

# Neue alte Attraktivität

**Wandelanleihen** gelten manchen als ausgereizt, gehören doch offensichtliche Fehlbewertungen längst der Geschichte an. In letzter Zeit haben aber zum Beispiel klassische Anleihenfondsmanager ihren Appeal entdeckt. Auch als Inflationsschutz scheinen sie zu taugen.

In einem Umfeld sich langsam verbessernder Aussichten für die US-Wirtschaft werfen Fondsmanager aus dem Fixed-Income-Bereich begehrliehe Blicke auf Wandelanleihen, so das Fondsreglement ein Investment in diese Assetklasse gestattet. Vor einigen Monaten ließen so erfolgreiche Rentenmanager wie Pacific Investment Management Co. (Pimco) und Loomis Sayles & Co mit der Ankündigung aufhorchen, in Hinkunft auch Wandelanleihen für ihre Rentenfonds erwerben zu wollen. Der per Ende April 2011 immerhin 20,6 Milliarden US-Dollar schwere Loomis Sayles Bond Fund zeigte zum Ende des ersten Quartals 2011 bereits eine Wandelanleihenallokation von 10,66 Prozent.

Mitte Dezember 2010 hatte der Pimco Total Return Fund, der weltgrößte Rentenfonds mit Assets von 235,9 Milliarden US-Dollar, bereits bei der SEC angezeigt, dass man ab dem zweiten Quartal 2011 bis zu zehn Prozent des Fondsvermögens in Convertibles und Preferred Shares investieren werde. Aktieninvestments bleiben aber ausgeschlossen. Damit folgte Pimco dem Beispiel anderer Fonds und erhöht die Anzahl der Freiheitsgrade, um in Zeiten steigender Treasury-Renditen und einer schlechter werdenden Qualität von Staatspapieren zusätzliche Anlagechancen wahrnehmen zu können. Erstmals seit 2003 sind damit in Pimcos Flaggschiffonds wieder Wandler zulässig. Aus den Treasuries hat sich das Team um die beiden Co-CIOs Bill Gross

und Mohamed El-Erian nicht nur vollständig zurückgezogen, sondern wies per 31. 3. 2011 eine Short-Position von drei Prozent des Fondsvermögens aus. Man darf gespannt sein, wie schnell die Allianz-Tochter Pimco die Allokation von Convertibles hochfahren wird.

## Real-Asset-Charakter

In Deutschland gilt die immer mehr ins institutionelle Geschäft vordringende Boutique Flossbach & von Storch als früher Warner in Bezug auf Staatsanleihen und Befürworter von Wandelanleihen neben Real Assets. Und tatsächlich haben ja Convertibles wegen ihres Wandlungsrechts eine inhärente Real-Asset-Dimension.

## Das Universum europäischer Wandelanleihenfonds

Schweizerisch-österreichisch-französische Trioka mit UBS, Convertinvest und Edmond de Rothschild Asset Management in Front

Fonds	ISIN	Vol. (Mio. Euro)	Perf. 1 J.	Perf. 3 J. (p.a.)	Perf. 5 J. (p.a.)	Volatilität	Max. Verl. 6 M.	Sharpe Ratio	Tracking Error	Mngt. Fee
<i>Jefferies Active Convertible Europe Index</i>			1,69 %	9,26 %	4,44 %	12,04 %	-18,89 %	0,64		
UBS (Lux) Bond Fund – Convert Europe P-acc	LU0108066076	487,22	6,42 %	7,64 %	4,29 %	17,04 %	-26,51 %	0,36	7,44 %	1,80 %
Convertinvest All-Cap Convertibles T	AT0000A09008	78,37	2,48 %	7,47 %		13,01 %	-17,63 %	0,45	5,75 %	1,15 %
Saint-Honoré Convertibles A	FR0010204552	823,29	4,05 %	7,41 %	3,59 %	9,57 %	-11,54 %	0,61	5,73 %	1,20 %
Jefferies Europe Convertible Bonds EUR B	LU0114353195	89,06	3,01 %	7,09 %	3,77 %	9,68 %	-15,06 %	0,57	3,07 %	1,20 %
Natixis Convertibles Europe I	FR0010171678	160,55	1,02 %	6,02 %	2,04 %	12,46 %	-18,14 %	0,36	4,73 %	1,00 %
Metropole Convertibles	FR0007083332	208,37	3,48 %	5,93 %	2,82 %	9,04 %	-12,95 %	0,48	8,79 %	1,10 %
Man Convertibles Europe EUR	LU0114314536	392,19	2,92 %	5,70 %	3,06 %	14,63 %	-25,14 %	0,28	5,17 %	1,50 %
BNP Paribas L1 Conv Bond Best Selection Europe C C	LU0377063960	157,81	4,86 %	5,69 %	3,59 %	16,21 %	-26,38 %	0,25	6,57 %	1,20 %
UBAM Convertibles Europe C	FR0000941312	445,96	2,77 %	5,07 %	3,18 %	13,22 %	-19,08 %	0,26	6,08 %	1,20 %
Parvest Convertible Bond Europe C	LU0086913042	424,14	2,48 %	4,53 %	1,37 %	13,95 %	-22,57 %	0,21	3,89 %	1,20 %
Generali IS Euro Convertible Bond A DIS	LU0103828812	92,23	1,53 %	4,48 %	3,11 %	8,42 %	-11,77 %	0,34	6,37 %	0,30 %
Convertinvest European Convertible & Bond Fund T	AT0000674999	444,74	-0,15 %	4,09 %	3,54 %	5,80 %	-4,08 %	0,43	8,65 %	1,15 %
BNP Paribas L1 Convertible Bond Eurozone C C	LU0128352480	245,89	5,09 %	3,99 %	1,32 %	16,55 %	-26,35 %	0,15	6,98 %	1,25 %
Dexia Bonds Europe Convertible C Cap	LU0106567299	51,8	1,95 %	-0,08 %	-1,39 %	18,29 %	-35,89 %	-0,09	8,28 %	1,00 %

Eliminiert wurden Fonds, die nur minoritär Wandelanleihen besitzen, beziehungsweise solche, deren Fondsvolumen 50 Millionen Euro nicht überschreitet. Sämtliche Fonds müssen zudem mindestens drei Jahre alt und in Euro denominiert sein. Der größte Fonds ist der von Edmond de Rothschild Asset Management (EdRAM) verwaltete Saint-Honoré Convertibles mit mehr als 823 Millionen Euro Assets.

Quelle: Feri EuroRating Services AG

Wenn auch Wandelanleihen schon lange keine Gratisoptionen mehr versprechen, wie dies am Ende der Finanzkrise zu beobachten war, als Convertible Arbitrage Manager ihre Positionen im Zuge eines forcierten Deleveragings abbauen mussten, so spricht die aktuelle Position im Börsenzyklus für Wandelanleihen. Denn Zeiten steigender Aktienkurse und auch steigender Zinsen kommen Convertible Bonds aufgrund ihrer Eigenschaften zugute. Die Partizipation am Aktienmarkt trifft auf eine kurze Duration.

### Inflationsschutz

Das zeigt sich anhand des Charts „Inflation und Anlageklassen“ über den US-Markt im Zeitraum 1997 bis 1997. Speziell das Zeitfenster von 1978 bis 1982, das von hohen Konsumentenpreisinflationsraten geprägt war, die im Schnitt über diesen Zeitraum bei immerhin 9,5 Prozent lagen, zeigt, dass Wandelanleihen hier gegenüber mittel- und langfristigen Anleihen, aber auch gegenüber Aktien am besten aussahen. Insofern taugen Wandler auch als Schutz vor einer Rückkehr der Zustände, wie wir sie Ende der 70er Jahre hatten. Nicht wenige Kommentatoren sehen ja in einer Inflationierung der ausufernden Staatsschuld einen gangbaren Exit und die heutige Inflation, nach alten Kriterien gemessen, bereits um die zehn Prozent pro Jahr angelangt.

### Europäische Wandler attraktiv

Die Marktkapitalisierung europäischer Wandelanleihen liegt bei 100 Milliarden Euro, die sich aus zirka 400 Emissionen zusammensetzen und breit über die Sektoren streuen. Der Markt wird zusehends tiefer und breiter, denn es kommen nicht mehr nur Investment-Grade-Schuldner an den Markt, sondern auch High-Yield-Emittenten und nicht geratete Emissionen. 2010 waren 60 Prozent neue Namen bei den Emissionen zu sehen, auch mehr Mid Caps wagten den Schritt, was eine Analogie zu den USA in den 80er Jahren dar-



Sollte sich die Situation wiederholen, die wir in den 70er Jahren erleben, könnten sich Wandelanleihen als wirksamer Inflationsschutz erweisen.

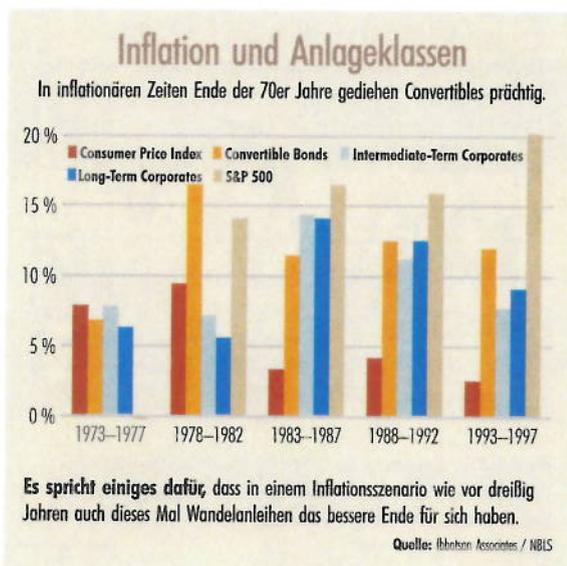
stellt. Oft verfügen diese Unternehmen über eine starke Marktposition in Nischen und über ein höheres Gewinnwachstum als die Dickschiffe. Auch M&A-Aktivitäten haben oft signifikante Auswirkungen, so kann ein übernommener Wandelanleihenemittent auch den Wandelanleihenbesitzern nette Gewinne bescheren.

### Extragewinne möglich

Die Finanzkrise hat auch ihr Gutes: So haben sich etwa die Wandelanleihenbedingungen zugunsten der Gläubiger bei Neuemissionen vielfach verändert. Es gibt nun häufiger Dividendenschutzbestimmungen, die einen Vorteil für den Convertible-Inhaber vorsehen, so die Dividendenzahlungen einen bestimmten Schwellenwert überschreiten. Auch Übernahmeklauseln werden in einem Umfeld, in dem Unternehmen auf großen Bargeldbeständen sitzen, mit anziehender M&A-Tätigkeit wichtiger. Ein klassisches Beispiel, wo Wandelanleihenbesitzer voll auf ihre Rechnung kamen, ist die Übernahme des Nobeljuweliers Bulgari durch LVMH. „Hier erhielten die Aktionäre eine 61-prozentige Prämie auf den Vortagsschlusskurs, und der Convertible Bond stieg als Folge des Deltas und der Takeover-Schutzbestimmungen sogar um 74 Prozent“, resümierte Alex McKnight, Investment Manager des GAM Star Global Convertible Bond Fund und des GAM Convertible Bond Hedge Fund. Im letztgenannten Vehikel hatte er auf Delta-neutraler Basis sechs Prozent des Fondsvermögens in den Bulgari-Wandler investiert. Mit dabei über ihren gerade drei Jahre alt gewordenen All Cap Fund bei Bulgari war auch die österreichische Boutique Convertinvest. Der italienische Name dürfte nicht der letzte sein, der Freude macht, ist doch die Situation für das M&A-Geschäft nach wie vor als günstig einzustufen.

### Europäer nicht teuer

Noch scheinen europäische Wandler nicht zu teuer. „Immerhin haben noch fast 25 Prozent der europäi-



schen Convertible Bonds einen Yield von über drei Prozent zur Endfälligkeit, während dies in den USA nicht mehr gilt“, weiß Nils Lesser, Direktor Portfoliomanagement & Research bei Convertinvest. Er führt zudem ins Treffen, dass die Embedded Call Options eine implizite Volatilität aufweisen, die sich im Rahmen des historischen Durchschnitts bei zirka 34 Prozent bewegt. In den USA sind allerdings implizite Volatilitäten von aktuell 42 Prozent beobachtbar (siehe Chart „Implizite Volatilität im Vergleich“). In Europa wäre somit angesichts der verbesserten Konditionen für die Gläubiger eine höhere Bewertung durchaus gerechtfertigt. Betrachtet man die letzten 15 Jahre, so zeigt sich, dass Europas Convertibles aufgrund ihrer asymmetrischen Eigenschaften zwar 85 Prozent



» Der All Cap Convertibles Fund eignet sich hervorragend zur Beimischung in der High-Yield-Quote eines Investors.«

Nils Lesser, Direktor Portfoliomanagement & Research bei Convertinvest Financial Services GmbH, Wien

des Aufschwungs der Aktienmärkte mitmachen konnten, an der Downside des europäischen Aktienmarktes, gemessen am EuroStoxx 50, aber nur zu 40 Prozent partizipierten.

Bei Wandelanleihen denkt man primär an ein Aktiensurrogat, also den schaumgebremsten Einstieg in einen Markt, der nicht mehr ganz billig und schon sehr gut seit März 2009 gelaufen ist. Je nachdem, welches Wandelanleihenprofil man in Betracht zieht, eignen sich Convertibles als Diversifikator auch für ein konservatives oder dynamischeres Rentenportfolio.

### Konservative Variante

Als Beimischung zu Investment Grade Corporates eignen sich spezielle Wandelanleihenfonds mit einer nur unwesentlich höheren Volatilität als Rentenfonds und einem Absolute-Return-Charakter. Geringe Drawdowns sind hier gewünscht. So beträgt etwa die Korrelation zwischen dem Convertinvest European Convertible & Bond Fund, der für seinen Absolute-Return-Charakter bekannt ist und über ein striktes Risikomanagement sowie einen Deltasteuerungsmechanismus verfügt, und dem iBoxx Euro Liquid Corporates Overall TR Index (Bloomberg ID: IB8A Index) von 2. 7. 2002

(Gründungszeitpunkt des Fonds) bis 29. 4. 2011, gerechnet auf Wochendaten, gerade einmal 0,048. Diese de-facto-Unkorreliertheit aufgrund unterschiedlicher Werttreiber bedingt diesen hohen Diversifikationseffekt. Zudem wird die Modified Duration des iBoxx Euro Liquid Corporates Index, die aktuell 3,58 Jahre beträgt, durch die Beimischung von Investment Grade Convertibles mit einem Wert von 1,4 Jahren deutlich verkürzt. Der Renditenachteil ist zum Teil durch die Retail-Kondition des Wandelan-

leihenfonds bedingt; hier müsste man bei einer Rabattierung auf institutionelles Niveau wohl noch um die 50 Basispunkte per annum dazurechnen, sodass sich die bereinigten annualisierten Performancewerte des Convertinvest-Produktes von 4,79 Prozent mit einem iBoxx-Indexwert von 5,15 Prozent jährlich vergleichen.

### Dynamischer Einsatz

Nachdem es viele Emittenten im High-Yield- und nicht gerateten Segment gibt und man sich auch einen All-Cap-Ansatz vorstellen kann, werden Wandelanleihenfonds

mit diesem Universum ein anderes Ertrags-Risiko-Profil aufweisen, das in Richtung sieben bis neun Prozent Jahresertrag mit einer Volatilität von um die zehn Prozent einhergeht. Damit ist man in der Nähe von klassischen High-Yield-Fonds. Wer hierfür als Beimischung in Frage kommt, kann man aus der Tabelle „Das Universum europäischer Wandelanleihenfonds“ ableiten. Der Gruppensieger über drei und auch fünf Jahre, der UBS (Lux) Bond Fund – Convert Europe, kommt hierfür weniger in

Frage, da er über eine hohe Volatilität und einen großen Drawdown verfügt. Die Nächstplatzierten scheinen da schon eher geeignet, als Ergänzung eines europäischen High-Yield-Mandats, das sich etwa am iBoxx EUR High Yield Core cum Cross-over Constrained Index orientiert, eingesetzt zu werden. Dazu zählen der von Edmond de Rothschild Asset Management verwaltete Saint-Honoré Convertibles Fonds, aber auch der Jefferies Europe Convertible Bonds EUR sowie der Convertinvest All-Cap Convertibles Fund, der zudem ein durchschnittliches Investment-Grade-Rating garantiert. Alle drei erreichen mehr als sieben Prozent Ertrag über drei Jahre annualisiert mit einer Volatilität zwischen 9,5 und 13 Prozent, die Sharpe Ratios liegen zwischen 0,45 und 0,61.

### Europa hat Vorrang

Wandelanleihenfonds sind vielfältig einsetzbar und können, das passende Risk-Return-Profil vorausgesetzt, Rentenfonds im High-Yield-, aber auch im Investment-Grade-Bereich als Diversifikator durch ihre speziellen Werttreiber dienen. Damit sind sie weit mehr als Aktiensurrogate für Risikobewusste. In der gegenwärtigen Marktphase sollten Investoren europäischen Convertibles den Vorrang geben.

