

Convertible Bond Arbitrage: *Profite mit Wandelobligationen*

Hedgefonds-Strategien sind für Anleger ein Dauerthema. Was diese alternativen Anbieter genau machen und wie sie vorgehen, wird allerdings kaum hinterfragt. Dabei kann die Convertible Bond Arbitrage, richtig gemacht, fast jedes Portfolio abbilden. Das gesamte Portfolio lässt sich dabei durch weitgehend risikogeschützte Papiere ersetzen.

Dr. Peter Buser

Es gibt weltweit wohl mehr als 1'000 Fonds, die allein in Wandelanleihen investieren. Das meiste ist Einheitsbrei. Wenn die eine Bank einen Fonds auflegt, fühlt sich die andere angespornt, einen Konkurrenten dagegensetzen. Viel gedacht wird dabei kaum: Die angestellten Manager, die für gewöhnlich einen eher beschränkten Blick auf das Börsengeschehen haben, tun mit Ausnahmen alle dasselbe. Die Bank macht eben wieder mal einen «Converti». Sein Vorgänger, der wahrscheinlich wenig erfolgreich war, wird liquidiert. Alles führt zu Kommissionseinnahmen zulasten der Anleger: die Liquidation des Altfonds, die Begründung des neuen, die Liquidation der Assets des alten und die Neuinvestition in den neuen. Die Bank kann auch Hoffnung wecken, der neue Fonds werde - anders als der alte - erfolgreich sein und erklärt entgegen der Wahrheit, man hätte im einschlägigen Sektor Neuheiten entdeckt, die zu besserer Performance führten. Reiche Einnahmen sind allenthalben gesichert.

Chancenreich, aber vernachlässigt

Die «Convertible Bond Arbitrage» wird heute eher selten neu aufgelegt. Der Hauptgrund dafür ist die scheinbare Kompliziertheit, gepaart mit der Unmöglichkeit, die notwendigen Instrumente zur Umsetzung (z.B. Leerverkäufe) bankintern verfügbar zu machen. Allein die

Tatsache, dass die Strategie vernachlässigt wird, eröffnet aber demjenigen, der sie anwendet, zusätzliche Chancen. Anders als oft berichtet, wird der Börsenerfolg nicht durch die besondere Kenntnis von Techniken oder von wirtschaftlichen Gegebenheiten bestimmt, sondern ist abhängig von der «richtigen» Beobachtung von Wahrscheinlichkeiten. Es nützt wenig, zu wissen, welche Gesellschaft in den nächsten Jahren erfolgreich sein wird, denn

«Die Strategie eröffnet
zusätzliche Chancen, weil
mehr und mehr Banken sie
vernachlässigen.»

dieses Wissen teilen viele Anleger. Es mag sinnvoller sein, die kursbestimmenden Verhaltensweisen der Anlegerschaft (Behavioural Finance) zu beobachten. Doch gibt es auch hier eine stattliche Zahl von Marktteilnehmern, die nach meist von immer gleichen Autoren festgelegten Kriterien handeln.

Erfahrung statt Mathe

Wahrscheinlichkeiten wären mathematisch festlegbar, wenn alle Bestimmungsfaktoren bekannt wären. Die Bestimmungsfaktoren für die Kurse von Wandelanleihen sind nun derart zahlreich

und vielfältig, dass es müssig wäre, Formeln erarbeiten zu wollen. Es kommt dazu, dass Börsenkurse ja nie mathematische Ergebnisse aus Bestimmungsfaktoren sind, sondern Ergebnisse aus einem Bündel von Einschätzungen, die auch «falsch» sein können. Einzig effizient kann die vom Spezialisten angestellte langzeitige Beobachtung von Kursbewegungen sein. Hat man lange Erfahrung mit bestimmten Märkten (ich habe 55 Jahre Erfahrung), so kann man es unternehmen, künftige Chartbewegungen als wahrscheinlicher als andere zu prophezeien. Analysiert man Resultate, z.B. die 3-Jahres-Performance, dann wird man vielleicht feststellen, dass man 48% falsch und «nur» 52% richtig prognostiziert hat. Die 4% Differenz genügen aber schon, um eine Benchmark wie den MSCI World zu schlagen.

Praxisbeobachtungen

Meine Beobachtungen aus der eigenen Praxis zeigen, dass Depots aus internationalen Wandelanleihen die Benchmark in den zwei Dreijahresperioden zwischen 2008 und 2014 in USD total um 12-18% geschlagen haben. Dies scheint wenig, ist aber viel in einer Umgebung, wo z.B. zehnjährige USD-Bonds durchschnittlich kaum mehr als 3% Jahresrendite brachten. Ich versuche, einige Kategorien von Wandelobligationen zu exemplifizieren und in zwei wichtigen Kategorien ganz rudimentär auszuwerten:

Investment Grade, kurzläufig

Siemens 16.08.2017 DE000A1GOWA1

Geschätzte Dreijahresfluktuation 20%

Geschätzte Fluktuationsfrequenz 1

Investment Grade, langläufig

Intel 01.08.2039 US458140AF79

Geschätzte Dreijahresfluktuation 25%

Geschätzte Fluktuationsfrequenz 2

Bonitätsmässig gut gestützt, kurzläufig

Newmont Mining 15.07.2017 US651639AJ57

Geschätzte Dreijahresfluktuation 25%

Geschätzte Fluktuationsfrequenz 2

Bonitätsmässig gut gestützt, langläufig

Micron Technology 15.11.2028 US595112AY95

Geschätzte Dreijahresfluktuation 35%

Geschätzte Fluktuationsfrequenz 3

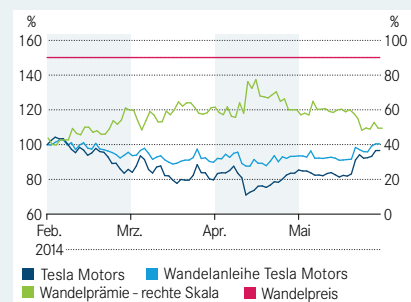
Spekulativ, mittelläufig

Tesla Motors 01.03.2021 US881GORAC51

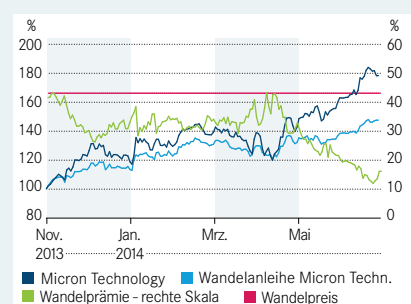
Geschätzte Dreijahresfluktuation 40%

Geschätzte Fluktuationsfrequenz 3

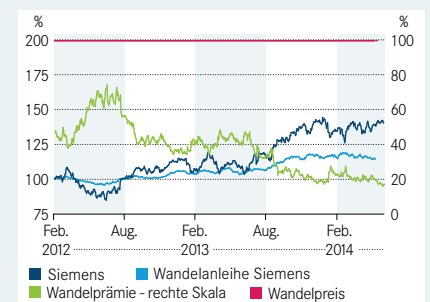
TESLA



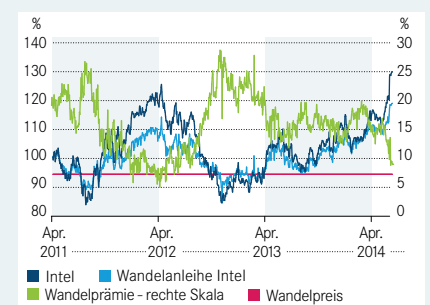
MICRON



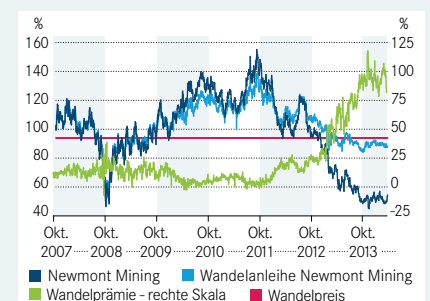
SIEMENS



INTEL



NEWMONT



Es wäre aussichtslos, wollte man die Charts mathematisch in die Zukunft projizieren. Die Extrapolation muss eine nichtmathematische sein, sie inkludiert die eigene Prognose. Der Verdacht, diese Prognose könnte falsch sein, ist dabei die Grundlage für besseres Arbeiten und auch für progressiv sich entwickelndes Leistungsvermögen. Angaben darüber, welche Messkriterien mir überhaupt wichtig sind, möchte ich nicht machen.

Wandelobligationen-Strategie

Ich werde über die Möglichkeiten, die Alternative «Convertible Bond Arbitrage» zu spielen, in einer der kommenden Ausgaben des payoff magazine berichten. Entscheidend ist, dass man als werbender Vermögensverwalter weiss, ob man mit einer Methode eine Überperformance erzielt oder nicht. Man darf es nicht versäumen, seine Performance selbstkritisch zu messen und sich auch Niederlagen einzugestehen. Es gibt allzu viele Branchenleute, die aus Angst vor der

Wahrheit die Performance entweder nicht messen oder die, wenn sie ihre schlechten Resultate sehen, rasch «vergessen». «Nächstes Mal geht's besser», sagt dann die innere Stimme. «Schliesslich muss ich meinen bohrenden Neuinteressenten eine Angabe machen können, was ich im Jahresschnitt so etwa erarbeite. Sind dies 3% p.a., 7%, 12% oder 30%? Nun, es waren 3%. So sage ich jetzt 7%. Niemand kann es prüfen. Genau weiss ich es ja selber nicht.»

Investoren, die mit auf Herz und Nieren geprüften Vermögensverwaltern des GESTIO-Zirkels zusammenarbeiten, hören nicht nur wie die Resultate sein werden – die Resultate können ihnen in verschiedenen Modellen garantiert werden. Mittels Garantie einer Schweizer Grossbank. Übrigens: Banker erklären solche Gewissenserforschung für «Poésie». Sie möchten moralisch sein, können es aber nicht. Glauben es nicht zu können. Und glauben es gerne. ■

Weitere Angaben zum Thema Wandelanleihen finden Sie unter:

www.drbusser.com

www.highrateconvertibles.com

Video «Stockizee» auf www.drbusser.com (Minuten 23.30 -38.25) sowie in der Weltwoche vom 12.06.2014, Beilage Anlegen&Vorsorgen (S. 20).