

**Meine Sicht # 22 – Wann kommen die Hedge Funds...?**

Liebe LeserInnen

Im Rahmen der bewegten Märkte im Frühjahr 2022 erlaube ich mir, Ihnen einige Überlegungen zum Verhalten der Hedge Funds im Convertible Bereich zu präsentieren.

Der Überblick über die Krisen 2002, 2008, 2011 und 2020 lässt einige Rückschlüsse auf die momentane Situation zu, die ich gerne als Diskussionsgrundlage anbiete. Wieder gibt es für das Finden der kleinen Tippfehler eine Flasche Top-Rotgipfler aus der Thermenregion.

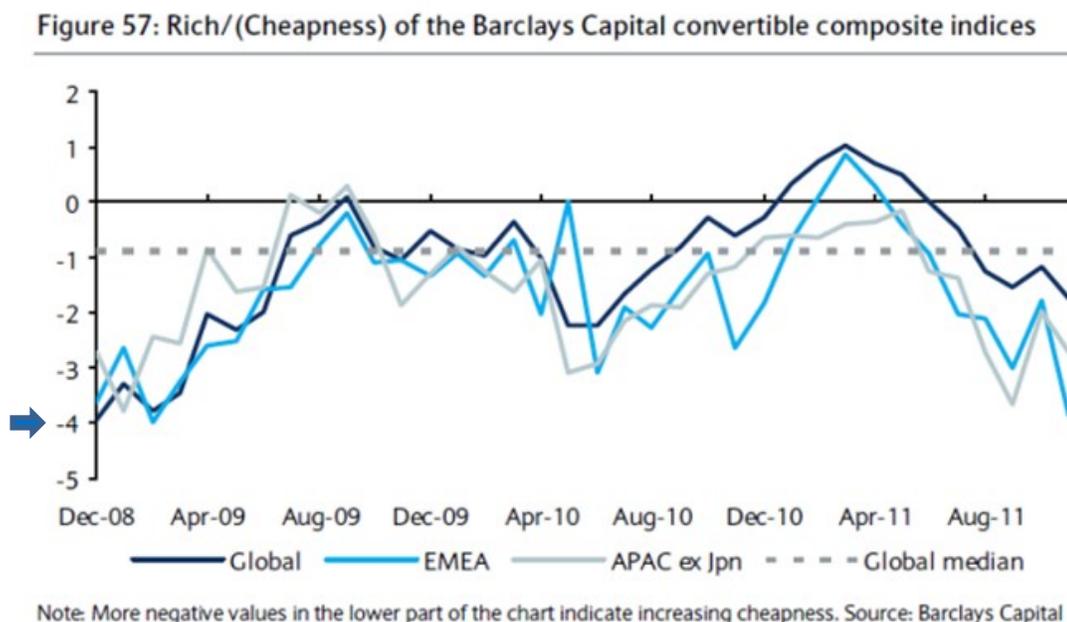
**Themen**

- Bewertung von Wandelanleihen von 2002 bis 2022
- Money Flows von Hedge Funds und Outright Funds
- Opportunitäten - Übernahmen
- Ausrichtung der Portfolios

**Bewertung in historischen Krisen - 2008**

Blicken wir zurück auf die Krise des Jahres 2008. Damals lag die maximale Unterbewertung im globalen Markt bei ca. 4% Diskont zum Fair Value (Pfeil Chart 1).

Chart 1: Cheapness der globalen Märkte 2008-2011

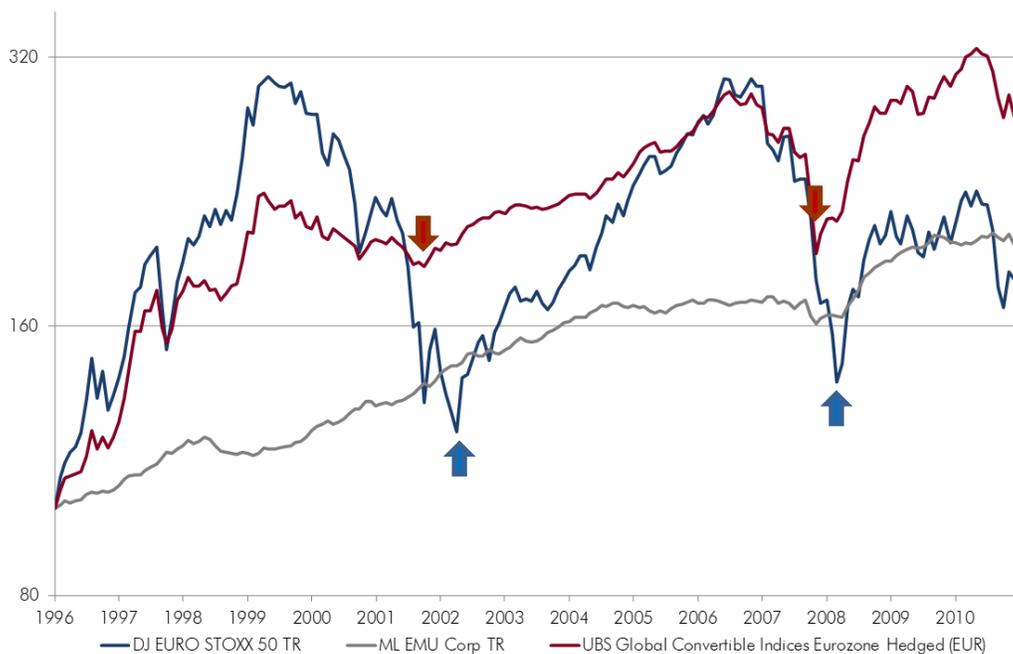


### Zeitlicher Abstand der Lows bei Aktien und Convertibles

Diese maximale Verbilligung von 4% stellte auch gleichzeitig den Tiefstand des Wandelanleihe-marktes dar – jedoch NICHT den Tiefstand des Aktienmarktes – der erst ein gutes Vierteljahr später passierte wie in Chart 2 zu sehen ist. Ähnliches war auch bereits im Jahr 2002 zu beobachten.

Im Chart 2 kann man deutlich den zeitlichen Abstand der Tiefpunkte im Jahr 2001/2002 sowie auch 2008/2009 zwischen Convertibles (rot) und Aktien (blau) sehen.

Chart 2: Zeitlicher Abstand der Tiefstände von Wandelanleihen und Aktien in der Krise 2008/09

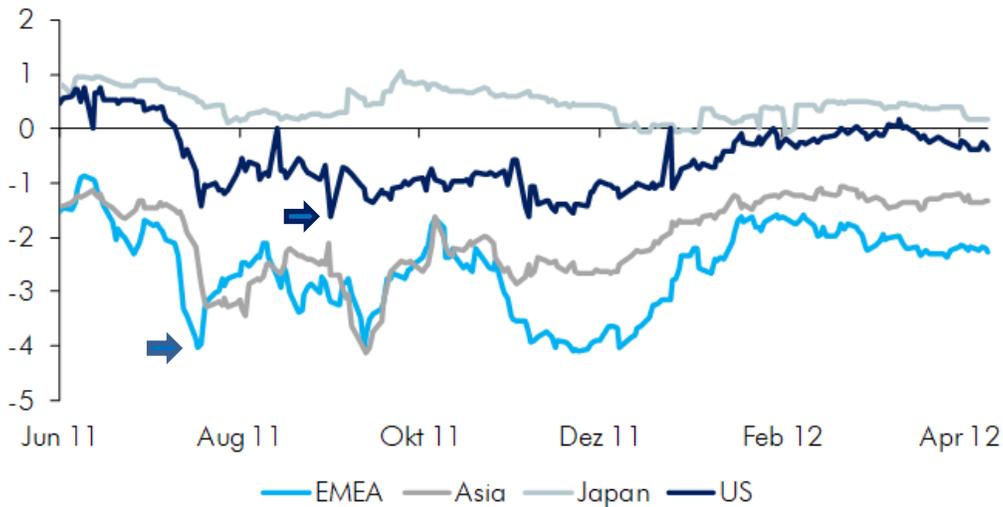


Eine mögliche Erklärung dafür ist, dass in der ersten Abwärtsbewegung des Aktienmarktes die Bewertung der Wandelanleihen durch den Abgabedruck der Investoren auf ein Niveau fällt (ca. 2-4% Cheapness), welches die Nachfrage von alternativen Investoren dermaßen stimuliert, dass bei einem weiteren Verfall der Aktienkurse die Wandelanleihen keinen Tiefstand mehr erreichen.

### Krise 2011

Auch in der Krise des Jahres 2011, die sich hauptsächlich in Europa bemerkbar machte, konnten wir eine deutliche Unterbewertung des Europäischen Wandelanleihemarktes beobachten, die wieder bei 4% Cheapness (hellblauer Pfeil – Chart 3) ihr Ende fand. Der U.S. Markt (dunkelblauer Pfeil) stoppte bereits bei 1,5% Cheapness, was vielen Arbitrageuren bereits für einen Einstieg ausreichte. Siehe Chart 3.

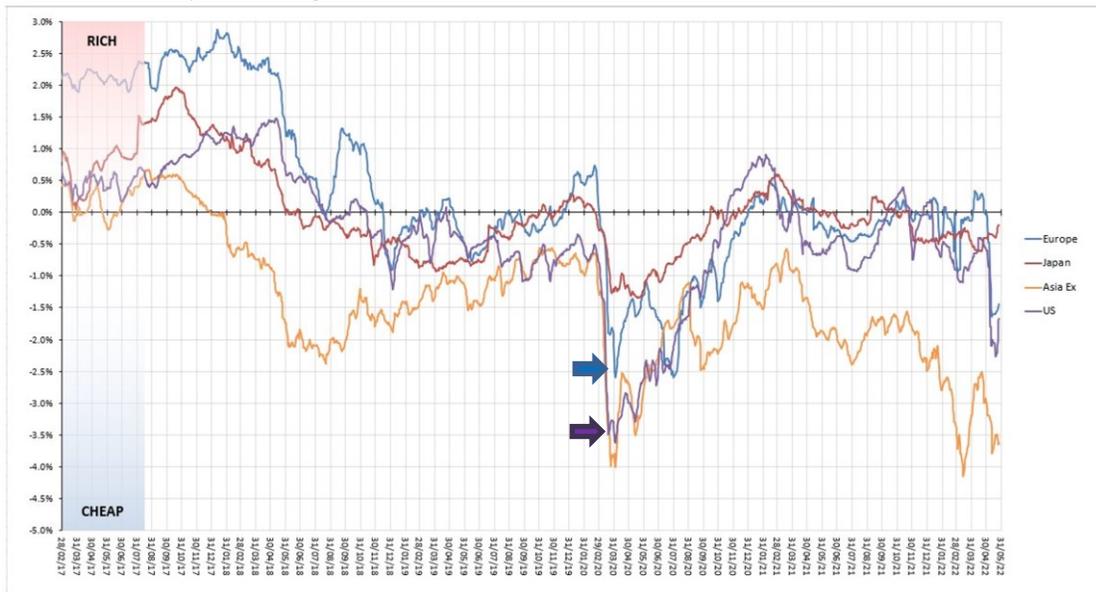
Chart 3: Bewertung der globalen Wandelanleihemärkte 2011



**Die Situation 2020**

Bewegen wir uns nun weiter zum Jahr 2020. Die Verbilligung des U.S. Marktes lag im Maximum bei ca. 3,5% unter dem theoretischen Wert (violetter Pfeil) in Chart 4. Europa (blauer Pfeil) stoppte bei rund 2,5% Cheapness.

Chart 4: Cheapness der globalen Wandelanleihen von 2017 bis 2022



Quelle: Jefferies 2022

Zusammenfassend ist zu beobachten, dass in den letzten 20 Jahren bei rund 4% Cheapness das Maximum an Unterbewertung zu finden war. Das Aufwertungspotential scheint groß genug.

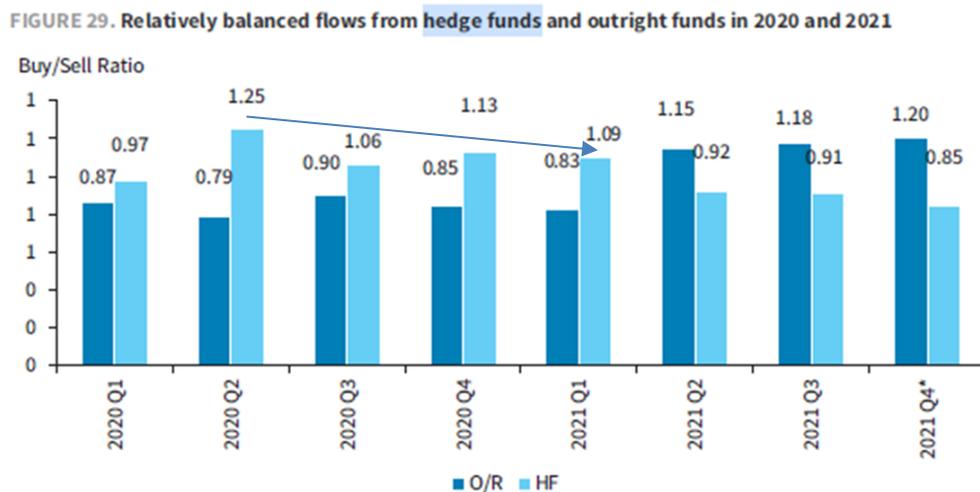
### Hedgefonds in 2020 und 2021

Blicken wir auf die Kaufaktivität von Hedgefonds, die von Q2 2020 bis Q1 2021 stark anstieg.

Die hellblauen Balken zeigen wie die money-flows der Hedge Funds von Q2 2020 bis Q1 2021 deutlich positiv waren und weit über denen der Outright funds lagen (Wert >1 = Inflow, Wert < 1 = Outflow, siehe Pfeil).

Das Kaufverhalten der Outright Funds startete erst mit Q1 2021 und blieb bis zum Ende des Jahres 2021 im positiven Territorium (dunkelblaue Balken von 1,15 bis 1,20).

Chart 5: Hedge Fund flows und Outright fund flows 2020/2021



Note: Total Par Bought divided by Total Par Sold; \* 2021 Q4 from 10/01/2021 to 12/10/2021  
Source: Barclays Research, Based on estimated flows and as of 12/10/2021

Da Hedgefonds weniger Augenmerk auf die Richtung der Bewegung der Aktien und Wandelanleihen legen, sondern die relative Bewertung der Instrumente gegeneinander nützen, sind sie oft die ersten Investoren, die dem Markt Liquidität zuführen und eine Rallye auslösen können.

Auch während der letzten Tage im Mai 2022 konnten wir zum ersten Mal wieder diesen Nachfragedruck am Markt spüren, weil die Bewertungslevels auf interessante Niveaus kamen – siehe nächste Seite.

**Die aktuelle Situation 2022**

Aus Chart 6 ist zu entnehmen, dass per Ende Mai 2022 die Cheapness Levels wieder zwischen 1,5% (EU), 2,5% (U.S.A.) und 3,5% (Asien) liegen.

Das legt den Schluss nahe, dass auf den momentanen Levels der Cheapness die Aktivitäten der Arbitrageure wieder intensiver werden könnten, was im historischen Vergleich oft ein guter Indikator für das Wiederaufleben des Wandelanleihemarktes war.

Chart 6: Aktuelle Bewertungen – Cheapness zwischen 1,5% und 3,5%



Dementsprechend ist es relevant die weiteren Money Flows zu beobachten und/oder zu antizipieren, weil sie die Situation in nächster Zeit weiter interessant gestalten werden.

**Conclusio**

**Nach über 20 Jahren im Wandelanleihebereich wiederholt sich die Beobachtung, dass ab einer Unterbewertung von 3-4% der alternative Sektor sich sehr intensiv mit dem Thema Wandelanleihen auseinandersetzt, weil die Ertragschancen zunehmend attraktiver werden. Wir sind jetzt auf einem Bewertungsniveau ähnlich dem Q3 2020 in dem die Aktivitäten der Hedge Funds bemerkenswert hoch waren.**

**Die Frage „Wann kommen die Hedge Funds?“ ist daher höchstwahrscheinlich mit einem „sie sind schon da!“ zu beantworten.**

**Wandelanleihen – Update**

Aus dem Newsletter #21 – Elon Musk rockt den Convertible Markt...“ kennen Sie bereits die folgenden Charts – hier nun ein Update:

**Chart 7: U.S.A. Focus Converts/Parität/NASDAQ Chart**



**Chart 8: Europa Focus Convert/Parität/Eurostoxx Index**



### **Ausrichtung der Portfolios**

Die grundsätzlich positive Perspektive für Wandelanleihen in Szenarien steigender Zinsen hat uns in den Portfolios dazu veranlasst, das Delta über den relevanten Indizes zu positionieren.

Zusätzlich ist die Perspektive des U.S. Marktes für uns im Moment vielversprechender als das in der jüngeren Vergangenheit der Fall war, dementsprechend haben wir die Anteile an U.S. Wandelanleihen in den Portfolios weiter erhöht, bzw. in den mehrheitlich auf Europa ausgerichteten Portfolios (All Cap Convertibles Fund) einen globalen Anteil ermöglicht.

Die kurze Duration der Wandelanleihen wird beibehalten, um bei weiteren starken Zinsbewegungen geschützt zu sein. Zudem liegt der Fokus mehr auf hohen Qualitäten als in der Vergangenheit vor dem Hintergrund potentieller Anstiege der Risikoaufschläge.

Währungsabsicherungen bleiben im gewohnten Ausmaß bestehen.

### **Zusammenfassung**

Nachdem wir letztes über die Zinssituation gesprochen hatten, steht diesmal die Bewertung im Vordergrund, welche uns aufgrund der historischen Betrachtungen interessante Schlüsse ziehen lässt, was Money Flows und Zukunftsaussichten für die Asset Klasse betrifft.

Die Übernahmepotentiale bleiben nach wie vor die große (spannende) Unbekannte.

Es grüßt Sie herzlich

Gerhard K.

**DISCLAIMER**
**MARKETINGMITTEILUNG NUR FÜR INSTITUTIONELLE INVESTOREN**
**RECHTLICHE HINWEISE:**

Dieses Dokument wurde von CONVERTINVEST Financial Services GmbH erstellt, es ist eine ausschließlich an institutionelle Anleger mit Sitz im EWR gerichtete Marketingmitteilung und stellt kein Angebot, keine Anlageberatung oder -empfehlung dar. Die Inhalte in diesem Marketingdokument sind nicht für Privatkunden geeignet und können eine Anlageberatung durch Ihre Bank nicht ersetzen. Das Dokument stellt keine unabhängige Finanzanalyse dar und wurde demgemäß nicht in Einklang mit den Rechtsvorschriften zur Förderung der Unabhängigkeit von Finanzanalysen erstellt, es unterliegt keinem Verbot des Handels im Anschluss an die Verbreitung von Finanzanalysen. Alle im Dokument enthaltenen Daten beruhen auf den jeweils angegebenen Stichtagen; sofern nicht gesondert angegeben, gilt der auf der Titelseite ersichtliche Stichtag.

Dieses Dokument ist nur für den internen Gebrauch beim berechtigten Empfänger bestimmt. Es darf weder ganz noch teilweise an Dritte weitergegeben oder ohne schriftliche Einwilligungserklärung verwendet werden.

Frühere Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung. Sofern von institutionellen Performancezahlen die Rede ist, handelt es sich dabei um die Nettopfundsperformance der institutionellen Anteilsklassen oder der Retailklassen zuzüglich einer angenommenen Rückerstattung der Management Gebühren von 50BP (Berechnungsmethode auf Anfrage). Die individuellen Rückerstattungsvereinbarungen können davon abweichen, daher ist die angeführte institutionelle Performance nur als Beispiel und nicht als individueller Performanceausweis zu sehen. Wertpapierdienstleistungen sind in der Regel mit zusätzlichen Kosten verbunden, die die Performance negativ beeinflussen. Der einmalige Ausgabeaufschlag von bis zu 5% je nach Fonds und individuelle Kosten wie beispielsweise Gebühren, Provisionen und andere Entgelte von Dritten sind in der Darstellung nicht berücksichtigt und würden sich bei Berücksichtigung negativ auf die Wertentwicklung auswirken.

Die Informationen in diesem Dokument beruhen auf externen Quellen, die wir für zuverlässig halten, aber keiner neutralen Prüfung unterzogen haben. Die in diesem Dokument vertretenen Meinungen stellen ausschließlich die Auffassungen des Autors/der Autoren und der Redakteure und Gesprächspartner der Convertinvest Financial Services GmbH dar und können sich jederzeit ändern; solche Meinungsänderungen müssen nicht publiziert werden.

Der Fonds ist nicht für jeden Anleger geeignet. Es ist möglich, dass der Anleger bei Investment in diesen Fonds einen Verlust, auch bis zur Höhe seines gesamten Investments, erleidet. Die steuerliche Behandlung hängt von den persönlichen Verhältnissen des jeweiligen Anlegers ab und ist künftigen Änderungen unterworfen. Die in diesem Dokument enthaltenen Aussagen zu steuerlichen Effekten können daher eine am Einzelfall orientierte steuerliche Beratung nicht ersetzen. Die Informationen ersetzen nicht die allein maßgeblichen ausführlichen Verkaufsprospekte und wesentlichen Anlegerinformationen (bzw. KIIDs) und aktuellen Jahres- und Halbjahresberichte. Der Prospekt und das KIID (sowie allfällige Änderungen) wurden entsprechend den Bestimmungen des InvFG 2011 in der jeweils geltenden Fassung im "Amtsblatt zur Wiener Zeitung" veröffentlicht und stehen in deutscher Sprache am Sitz der KAG Raiffeisen Kapitalanlage GmbH/3Banken-Generali Investment-GmbH und am Sitz der Depotbank Raiffeisen Bank International AG/BKS Bank AG, als Datei im pdf-Format auf der Homepage der KAG ([www.rcm.at/](http://www.rcm.at/) [www.3bg.at/](http://www.3bg.at/)) zur Verfügung. Nähere Informationen zu unseren Spezialfonds erhalten sie bei den zuständigen KAGs, Deka Investment GmbH, Nähere Informationen zu unseren Spezialfonds erhalten sie bei den zuständigen KAGs, Deka Investment GmbH, [www.deka.de/](http://www.deka.de/); Liechtensteinische Landesbank (Österreich) AG, [www.llb.at/](http://www.llb.at/), Liechtensteinische Landesbank (Österreich) AG, [www.llb.at/](http://www.llb.at/). Das genaue Datum der jeweils letzten Veröffentlichung sowie allfällige weitere Abholstellen sind auf der Homepage der KAG ersichtlich.

**Unsere Retail Publikumsfonds mit Vertriebszulassung**

ISIN	Fondsname	Tranche	Zulassung
AT0000A08Y62	CONVERTINVEST All-Cap Convertibles Fund	(A)	Ö, D
AT0000A09008	CONVERTINVEST All-Cap Convertibles Fund	(T)	Ö, D
AT0000A09016	CONVERTINVEST All-Cap Convertibles Fund	(VT)	Ö, D, IT
AT0000A21LL5	CONVERTINVEST All-Cap Convertibles Fund	(VT)	Ö, D, IT
AT0000A21KT0	CONVERTINVEST Fair & Sustainable Fund	(A)	Ö, D
AT0000A14J48	CONVERTINVEST Global Convertible Properties	(A)	Ö, D
AT0000A14J55	CONVERTINVEST Global Convertible Properties	(T)	Ö, D
AT0000A1PE35	CONVERTINVEST Global Convertible Properties	(VT)	nur Ö

**Unsere Institutionellen Publikumsfonds mit Vertriebszulassung**

ISIN	Fondsname	Tranche	Zulassung
AT0000A08FT3	CONVERTINVEST All-Cap Convertibles Fund	(A)	Ö, D, IT
AT0000A08FU1	CONVERTINVEST All-Cap Convertibles Fund	(T)	Ö, D
AT0000A08FV9	CONVERTINVEST All-Cap Convertibles Fund	(VT)	Ö, D, IT
AT0000A21KU8	CONVERTINVEST Fair & Sustainable Fund	(A)	Ö, D
AT0000A21KV6	CONVERTINVEST Fair & Sustainable Fund	(I), (A), (F)	Ö, D
AT0000A21KX2	CONVERTINVEST Fair & Sustainable Fund	(I), (T), (F)	Ö, D
AT0000A21KW4	CONVERTINVEST Fair & Sustainable Fund	(T)	Ö, D
AT0000A21KY0	CONVERTINVEST Fair & Sustainable Fund	(VT)	Ö, D
AT0000A14J14	CONVERTINVEST Global Convertible Properties	(A)	Ö, D
AT0000A1EKN2	CONVERTINVEST Global Convertible Properties	(I), (A), (F)	Ö, D
AT0000A14J22	CONVERTINVEST Global Convertible Properties	(T)	Ö, D
AT0000A14J30	CONVERTINVEST Global Convertible Properties	(VT)	Ö, D