

MEINE SICHT

AUSGABE 13
MAI / 2016

CONVERTIBLES: RICH – CHEAP, ODER WAS?

Es ist mittlerweile bekannt, dass Wandelanleihen aufgrund ihrer Konvexität einen positiven Diversifikationsbeitrag zu einem gemischten Portfolio leisten können. Trotzdem bleibt nahezu immer die Frage nach dem besten Einstiegszeitpunkt zur Aufnahme der Anlageklasse in das Portfolio.

Dazu bietet sich die Bewertung als ultimative Messgröße zur Bestimmung des Einstiegszeitpunktes an, da die anderen Werttreiber zu unterschiedlichen Zeiten im Zyklus der Anlageklasse auftreten.

Natürlich sind diese anderen Werttreiber, wie z.B. Emissionsdiskont, Dividendenschutz, Optionszeitverlängerung durch verzögerten Call des Emittenten und Übernahme-schutzklauseln wichtige Faktoren bei der Bestimmung der Attraktivität von Wandelanleihen, aber eine Vorhersage ist komplex.

Die Bewertung kann hingegen permanent ermittelt werden. Sie folgt einem „mean reversion“ Prozess, der in der Zukunft wieder zum Fair Value zurückkehrt und daher eine gute Basis für eine Beurteilung bietet.

In der vorliegenden Studie wollen wir uns damit beschäftigen, zu welchen Zeiten Über- oder Unterbewertungen vorherrschten und welche Effekte daraus entstanden. In der Folge wollen wir die Ausgangsbasis in der momentanen Situation evaluieren.

Außerdem erörtern wir die Frage nach der richtigen Messgröße zur Bewertung von Wandelanleihen. Hier bieten sich 2 Alternativen: Implizite Volatilität oder Rich-Cheap Beurteilung. Beide haben in gewissen Marktphasen ihre Berechtigung.

1. HISTORISCHE ENTWICKLUNG

2000 Dot Com Bubble

Ein starker Anstieg des Aktienmarktes in der zweiten Hälfte der 90er Jahre führte in der Folge zur Dot-Com Bubble, die in einem gewaltigen Crash endete (Chart 1 zeigt hierzu den Verlauf von europäischen Aktien,

Anleihen und Convertibles). Die Korrektur des Aktienmarktes im Jahre 2000 betrug fast 60% während die Wandelanleihen nur rund 12% verloren. (siehe Chart 1-Pfeil 1). Diese ausgesprochen attraktive Dynamik führte dazu, dass in der Folge ein großes Interesse an der Anlageklasse entstand. Daher erreichten Wandelanleihen im Jahr 2004 nach nur rund 15 Monaten ihr altes Hoch, während der Aktienmarkt fast auf den Tag genau 7 Jahre dafür brauchte.



Dr. Gerhard Kratochwil
Chief Executive Officer

CHART 1: ENTWICKLUNG DER ANLAGEKLASSEN

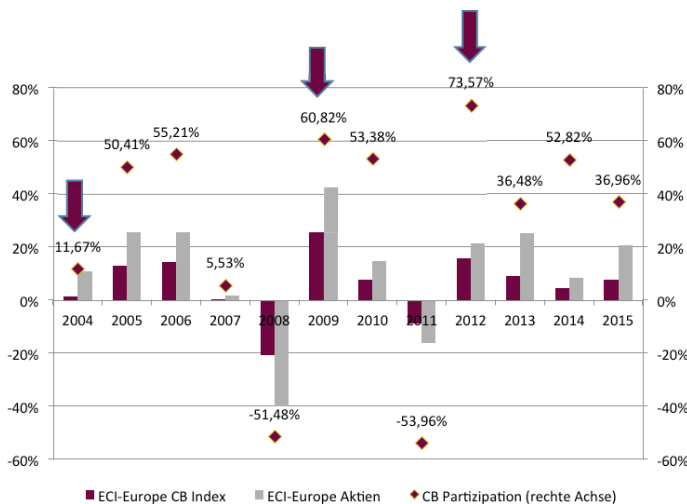


Quelle: CONVERTINVEST

Dieses große Interesse an der Anlageklasse resultierte in einer Überbewertung der Wandelanleihen, welche während des Jahres 2003 entstand. Diese Überbewertung wurde bis Mitte 2004 wieder abgebaut, bis eine faire Bewertung wieder erreicht wurde. Daraus ist auch zu erklären, warum das Jahr 2004 ein Jahr war, in dem die durchschnittliche Partizipation der Wandelanleiheindizes an den Underlyings, d.h. die Aktien, in die getauscht werden kann, mit nur 11,5% schwächer war, als das Delta hätte vermuten lassen.

Diese Dynamik ist aus Chart 2: Partizipation der Wandelanleihen an den Underlyings, gut ersichtlich. Chart 2- Pfeil 1 zeigt die Partizipation der Wandelanleihen im Jahr 2004. Die dunkelroten Quadrate zeigen jeweils die prozentuale Beteiligung der Wandelanleihen an der Bewegung der darunter liegenden Aktien.

CHART 2: PARTIZIPATION AN DEN UNDERLYINGS (AKTIEN)



Der Anstieg bis zur Finanzkrise 2008 | Quelle: Exane

Die Jahre 2005 und 2006 waren geprägt von einer kontinuierlichen Aufwertung der Wandelanleihen, die eine Performance ermöglichte, welche über das durch das Delta zu erwartende Maß hinausging.

Nach 7 Jahren „Bull market“ war es Zeit für die nächste große Korrektur, ausgelöst durch die Immobilienkrise und Finanzkrise in den U.S.A., die viele von uns noch als schlimmste Krise unserer Laufbahn in Erinnerung haben. Der Aktienmarkt korrigierte 54% und auch Wandelanleihen konnten sich dem nicht entziehen. (siehe Chart 1- Pfeil 2).

Nach knapp über 2 Jahren waren die alten Höchststände der Wandelanleiheindices wieder erreicht, aber die Korrektur des Jahres 2008 von etwas über 20%, war doch mehr als man erwartet hatte. Ein wesentlicher Grund dafür war sicherlich der Mangel an Liquidität bei Unternehmensanleihen, der zu stärkeren Verkäufen im Wandelanleihebereich führte, als angenommen. Die folgende Unterbewertung der Wandelanleihen war dementsprechend groß. Daraus erklärt sich auch die Tatsache, dass das Tief der Wandelanleihen schon 3 Monate vor dem Tief des Aktienmarktes eintrat und umgehend eine fulminante Recovery mit beeindruckender Outperformance der Wandelanleihen einsetzte. Ein interessanter Einstiegszeitpunkt.

Der spektakuläre Anstieg mit einer Partizipation von über 60% im Jahr 2009 brachte wesentlich größere Zugewinne als das Delta des Marktes zu diesem Zeitpunkt hatte erwarten lassen. (siehe Chart 2 - Pfeil 2: Partizipation im Anstieg des Jahres 2009).

2011 kaum negative Bewertungseffekte

Verfolgen wir die Entwicklung in Chart 1 weiter, so beobachten wir, dass die Korrektur im Jahr 2011 kaum einen negativen Bewertungseffekt auf Wandelanleihen hatte, umso mehr erfreute daher die überproportionale Aufwärtsbewegung der Wandelanleihen im Jahr 2012. (Siehe Chart 2 - Pfeil 3).

Die Partizipation von 73% lag 2012 weit über den Erwartungen der Marktteilnehmer.

Draghi Put und Eurokrise

Gehen wir auf der Zeitleiste in Chart 1 weiter, dann erleben wir die Euro Krise mit dem folgenden „Draghi Put“, bis zur Jahresmitte 2015. Die gleichbleibende Bewertung der Wandelanleihen ermöglichte eine sehr gute Partizipation an den „Underlyings“, welche im Herbst 2014 durch eine starke Flut von Neuemissionen kurz unterbrochen wurde. Die kurzfristige Reduktion der durchschnittlichen Bewertung aufgrund günstiger Neuemissionen erweiterte das Universum und bot gleichzeitig eine ausgezeichnete Einstiegsgelegenheit, da die Bewertungen auch innerhalb weniger Monate auf das alte Niveau zurückfanden. (siehe Chart 1- Pfeil 4).

Dieser rasche Anstieg der Bewertung war ein Zeichen, dass in einem normalen Umfeld Korrekturen des Marktes wesentlich mildere Auswirkungen auf die Bewertung von Wandelanleihen haben als das im Jahr 2008 der Fall war. Positiv ist zu vermerken, dass die Aufwärtsbewegungen der Anlageklasse mit dem Aktienmarkt in einem derart hohen Ausmaß korrelieren, dass eine langfristige Outperformance bei wesentlich verminderterem Risiko über lange Zeiträume möglich war.

2. BEWERTUNGSKRITERIEN: WAS LERNEN WIR AUS DER VERGANGENHEIT?

Die Bewertung der Wandelanleihen kann für den Einstiegszeitpunkt eine relevante Messgröße darstellen, weil der Aufholprozess der Bewertungen einen wesentlichen zusätzlichen Performanceanteil ausmachen kann. Daher bleibt die Frage offen, welcher Bewertungsmaßstab heranzuziehen ist.

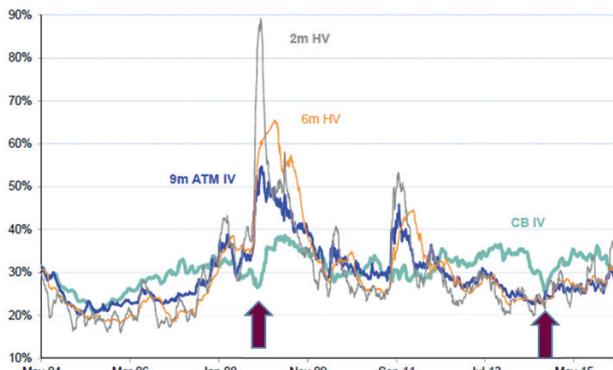
Es gibt 2 Möglichkeiten, die Bewertung von Wandelanleihen darzustellen:

1. IMPLIZITE VOLATILITÄT:

Die Implizite Volatilität betrachtet die Bewertung des Optionsteiles der Wandelanleihe und drückt diese in absoluten Zahlen aus. z.B. ist der langfristige Durchschnitt bei Europäischen Wandelanleihen rund 30%. Ausgehend von dieser Basis kann man beurteilen, ob der Optionsteil der Wandelanleihen zum jeweiligen Zeitpunkt hoch oder niedrig bewertet ist. Diese Messgröße ist für Wandelanleihen im hybriden Bereich gut geeignet, da ein Vergleich mit langfristigen Durchschnitten gut möglich ist. Bei Wandelanleihen, die sehr hohes oder sehr niedriges Delta haben, ist der

Z eitwert des Optionsrechtes sehr gering, daher können bereits sehr kleine Bewegungen im Preis zu starken Verzerrungen der Volatilität führen. Bei hybriden Wandelanleihen mit mittlerem Delta z.B. 25-75% liefert die Messgröße Implizite Volatilität brauchbare Ergebnisse, auf deren Basis Entscheidungen getroffen werden können. Chart 3 zeigt die Entwicklung eines hybriden Europäischen CB Portfolios (türkise Linie) im Vergleich zu historischen und impliziten Options- und Aktienvolatilitäten.

CHART 3: CONVERTIBLE & OPTIONSVOLATILITÄT



Quelle: Exane

In Chart 3 ist deutlich zu sehen, dass im Zuge der Finanzkrise des Jahres 2008 die Bewertung der Wandelanleihen litt, was in erster Linie durch die mangelnde Liquidität im Unternehmensanleihe Sektor ausgelöst wurde. Während die Unternehmensanleihen illiquide wurden, konnten Wandelanleihen weiterhin verkauft werden, da die Broker im Aktienmarkt eine Absicherungsmöglichkeit durch den Leerverkauf der Aktien vorfanden. Da viele Investoren nach dem Motto „Verkaufen, was geht.“ agierten, kam es zu kurzzeitigen Verwerfungen im Wandelanleihemarkt, die in einer starken Unterbewertung resultierten. (siehe Chart 3 - Pfeil 1).

Klares Signal dafür war die Tatsache, dass der tiefste Punkt der Wandelanleiheindizes bereits im November 2008 erreicht war, während der Aktienmarkt erst im März 2009 sein Tief erreichte. (siehe auch Chart 1 oben) Die Investoren hatten erkannt, dass Wandelanleihen zu billig waren und begannen, diese Situation zu nutzen. Dementsprechend erlebten Wandelanleihen im Jahr 2009 einen Aufschwung, der weit über das aufgrund des Deltas zu erwartende Maß hinausging und die Bewertung normalisierte. So partizipierte der Index mit über 60% am Anstieg der Underlyings. (Daten in Chart 2 siehe oben)

2. RICH-CHEAP BEWERTUNG:

In diesem Fall vergleicht man die Volatilität des Optionsteiles der Wandelanleihen mit der Volatilität der im Markt verfügbaren langlaufenden Optionen, um ein Verhältnis zwischen der Optionsvolatilität und der Wandelanleihevolatilität zu errechnen. Dabei ist festzuhalten, dass die Volatilität der Aktienoptionen keineswegs stabil ist, sondern ebenso von Erwartungen der

Marktteilnehmer abhängt. Trotzdem gibt diese Messgröße dem Halter der Wandelanleihe ein Gefühl dafür, wie die Optionen der Wandelanleihen im Verhältnis zu anderen konvexen Produkten bewertet sind. Am sogenannten Fair Value entspricht die Bewertung der Wandelanleihen der Bewertung der im Markt verfügbaren langlaufenden Optionen. Stehen für ein Unternehmen keine langlaufenden Optionen zur Verfügung, wird auch häufig auf die historische Volatilität der Aktie zurückgegriffen.

Diese Messgröße setzt voraus, dass die Volatilität der Optionen eine verlässliche Korrelation mit der Volatilität der Wandelanleihen einhält und die beiden Werte mittelfristig zueinander finden.

Dies ist unter normalen Bedingungen der Fall, kann jedoch in Extremsituationen durchaus zu Verwerfungen führen z.B. 2008 und 2009, von denen der erfahrene Wandelanleiheinvestor profitieren kann.

FAZIT:

Schlussendlich erscheint uns die implizite Volatilität als aussagekräftigere Messgröße, da sie nicht von den Bewegungen der Volatilität anderer Optionsprodukte abhängig ist und einen historischen Vergleich zum Mittelwert ermöglicht. Bei starken Veränderungen des Regimes, wie z.B. in den 80er Jahren, als Volatilitäten teilweise über Jahre im Bereich 15-18% verharrten und dann stark anstiegen, kann jedoch nur die Analyse beider Messgrößen sinnvolle Ergebnisse erzielen.

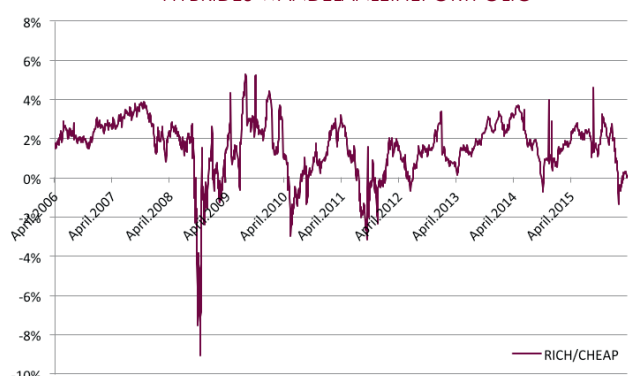
PERSPEKTIVE 2016:

Für uns als Manager war es wichtig zu lernen, die Korrekturbewegungen der Märkte zu antizipieren um die negativen Effekte auf ein Minimum zu reduzieren, was uns auch gelang.

Momentan liegen die Bewertungen des Europäischen Universums im mittleren bis unteren Bereich.

(siehe Chart 4) und lassen dementsprechend weitere Aufwertungen zu. Auch die implizite Volatilität hat sich in den letzten Monaten von Höchstständen um 36% um rund 17% auf 30% implizite Volatilität reduziert. Daher wird das Bild des Rich/Cheap Szenarios (siehe Chart 4) auch durch das absolute Volatilitätsniveau bestätigt.

CHART 4: RICH/CHEAP EUROPÄISCHES HYBRIDES WANDELANLEIHEPORTFOLIO



Quelle: Exane

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

Dieses Dokument ist eine ausschließlich an institutionelle Anleger gerichtete Marketingmitteilung, deren Inhalte sind nicht für Privatkunden geeignet. Alle im Dokument enthaltenen Daten beruhen auf den jeweils angegebenen Stichtagen; sofern nicht gesondert angegeben, gilt der auf der Titelseite ersichtliche Stichtag. CONVERTINVEST wird als Wertpapierfirma gemäß § 3 Wertpapieraufsichtsgesetz 2007 (WAG 2007) von der Finanzmarktaufsicht (FMA) beaufsichtigt. Hierbei handelt es sich um eine Marketingmitteilung. Dieser Bericht ist ausschließlich zur Verteilung an institutionelle Investoren zulässig und unter keinen Umständen gültig für Privatkunden. Sofern von institutionellen Performancezahlen die Rede ist, handelt es sich dabei um die Nettofondsperformance zuzüglich einer angenommenen Retrozession von 50BP (Berechnungsmethode auf Anfrage). Die individuellen Retro-zessionsvereinbarungen 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.

Dieses Dokument stellt keine Anlageanalyse, kein Angebot und keine Einladung zur Zeichnung oder zum Kauf von Fondsanteilen des CONVERTINVEST European Convertible & Bond Fund oder des CONVERTINVEST All-Cap Convertibles Fund oder des CONVERTINVEST Global Convertible Properties oder des CONVERTINVEST International Convertibles oder eines anderen Finanzinstruments dar. Weder dieses Dokument noch die darin enthaltenen Informationen können die Grundlage eines (Anlageberatungs-)Vertrages oder das Auslösen eines Dauerschuldverhältnisses bilden. Dieses Dokument wurde von CONVERTINVEST erstellt und basiert auf Daten und Informationen, die öffentlich erhältlich sind. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen stammen von Quellen (insbesondere Tipas, Semper Constantia Invest GmbH/Semper Constantia Privatbank AG, Carl Spängler KAG/State Street Bank GmbH, Raiffeisen Kapitalanlage GmbH/Raiffeisen Bank International AG, 3Banken-Generali Investment-GmbH/BKS Bank AG, EXANE, UBS, Thomson Reuters, Bloomberg und Deutsche Bank), die nach Ansicht von CONVERTINVEST verlässlich sind, jedoch kann CONVERTINVEST keine Gewähr für die Genauigkeit und Vollständigkeit dieser Informationen übernehmen.

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/ www.3bg.at/) zur Verfügung. Das genaue Datum der jeweils letzten Veröffentlichung sowie allfällige weitere Abholstellen sind auf der Homepage der KAG ersichtlich. Diese Unterlage dient als zusätzliche Information für ausschließlich institutionelle Anleger und basiert auf dem Wissensstand der mit der Erstellung betrauten Personen zum Redaktionsschluss. Die Analysen und Schlussfolgerungen sind genereller Natur und berücksichtigen nicht die individuellen Bedürfnisse der institutionellen Anleger hinsichtlich Ertrag, steuerlicher Situation oder Risikobereitschaft. Die Wertentwicklung der Vergangenheit lässt keine verlässlichen Rückschlüsse auf die zukünftige Entwicklung eines Fonds zu.

Alle Daten und Informationen wurden mit größter Sorgfalt nach den zum Stichtag aktuellsten vorhandenen Daten zusammengestellt und überprüft. Eine Haftung oder Garantie für die Richtigkeit und Vollständigkeit der Informationen kann nicht übernommen werden.

Die Vervielfältigung von Informationen oder Daten dieser Unterlage ist nicht ohne vorherige Genehmigung durch CONVERTINVEST gestattet.

Unsere Publikumsfonds, zum Vertrieb zugelassen in Deutschland, Österreich, Schweiz:

CONVERTINVEST European Convertible & Bond Fund (T)	AT000674999
CONVERTINVEST European Convertible & Bond Fund (A)	AT000674981
CONVERTINVEST European Convertible & Bond Fund (VT)	AT0000A0LVR7

Unsere Publikumsfonds, zum Vertrieb zugelassen in Deutschland, Österreich und Italien:

CONVERTINVEST All-Cap Convertibles Fund (T)	AT0000A09008
CONVERTINVEST All-Cap Convertibles Fund (A)	AT0000A08Y62
CONVERTINVEST All-Cap Convertibles Fund (VT)	AT0000A09016

Unsere Publikumsfonds, zum Vertrieb zugelassen in Deutschland und Österreich:

CONVERTINVEST Global Convertible Properties (T)	AT0000A14J55
CONVERTINVEST Global Convertible Properties (A)	AT0000A14J48
CONVERTINVEST International Convertibles (T)	AT0000A1AMW7
CONVERTINVEST International Convertibles (A)	AT0000A1AMV9
CONVERTINVEST International Convertibles (VT)	AT0000A1AMX5

CONVERTINVEST Financial Services GmbH
Liebermannstraße F03/401, A-2345 Brunn am Gebirge
Internet: www.convertinvest.com

E-Mail: office@convertinvest.com

Tel: 43 2252 25 99 79 – 0, Fax: DW: 29

Firmenbuch: FN 214338 d Firmenbuchgericht: LG Wr. Neustadt

Aufsichtsbehörde: Finanzmarktaufsicht, A-1090 Wien, Otto-Wagner-Platz 5, Tel. +43 (0)1 249 59 - 3202, www.fma.gv.at

DEZ 2015