

CONVERT INVEST: Der Performancekaiser aus der Alpenrepublik

Mit Absolute-Return-Ansatz bei Wandlern zur Nummer eins bei Citywire und Lipper mit dem Convert Invest European Convertible & Bond Fund

Die ausschließlich auf das Wandelanleihenmanagement fokussierte österreichische Fondsboutique für institutionelle Anleger, die eine risikobewusste Aktienpartizipation mit europäischen Wandelanleihen sehr guter und guter Bonität suchen, wurde 2001 von Roland Scherf und Dr. Gerhard Kratochwil gegründet. Beide Manager kommen aus dem Asset Management, wobei Kratochwil bei Merrill Lynch für den Aufbau des Wandelanleihengeschäfts in Deutschland verantwortlich war, während Scherf auf langjährige Erfahrung im Aktienmanagement verweisen kann. Flaggschiff ist der mit 1. 7. 2002 aufgelegte, mittlerweile zirka 278 Millionen Euro schwere Convert Invest European Convertible Fund, der in einer ausschüttenden (ISIN: AT0000674981) und einer thesaurierenden Tranche (ISIN: AT0000674999) als Publikumsfonds aufliegt. Mindestens 70 Prozent des Fondsvermögens sind in Investment-Grade-Wandelanleihen europäischer Schuldner investiert. Die Management Fee beträgt 1,15 Prozent per annum, wird aber bei entsprechenden Tickets auf institutionelles Niveau angepasst.

Daneben managt man seit rund einem Jahr für die Carl Spängler KAG in Salzburg den aktuell an die elf Millionen Euro schweren Convert Invest All Cap Convertibles Fund, der europäische Big- und Mid-Cap-Wandler mit im Schnitt Investment-Grade-Qualität beinhaltet – und ein konzentriertes, benchmarkunabhängiges Portfolio, das sich auf Bottom-up-Stockpicking auf Basis der Fundamentalanalyse gründet. Die Assets under Management der Boutique liegen derzeit bei 290 Millionen Euro.

Der Investmentprozess sieht vor, mit einer technischen Analyse des Gesamtmarktes zu beginnen und eine dynamischere oder defensivere Ausrichtung festzulegen. Die Interpretation der technischen Signale ist natürlich ein diskretionärer, aber sehr disziplinierter Prozess. Grundsätzlich besteht der Investmentprozess aus drei gleichwertigen Teilen. Da ist neben der technischen Delta-

steuerung die fundamentale Analyse des Unternehmens zu nennen. Sie dient dazu, das Delta aus den richtigen Kandidaten zusammenzusetzen. „Dieser Prozess ist extrem wichtig, da die Deltasteuerung ohne gute Titelselektion wesentlich weniger effektiv wäre“, hält Kratochwil fest. Die Outperformance des Fonds – zum Beispiel während der Bullenphase 2006 – zeigt dies deutlich.

Als dritter Schritt ist die Analyse der Wandelanleihe als Bondinstrument zu nennen. Die Motivation des Emittenten und die Seniorität der Anleihe beziehungsweise die spezifischen Klauseln des Prospekts (Put, Call, Take-over, Dividendenerhöhung, Buy-back, Screw Clause (= Kuponentfall bei Wandlung vor Redemption) und andere mehr) machen in kritischen Situationen einen enormen Unterschied aus.

Bewertungsmodelle bringen nach Ansicht der Erfolgsmanager keinen wesentlichen Vorteil für Long-only-Investoren.

„Die implizierte Volatilität ist interessant als Indikator für Angebot und Nachfrage, aber mit der Optionsvolatilität aufgrund der sehr unterschiedlichen Laufzeiten und der kom-

plexeren Ausgestaltung der Wandelanleihen nicht sehr gut korreliert“, merkt Scherf an.

Sophisticierte Deltasteuerung

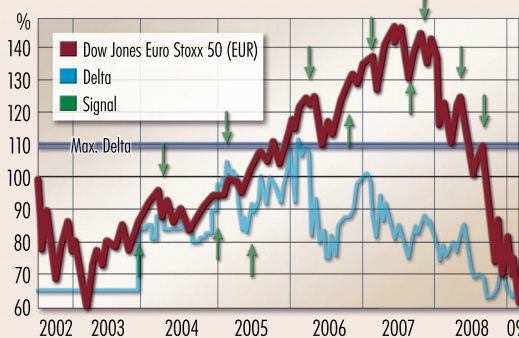
Um in steigenden Märkten nicht zu aktienähnlich und damit zu volatil zu werden, haben Scherf und Kratochwil 50 Prozent als Obergrenze für die Aktiensensitivität (Delta) eingezogen. Darunter schwankt diese Kennzahl ganz beträchtlich, wie die Grafik „Deltasteuerung durch technische Analyse“ bezeugt. Deltas zwischen null und zehn Prozent, die durch Short ETFs auf den DJ EuroStoxx 50 bewerkstelligt werden, sorgen für eine temporäre Deltaneutralität. Bei entsprechend positiven technischen Signalen werden die Short-ETF-Positionen geschlossen und das Delta wiederum aktiviert, um an der Upside partizipieren zu können. Aktuell hält man bei sieben Prozent Delta und war seit Jahresbeginn nur zu einem sehr geringen Prozentsatz den Fährnissen des Aktienmarktes ausgesetzt. Was die Attributionsanalyse anbelangt, hat die Deltasteuerung in Phasen niedriger Deltas natürlich eine größere Bedeutung, während in Bullenphasen mehr Deltatitel im Portfolio sind und daher die Titelselektion bedeutsamer wird.

Keine Fat Tails

Vergleicht man nun die Monatsreturns des Flaggschiffs mit jener etablierter Benchmarks (siehe Grafik „Superiore Returnverteilung“) wie des UBS Europe Convertible Bond Index (Euro hedged) oder des UBS Europe Investment Grade Hedged Index, sieht man, dass die Fat Tails der Verteilung beim Convert-Invest-Ansatz vermieden werden konnten. „Genau das ist eine gesuchte Eigenschaft, die uns auch eine Versicherung als ersten Spezialfondskunden gewinnen ließ“, merkt Gerhard Kratochwil nicht ohne Stolz an. Die Kon-

Deltasteuerung durch technische Analyse

Signale des Dow Jones EuroStoxx 50 steuern die Aktiensensitivität



Die Umsetzung der negativen Signale erfolgt durch Short-ETFs auf den DJ EuroStoxx 50 zur Verringerung des Deltas. Das ETF-Gewicht ist auf zehn Prozent des Fondsvolumens gesetzlich beschränkt. Quelle: Tipos, Convert Invest

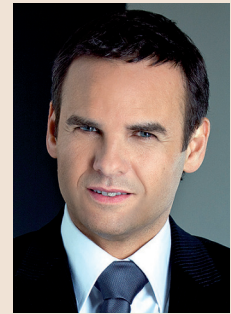
Doppelter Airbag

Beim Management des Convert Invest European Convertible Fund steht eindeutig



»Als Pionier im Bereich Absolute Return mit Wandelanleihen erachten wir Deltasteuerung und Fundamentalselektion als wesentliche Pfeiler der Anlagestrategie.«

Roland Scherf und Dr. Gerhard Kratochwil, Gründer der Convert Invest Financial Services GmbH



zentration der Monatsrenditen in einem engen und meist positiven Bereich ist für risikoaverse Investoren ein wichtiges Kaufargument.

Internationale Anerkennung

Mit einem Ertrag von jährlich 3,51 Prozent (Stichtag: 28. 2. 2009) und einer Volatilität von 3,45 Prozent per annum seit Start wird man auch nach einem schwierigen Jahr 2008, als man mit minus 6,03 Prozent zwar negativ, aber deutlich vor der Konkurrenz durchs Ziel kam, dem Anspruch fast gerecht. Die Citywire-Peergroup jedenfalls legte im Schnitt 2008 satte 20,5 Prozent ab. Striktes Deltamanagement hat laut Scherf den Erfolg gebracht. Seit Anfang Juli 2008 hatte man das Delta in die Range zwischen null und zehn Prozent gebracht, während einige Benchmarks noch zwischen 24 und 40 Prozent Delta aufwiesen, und in kurz laufende Staatsanleihen und Corporate Bonds investiert. Ende November 2008 und Anfang Dezember hat man dann wieder in Wandelanleihen umgeschichtet, da diese eklatante Fehlbewertungen aufwiesen und oft höher als klassische Unternehmensanleihen gleicher Güte rentierten.

Aufgrund des Risiko-Ertrags-Profiles hat Morningstar den Fonds nicht dem Wandelanleihenuniversum, sondern der Kategorie „Absolute Return Euro“ zugeschlagen, wo er sich mit anderen Strategien messen lassen muss. Trotzdem befindet man sich hier auch im Fünffjahresvergleich in der Spitzengruppe.

In letzter Zeit erfuhr das Duo über die Grenzen des deutschsprachigen Raums hinaus große Anerkennung, da etwa Citywire den Fonds selbst als besten unter 87 Mitbewerbern im Segment „Bester paneuropäi-

scher Wandelanleihenfonds über fünf Jahre“ und Scherf/Kratochwil als Topmanager aus einer 39-köpfigen Peergroup paneuropäischer Wandelanleihenmanager im Dreijahresvergleich per 31. 1. 2009 auszeichnete. Lipper Awards in den drei Ländern, wo der Fonds zum Vertrieb zugelassen ist (Deutschland, Schweiz und Österreich), in der Kategorie „Bond Convertibles Europe“ für den Convert Invest European Convertible Fund über jeweils drei und fünf Jahren runden das Erfolgsbild ab.

Mittelzuflüsse

Während andernorts Manager von Wandelanleihen aufgrund des desaströsen Jahres 2008 nicht gerade mit neuen Assets überschwemmt werden, kann sich Convert Invest im Januar über 60 Millionen und im Februar über 18 Millionen Euro an Fresh

zent mit Wandelanleihen füllen, sind wir weniger betroffen, als Fonds, die nur Convertibles kaufen.“ Tatsächlich finden sich minoritär bis zu zirka 20 Prozent Corporate Bonds Investment Grade im Portfolio.

Kaum Synthetisches

Von synthetischen Anleihen halten Scherf und Kratochwil nicht viel und setzen diese nur dann limitiert ein, wenn bestimmte kurzfristige Überlegungen dafür sprechen. Das Exposure bleibt im einstelligen Bereich.

Kleine Namensänderung

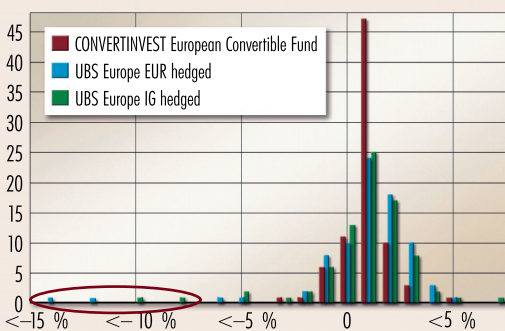
Mit der Zulassung des Fonds in der Schweiz wurde der Name auf Convert Invest European Convertible & Bond Fund geändert, da die Schweizer Regularien dies erfordern. Ansonsten müsste der Fonds immer mindestens 75 Prozent Wandler halten. Da Convert Invest das nicht garantieren will, wurde die Fondsbezeichnung um das „&“ erweitert.

Leise Kritik der Konkurrenz

Hört man sich bei Mitbewerbern und manchen Consultants um, so kommt immer wieder das Argument, Convert Invest sei nicht wirklich ein klassischer Wandelanleihenmanager, da das Haus aufgrund der Anwendung seines Absolute-Return-Ansatzes etwa bei einem Angebotsüberhang an Wandlern nicht investiert sein wolle und die Deltasteuerung mit quasi „unerlaubten Mitteln“ betreibe, in dem es klassische Kurzläufer dazumische. Tatsächlich muss man laut Aussage von Scherf, „... in schwierigen Phasen nicht unbedingt im Markt engagiert sein“. Kratochwil: „Der Convert Invest Absolute-Return-Ansatz ist jedenfalls besser in der Lage, das Interesse des risikobewussten Investors zu wahren.“ Dem ist angesichts der Resultate nichts hinzuzufügen.

Superiore Returnverteilung

Convert Invest hat keine Fat-Tail-Probleme.



Kein Monatsreturn des Convert Invest European Convertible Fund war schlechter als in der -3- bis -4-Prozent-Kohorte platziert, während die Benchmarks wesentlich stärker Federn lassen mussten. Quelle: Convert Invest

Money freuen. Was die Kapazität betrifft, so muss man sich als potenzieller Investor noch keine Sorgen machen. Die beiden Manager schätzen, bis 600 Millionen Euro gehen zu können, ohne Abstriche machen zu müssen. Kratochwil: „Da wir aber nicht 100 Pro-