

06.04.2018 | Märkte

Blick in die Hexenküche: Wie die Wandler-Titelauswahl vonstatten geht

Was macht ein solides Wandelanleihenportfolio aus, wie ist es strukturiert und welche Kriterien bestimmen auf Titalebene, ob sich eine Wandelanleihe qualifiziert oder nicht? Alexander Müller vom Wandelanleihe Spezialisten Holinger Asset Management in Zürich gibt einen Einblick.



Alexander Müller, Geschäftsführer von Holinger Asset Management in Zürich: "Im optimal strukturierten Wandlerportfolio werden nicht sämtliche Wette zu den höchsten Zufriedenheit ausgehen, keine Frage. Manche werden mit wenig lukrativem oder verlustbringendem Ausgang überraschen. Vielmehr ist entscheidend, dass der Großteil der Einzelwette beim Aufsetzen von Anfang an ein bestechendes Risiko-Rendite-Verhältnis und hohe Partizipation bietet, und das völlig losgelöst von Benchmarkdenken und selbst auferlegten Anlagekriterien, die der Suche nach Alpha im Weg stehen könnten."

Dass Holinger Asset Management liefert, erkennt man an der Performance des 2000 aufgelegten Fonds auf der nächsten Seite. Mit einem Klick sehen Sie das Ergebnis auf Seite 2.

Foto: © H.A.M.



	Rendite p.a.	Volatilität	Sharpe-Ratio
H.A.M. Global CB Fund (EUR)*	3.5%	6.0	0.52
TR Global CB Index (EUR-unhedg.)	3.2%	10.4	0.32
MSCI World Index Div. (EUR-unhedg.)	3.3%	16.2	0.27

Der H.A.M. Global Convertible Bond (EUR) wurde 2000 aufgelegt und outperformed den Weltaktienindex (Euro-hedged) und den globalen Wandelanleihenindex. Neben einem Mehr an Performance wurde das Ergebnis mit wesentlich weniger Volatilität erreicht, was sich in einer überlegenen Sharpe-Ratio niederschlägt. Der H.A.M. Global Convertible Bond (EUR) weist im Schnitt ein "BBB"-Rating auf, das Delta liegt bei 48 Prozent, die effektive Duration bei 1,6 Jahren, die laufende Rendite bei 1,1 Prozent. Das Fondvolumen beträgt 595 Millionen Euro.

Foto: © H.A.M.

"Wird die Ertragschance höher gewichtet als der Kapitalerhalt, sollte die Grundfrage jedenfalls nicht lauten: besitzt die Wandelanleihe ein offizielles Rating oder eine gute implizite Schuldnerqualität, um den hohen Preis zu rechtfertigen und den gefühlten Qualitäts- und Sicherheitsaspekt in der Außenwirkung zu unterstreichen", merkt Alexander Müller an. Ebenso wenig sollte gefragt werden, ob die Wandelanleihe in einem Index abgebildet ist und ob sie alleine deshalb Berücksichtigung finden sollte, wenn sie sich der Manager einem immananten Rechtfertigungszwang ausgesetzt sieht, wenn er von der Benchmark abweicht.

Relative Value-Betrachtung

Unter Renditeaspekten liegt die Grundfrage in der von der Schuldnerqualität losgelösten spezifischen Relative Value-Betrachtung: welche individuelle Struktur bietet eine Wandelanleihe und welcher Preis ist dafür zu zahlen? Liefert sie für das in Kauf genommene Risiko ausreichend Ertragspotential, oder in einem Wort: besitzt die Wandelanleihe günstige Konvexität? Wie allgemein bekannt, resultiert die Anleihe-Aktien-Kombination von Bondfloor bei gleichzeitiger Aktienoptionalität in einem konvexen Ertragsverhältnis, d.h. die positiv asymmetrische Chance auf Kursgewinne überwiegt das Risiko für Kursverluste deutlich.

Günstige Konvexität ist unschätzbar wertvoll

Dass Wandelanleihen im risikoadjustierten Vergleich zu anderen Anlageklassen vorteilhaft abschneiden, lässt sich hauptsächlich auf eine spezifische Eigenschaft zurückführen: sie tragen Konvexität in sich und damit das Potential, aktiv Mehrwert zu schaffen. Darin liegt ihre Daseinsberechtigung.

Konvexität ist das schlagende Argument

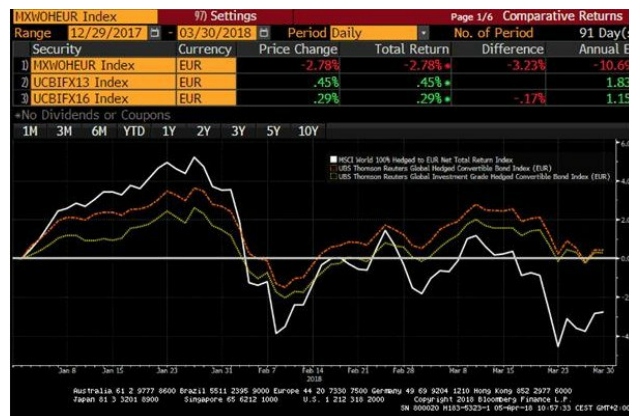
Alexander Müller dazu: "Es ist ein äußerst wertvolles und gesuchtes Asset in der heutigen globalen Asset Allokation, bestimmt sie automatisch und ohne jegliches Zutun über die Eigendynamik einer Finanzanlage. In steigenden Märkten verleiht sie einem Portfolio zunehmende Partizipation, in Korrekturphasen nimmt die Sensitivität ab und das defensive Element kommt ins Spiel."

Konvexität kann Timing-Entscheidungen unnötig machen

Nicht zuletzt dadurch kann sie strategisch orientierte Anleger mit längerem Zeithorizont von Timing-Entscheidungen entbinden. Müller: "Sie qualifiziert sich insbesondere für das Lager solcher Investoren, die die Auffassung vertreten, dass systematisch angelegtes und nachhaltig erfolgreiches Markttiming sich über längere Zeiträume betrachtet als hoffnungsloses Unterfangen herausstellt." Gerade zum jetzigen Zeitpunkt, der angenehmen Phase, die ein neues Paradigma von strukturell höherer Volatilitäten ankündigt, scheint die Konvexität in ihrem ureigensten Element. Mit Konvexität sitzt man auf Volatilität, profitiert dadurch gleichzeitig von den steigenden impliziten Volatilitäten der Optionen und den durch starke Kursbewegungen hervorgerufenen realisierten Volatilitäten.

Konvexität von Wandelanleihen im Praxistest

Gegenüber globalen Aktien überstanden Wandelanleihen die Korrektur bisher zufriedenstellend, sowohl im breiten als auch im Investment Grade-Index, wie die folgende Bloomberg-Grafik zeigt. Sie vergleicht für das erste Quartal 2018 den MSCI World (100 Prozent Euro-hedged; weiße Linie) mit zwei globalen Wandelanleihen-Benchmarks in Euro, dem UBS Thomson Reuters Global Hedged Convertible Bond Index (orange) und dem UBS Thomson Reuters Global Investment Grade Hedged Convertible Bond Index (gelb). Die beiden Wandelanleihen-Indizes liegen dabei in leicht positiverem Terrain und damit gut drei Prozent vor dem Welt-Aktienmarkt.



Konvexität in der Umsetzung bei Wandelanleihe-Managern oft nicht gebührend beachtet

In der Produktbeschreibung noch oft gepriesen, wird sie im täglichen Anlageprozess oft nur am Rande berücksichtigt, konstatiert Müller: "Meist dominieren Selektionskriterien wie „Benchmarkzugehörigkeit“ und „Schulderqualität“. Insbesondere die als „defensiv“ beworbenen Strategien, die Schutz gegen größere Kursverluste mit guter Schuldnerqualität und einem hoch stipulierten Bondfloor gleichsetzen, messen der Konvexität bei Anlageentscheidungen wenig Bedeutung bei."

Im Investment Grade-Segment ist Konvexität kaum vorhanden

Dieser Umstand sei jedoch der Not geschuldet, denn im strukturell überuerten Segment der Investment Grade Wandler sei Konvexität meist schlicht nicht vorhanden. Zusätzlich sei das Aufspüren von günstiger Konvexität arbeitsintensiv und anspruchsvoll. Dieses "Sourcen" fällt somit in die Domäne von aktiven Managern, für die Value im Vordergrund und Mehrwert im Ergebnis steht, weniger der vorgegebene Tracking Error oder andere regulatorische Vorgaben, wie die von Rating Agenturen festgelegte Schuldnerqualität semi-passiver Anlagestrategien.

Freiheitsgrade sind für den Erfolg wichtig

Nähert man sich der Anlageklasse Wandelanleihen ohne Voreingenommenheit und ohne ein allzu eng sitzendes regulatorisches Korsett, zeigt sich rasch, dass auf ausgeprägte Konvexität ausgerichtete aktive Anlagestrategien zusätzliches Alpha-Potential bieten und überlegene risikoadjustierte Renditeergebnisse liefern können, ist Müller überzeugt.

Konvexität ist nicht gleich Konvexität: überuert verspricht sie Enttäuschung

Nur wenige Aussagen sind wahr, doch diese gehören dazu: je höher das Ausmaß an Konvexität in einem Portfolio, desto besser. Je höher die Konvexität, desto schneller die Partizipation an steigenden Renditen und schneller die Abnahme an Sensitivität gegenüber fallenden Renditen. "Hohe Konvexität entspricht dem Idealzustand, dem goldenen Ei. Wie alles andere hat allerdings auch Konvexität ihren Preis", weiß Alexander Müller. "Die bestechende Eigenschaft solcher Art von Optionalität muss am Markt eingekauft werden. Und der Markt ist nicht dafür bekannt, dass er Geschenke verteilt. Konvexität kann strukturell teuer sein, meist da, wo nachfragebedingt großes Interesse vorherrscht, etwa in den IG- und Benchmarksegmenten. Sie kann aber auch günstig oder gar fehlgepreist sein, wo Marktbereiche vernachlässigt werden oder ineffiziente Preisfindungsmechanismen vorherrschen."

Teure Konvexität gleicht einem Oxymoron

Denn je höher der Einstandspreis desto flacher die Konvexitätskurve, bis sie sich im Extremfall dem linearen Ertragsprofil eines Aktienengagements angleicht. Auf Wandelanleihen übersetzt, ändert sich das Risiko-Rendite Profil für überuerte Papiere dahingehend unvorteilhaft, dass die Chancen auf Kursgewinne deutlich geschmälert werden, während im Gegenzug das Risiko für Kursverluste nicht proportional abnimmt. Man wähnt sich im Besitz wertvoller Konvexität, stellt aber spätestens gegen Ende der Laufzeit fest, dass sie von Beginn an nie vorhanden war.

So bitte nicht: Beispiel einer konvexitätslosen Anleihe

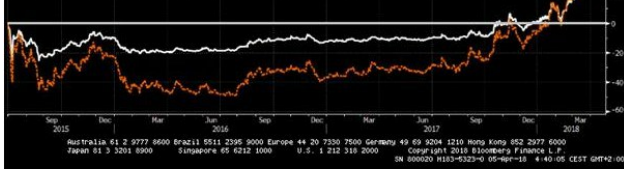
Der in sämtlichen Benchmarks enthaltene IG-Airbus 0%/22 Wandler ist ein Paradebeispiel einer konvexitätslosen Anleihe, wo die Konvexität eben zu teuer erkaufte wurde. Bei der Neuemission lag die implizite Volatilität des Wandlers rund acht Prozent über vergleichbaren Optionen, weiß Müller zu berichten. Der Benchmark-orientierte Manager kaufe das Papier dennoch, ungeachtet seiner unbestechenden Eigenschaften. Die folgende Bloomberg-Grafik zeigt schön den enttäuschenden Verlauf des Wandlers beim Anstieg der Aktie.



Im Schatten gedeihen manchmal schöne Blüten: Konvexität kann auch günstig sein

Von ganz anderer Seite zeigt sich der viel weniger beachtete Wandler des chinesischen ERP-Anbieters Kingdee 4%/19. "Dass sich Kingdee Anfang 2018 so derart positiv entwickeln würde, hätte sich mit einer gehörigen Portion von Vorstellungsvermögen vermuten lassen, mehr nicht. Zu keiner Zeit hätte man als aktiver Manager die Überzeugung aufgebracht, eine Wette auf den Titel mit linearem Ertragsprofil abzuschließen, bei der sich Gewinnpotential und Verlustwahrscheinlichkeit symmetrisch gegenüber stehen", analysiert Müller. "In diesem Fall bot sich jedoch eine äußerst günstige Möglichkeit, über die Wandelanleihe eine Wette mit einem hochkonvexen Ertragsprofil einzugehen". Der Rest ist Geschichte: der Wandler partizipierte durch die hohe Konvexität schulbuchmäßig und verteuerte sich von 120 auf 200 Prozent, wie die nachstehende Bloomberg-Grafik illustriert:





Fazit

Konvexität kann auch günstig sein, wie das Beispiel von Kingdee, der chinesische SAP mit 4% Kupon, 5 Jahre Laufzeit und 28% Prämie bei Emission zeigt. Günstige Konvexität einzukaufen, um das Chancenprofil im Portfolio zu erhöhen, und nicht Aktienkurse vorherzusagen – darin liegt die Aufgabe des aktiven Wandelanleihenmanagers. (kb)