist vorteilhafter sind als für die Anleger.

Abbildung 5: Kuponunterschiede bei grünen Wandelanleihen unter Einbeziehung des Kreditrisikos



Quelle: Bloomberg, Fisch Asset Management

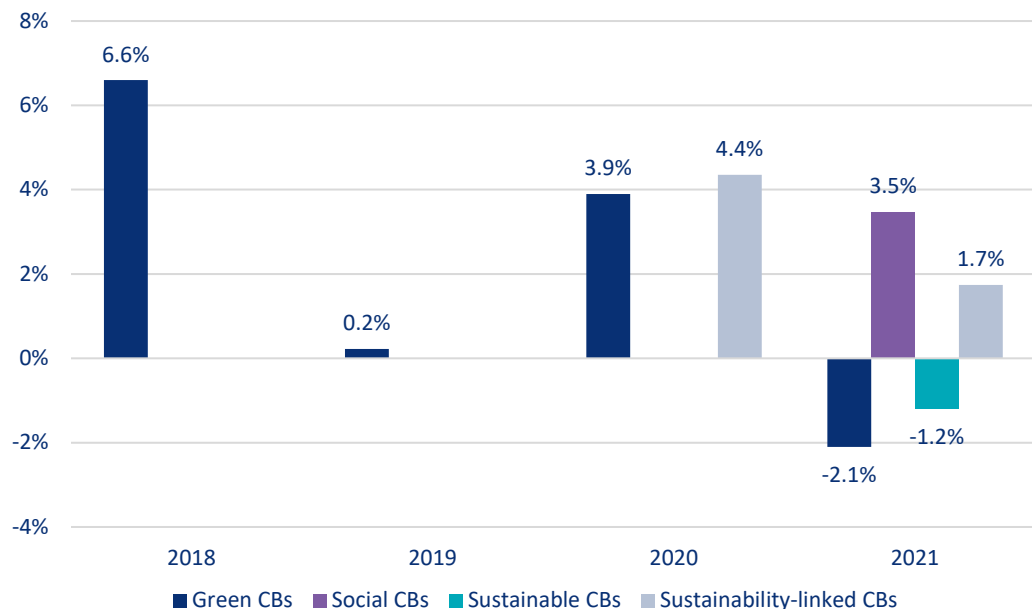
Relative Performance ESG-gebundener Wandelanleihen, die in den letzten Jahren emittiert wurden

Auffälliger als die Unterschiede bei den CB-Strukturen ist das Potenzial nachhaltigkeitsbezogener Anleihen, eine überdurchschnittliche Rendite im Vergleich zu herkömmlichen Papieren zu liefern. Unsere Untersuchung zeigt, dass auf die Emission einer ESG-gebundenen Wandelanleihe typischerweise zunächst eine positive relative Kursbewegung folgt:

ESG-gebundene Wandelanleihen erzielten nach ihrer Emission im Durchschnitt eine **Outperformance von +1% im ersten Monat** gegenüber dem breiter gefassten Universum. Bei Betrachtung eines Zeitraums von **drei Monaten** war die Outperformance sogar noch deutlicher: Im Durchschnitt hatten **ESG-gebundene Wandelanleihen einen Renditevorsprung von +5.1% gegenüber dem Refinitiv Global Focus Index**. Dies gilt gleichermassen für alle Untergruppen nachhaltigkeitsbezogener Wandelanleihen und alle Beobachtungszeiträume. Eine Ausnahme bilden die nachhaltigkeitsgebundenen Convertibles (SLCBs), die dem Gesamtmarkt im ersten Monat hinterherhinkten.

Methodik: Für jedes Wertpapier wurde die relative Performance als Rendite über einen Monat und über drei Monate ab Emissionszeitpunkt ermittelt und mit der Entwicklung des Refinitiv Global Focus Index (in USD) im gleichen Zeitraum verglichen. Erst kürzlich emittierte Wertpapiere, für die noch keine Performance-Daten für diese Zeiträume vorlagen, wurden bei der Analyse ausgeklammert.

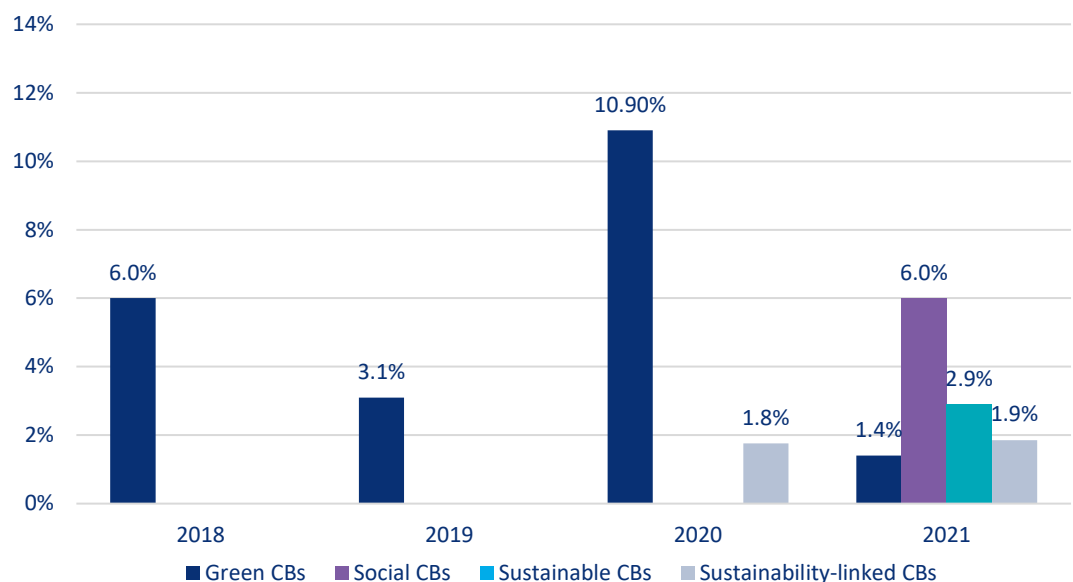
Abbildung 6: Relative Performance ESG-gebundener Wandelanleihen im ersten Monat nach der Emission vs. Refinitiv Global Focus Index



Quelle: Bloomberg, Fisch Asset Management

Im ersten Monat nach der Emission lieferten die meisten ESG-gebundenen Wandelanleihen eine positive relative Performance gegenüber dem Refinitiv Global Focus Index, der Durchschnitt lag bei +1.2%. Der niedrige Durchschnittswert ist in erster Linie auf die relative Underperformance der 2021 aufgelegten grünen Anleihen zurückzuführen, die in unseren Daten das grösste Gewicht haben.

Abbildung 7: Relative Performance ESG-gebundener Wandelanleihen in den ersten drei Monaten nach der Emission im Vergleich zum Gesamtmarkt



Quelle: Bloomberg, Fisch Asset Management

Für den Zeitraum von drei Monaten beträgt die relative Performance nachhaltigkeitsbezogener Wandelanleihen im Durchschnitt +5.1%*. Dazu leisteten alle Untergruppen von nachhaltigen Convertibles positive Beiträge. Die neuen CB-Emissionen weisen bei der Wertentwicklung eine bemerkenswerte Gemeinsamkeit auf: Trotz unterschiedlicher Emissionszeitpunkte und somit auch Marktbedingungen erzielten die Papiere in den meisten Fällen eine positive kurzfristige Wertentwicklung.

Die gute relative Performance unterstreicht die Attraktivität des Marktsegments für Anleger. Zum einen behaupteten sich die Bewertungen am Sekundärmarkt, und zum anderen erwiesen sich auch die zugrunde liegenden Aktien als wichtiger Faktor für die Alpha-Generierung.

* Bei der Berechnung der Wertentwicklung wird die relative Performance der grünen Wandelanleihe von Enphase Energy (+147%) als Sonderfall nicht berücksichtigt.

Fazit

Nachhaltigkeitsbezogene Wandelanleihen stellen eine positive Ergänzung unseres Anlageuniversums dar, da viele Investoren in allen Assetklassen, in denen sie anlegen, an zusätzlichen Möglichkeiten für ESG-Investments interessiert sind. Auch ist es für Convertibles-Anleger wegen fehlender Aktienstimmrechte oft schwierig, mit Emittenten in einen aktiven Dialog zu treten und Einfluss auf sie auszuüben. Die neue, wachsende Generation von ESG-Anleihen mit eindeutigem Nachhaltigkeitsbezug eröffnet Möglichkeiten für ein aktiveres Engagement und die Erreichung konkreter Verbesserungen.

Erfreulich finden wir, dass die Profile ESG-gebundener Wandelanleihen in technischer Hinsicht, wie sich gezeigt hat, mit denen des Gesamtmarkts übereinstimmen. Ausnahmen bilden SDG-gebundene Convertibles, die sich auf Grund des anfänglichen Aufschlags als teurer (für Anleger) erwiesen haben, sowie die negative Entwicklung der relativen Kupons grüner Wandelanleihen. In beiden Fällen sorgten überdurchschnittliche Renditen indessen für eine Entschädigung.

Nicht jedem Emittenten ist es allerdings gelungen, den Renditeerwartungen der Anleger gerecht zu werden beziehungsweise eine Performance auf Marktniveau zu liefern. Unseres Erachtens bedarf es eines aktiven Managements in Verbindung mit einer umfassenden ESG-Analyse, um eine erfolgreiche Titelselektion in diesem Teilsegment des Anlageuniversums, das vom gestiegenen Anlegerinteresse ebenso wie von positiven regulatorischen Effekten profitieren sollte, zu gewährleisten.

Wichtige rechtliche Informationen

Die vorliegende Dokumentation richtet sich ausschliesslich an professionelle Anleger. Die in dieser Dokumentation enthaltenen Informationen und Meinungen dienen ausschliesslich zu Informationszwecken und stellen keine Aufforderung, Empfehlung, kein Angebot zum Kauf oder Verkauf von Anlageinstrumenten oder anderen Dienstleistungen oder sonstigen Transaktionen dar. Sie richtet sich nicht an Personen in Rechtsordnungen, in denen die Bereitstellung solcher Informationen gegen lokale Gesetze und Vorschriften verstossen würde. Für die Richtigkeit und Vollständigkeit der Angaben wird keine Haftung übernommen. Alle Meinungen und Ansichten spiegeln die aktuelle Einschätzung der Autoren wider und können sich ohne vorherige Ankündigung ändern. DIE HISTORISCHE PERFORMANCE IST KEINE GARANTIE FÜR DIE ZUKÜNFTIGE ENTWICKLUNG. Es gibt keine Garantie dafür, dass Prognosen realisiert werden. Sofern nicht anders angegeben, ist die Quelle Fisch Asset Management AG. Fisch Asset Management AG hat aus externen Quellen stammende Informationen nicht eigens geprüft und Fisch Asset Management AG kann weder ausdrücklich noch stillschweigend garantieren, dass diese Informationen korrekt, zutreffend oder vollständig sind.

Fisch Asset Management AG lehnt jede Haftung ab für Schäden, die direkt oder indirekt aus diesem Dokument abgeleitet werden. Weitere Informationen finden Sie auf der Internetseite des Unternehmens: www.fam.ch

© 2022 Fisch Asset Management AG