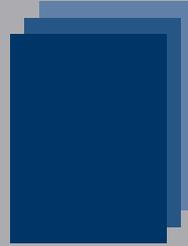


# Hintergrund



## Convertible Arbitrage-Strategien im Fondsmantel

April 2018



# Convertible Arbitrage-Strategien im Fondsmantel

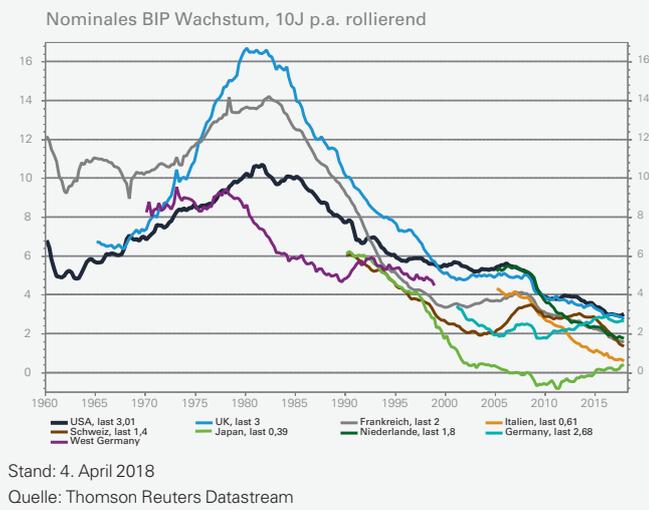
- Das Zusammenspiel von sinkenden nominalen Wachstumsraten, wiederkehrenden Krisen, Überregulierung, „Safe Haven“ Investments der Anleger und Anleihekäufen der Zentralbanken hat zu massiv sinkenden Kapitalmarktzinsen geführt. Die Investoren sind mit einem extremen Niedrigzinsumfeld konfrontiert, so dass sie mit ihrer traditionellen Asset Allocation und einer hohen Anleihegewichtung ihre Anlageziele nicht mehr erreichen können. Sie haben ihre Asset Allocation verändert, unter anderem indem sie in alternative Strategien investiert haben.
- In den letzten Jahren hat sich dieser Markt für alternative Anlagen weiterentwickelt. Neben den klassischen (illiquiden) Grundformen gibt es einen wachsenden Markt für Liquid Alternatives. Dabei handelt es sich um ein Fondssegment regulierter UCITS-Fonds mit alternativer Anlagestrategie, welche die klassischen (unregulierten) alternativen Strategien in einem regulierten Fondsmantel duplizieren. Dieses Vorgehen erweitert den Anlegerkreis, bietet eine höhere Liquidität, höhere Transparenz, andere Gebührenmodelle, einen niedrigeren Leverage und eine bessere Skalierbarkeit.
- Der Grund für das Wachstum dieser Produkte liegt häufig in der Substitution oder Ergänzung von Rentenstrategien. Liquid Alternatives-Strategien haben in der Regel einen Total Return-Charakter mit einem begrenzten Long-Bias. Daher können Liquid Alternatives in der Kombination einer geringen Korrelation zu den klassischen Märkten mit einer besseren absoluten Wertentwicklung während ungünstiger Marktphasen einen Beitrag zu einem asymmetrischen Risikoprofil des Gesamtportfolios leisten. Viele Strategien sind geeignet, bei steigenden Zinsen eine Diversifikation zu klassischen Renten zu bieten.
- Eine für die Diversifikation zu Rentenportfolios naheliegende Hedgefondsstrategie, die bisher nur in Einzelfällen als Liquid Alternative-Strategie verfügbar ist, sind sogenannte Convertible Arbitrage-Fonds, die historisch gesehen in Zeiten steigender Zinsen besonders erfolgreich waren.
- In ihrer Grundkonzeption besteht eine solche Arbitrageposition aus dem Kauf von Wandelanleihen kombiniert mit dem Verkauf einer gewissen Menge von Aktien, in die die Wandelanleihen gewandelt werden können. Diese Kombination einer Long-Position in einem Wertpapier (Wandelanleihe) mit einer Short-Position in einem anderen Wertpapier (der Aktie), die beide im Prinzip die gleiche Risikoposition widerspiegeln, ist namensgebend für die Bezeichnung „Arbitrage“.
- Convertible Arbitrage-Strategien bieten im Niedrigzinsumfeld eine interessante Alternative. Erträge, die über Fixed Income liegen, eine vergleichbare Volatilität und gleichzeitig eine geringe Korrelation sowohl mit Fixed Income wie mit Aktien. Dies bedeutet, dass der Einbau von Convertible Arbitrage-Hedgefonds in klassische Aktien-Renten-Portfolios die Effizienzlinie der Kapitalanlagen verbessert.
- Lazard Asset Management managed seit Juni 2007 globale Convertible Arbitrage-Fonds im Rahmen seiner normalen Hedgefondsstrategien. Diese Strategien werden ab April 2018 erstmals als Liquid Alternative-Hedgefonds im UCITS-Mantel angeboten. Wegen der überaus positiven Charakteristika (hoher Ertrag, extrem niedrige Volatilität, geringe Korrelation zu Aktien- und Rentenmärkten, Schutz vor Zinsanstieg) in den vergangenen elf Jahren bietet der Fonds für einen breiteren Kreis von Anlegern eine interessante Anlagealternative.

# Convertible Arbitrage-Strategien im Fondsmantel

## Ursachen des Niedrigzinsumfelds

Seit den 1980er Jahren lässt sich in der gesamten entwickelten Welt beobachten, dass die durchschnittlichen nominalen Wachstumsraten immer weiter zurückgehen. Dabei waren sowohl die realwirtschaftliche Dynamik wie auch die Inflationsraten auf lange Sicht gesehen rückläufig (vgl. Abbildung 1).

Abbildung 1:  
Sinkende nominale Wachstumsraten



Gleichzeitig hat die Zahl der ökonomischen Krisen insbesondere seit den 1990er Jahren zugenommen. Von der Savings & Loans-Krise in den USA (1986-1995) über die Bankenkrise in Skandinavien (1990-1992), die EWS-Krise (1992), die Pesokrise (Mexiko, 1994/95), die Asienkrise (1997/98) bis hin zur Russlandkrise und dem Scheitern des Hedgefonds LTCM (1998) waren die 1990er Jahre ein wahres Krisenjahrzehnt. Aber die Zeit danach war nicht viel besser. Der große Aktienmarktcrash (2000-2003) und der terroristische Anschlag auf die USA (2001) wurden von der Finanzmarktkrise (2007/2008) abgelöst, die in der Folge die EWU-Krise (2011/2012) verursachte. Seitdem kam die Welt nicht mehr wirklich zur Ruhe.

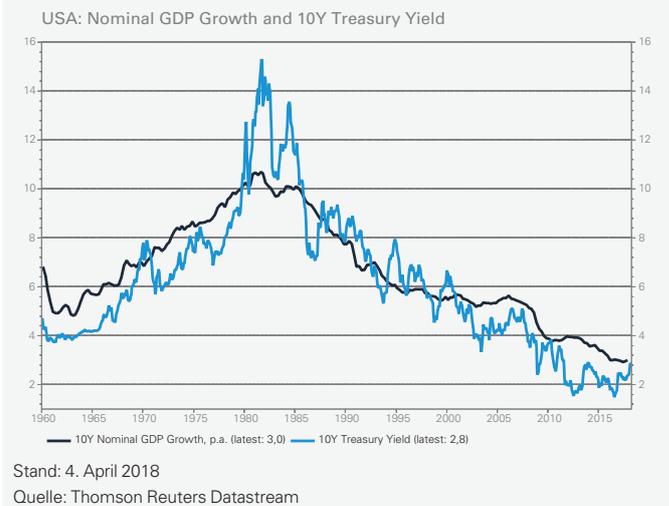
Angesichts der sinkenden Wirtschaftsdynamik bei gleichzeitig häufiger werdenden Krisen ist es nicht überraschend, dass für die Kapitalanleger die Suche nach sicheren Kapitalanlagen ein zentrales Anlagemotiv der letzten Dekaden war.<sup>1</sup> Diese Suche nach Sicherheit wurde durch den Regulator verstärkt, der aus den verschiedenen Krisen den Schluss zog, dass man den Anleger vor sich selbst schützen und ihm deshalb das Eingehen von Risiken erschweren müsse. Dies verstärkte die Übernachfrage nach Anlagen, die als „Safe Assets“ angesehen werden. Dazu gehören insbesondere die Staatsanleihen „gesunder“ Länder wie USA, Deutschland, Niederlande, Schweiz oder Skandinavien.

Seit der Finanzmarktkrise sind die Zentralbanken als dominante Nachfrager im Markt für sichere Anlagen hinzugekommen. Als

Reaktion auf die immer mehr sinkenden Wachstumsraten, die Finanzmarktkrise und die EWU-Turbulenzen sind die großen Zentralbanken zu einer unkonventionellen Geldpolitik mit dem Ziel einer Wiederbelebung der Inflation und Eindämmung der Staatsschuldenproblematik übergegangen, weil die traditionelle Geldpolitik an Grenzen gestoßen war. Der massive Kauf von Staatsanleihen, Unternehmensanleihen, Covered Bonds und ABS im Rahmen dieser sogenannten quantitativen Lockerung hat den Rentenmarkt stark beeinflusst.<sup>2</sup>

Das Zusammenspiel von sinkenden nominalen Wachstumsraten, wiederkehrenden Krisen, Überregulierung, „Safe Haven“ Investments der Anleger und Anleihenkäufen der Zentralbanken hat in den letzten Jahren zu massiv sinkenden Kapitalmarktzinsen geführt.<sup>3</sup> Die (institutionellen) Investoren sind daher seit langem mit einem extremen Niedrigzinsumfeld konfrontiert, was zur Folge hat, dass sie mit ihrer traditionellen Asset Allocation und einer hohen Anleihengewichtung ihre Anlageziele nicht mehr erreichen können (vgl. Abbildung 2)

Abbildung 2:  
Niedrigwachstum und Niedrigzinsen



## Liquid Alternatives

In der Folge des Niedrigzinsumfeldes haben die Anleger ihre klassischen Fixed Income Engagements über die letzten Jahre deutlich reduziert und in andere Assetklassen und Anlagestrategien umgeschichtet. Dies gilt insbesondere für Investoren in Kerneuropa, wo die Zinsen seit Jahren besonders niedrig sind. Die Portfolios sind globaler ausgerichtet worden, man hat in Illiquiditätsprämien investiert (Private Debt, Corporate Lending, Leasing, New Energy, Infrastruktur), Aktienquoten aufgestockt, Immobilien erworben, aber man hat sich auch für neue aktive Strategien wie Hedge Fonds, Private Equity und Venture Capital geöffnet. Insgesamt sind die Portfolios heute viel breiter diversifiziert als vor der Finanzmarktkrise.

Viele dieser alternativen Vermögensanlagen sind in den ersten Jahren außerhalb eines traditionellen Fondsmantels erfolgt, beispielsweise als Direktinvestitionen, Private Partnerships, Limited Liability Companies, Offshore-Konstruktionen oder ganz andere Anlagevehikel. Bei diesen Anlageformen gehörte es praktisch zur Grundausrüstung, einen begrenzten Zugang und eine geringe Liquidität, eine eingeschränkte Transparenz, hohen Leverage, hohe Gebühren und Performance Fees sowie eine geringe Skalierbarkeit aufzuweisen.<sup>4</sup>

In den letzten Jahren hat sich der Markt für alternative Anlagen weiterentwickelt. Neben den klassischen (illiquiden) Grundformen gibt es mittlerweile einen wachsenden Markt für sogenannte „Liquid Alternatives“.<sup>5</sup> Dabei handelt es sich um ein Fondssegment regulierter UCITS-Fonds mit alternativer Anlagestrategie, die sozusagen die klassischen (unregulierten) alternativen Strategien in einem regulierten Fondsmantel duplizieren. Dieses Vorgehen erweitert den Anlegerkreis für alternative Strategien, bietet eine höhere Liquidität, höhere Transparenz, andere Gebührenmodelle, einen niedrigeren Leverage und eine bessere Skalierbarkeit.<sup>6</sup>

Erste Ansätze für Liquid Alternatives gab es in Europa schon seit den 2000er Jahren, jedoch waren diese Konstrukte zu Beginn sehr überreguliert und mit zu hohen Kosten verbunden, so dass es unrealistisch war, die alternativen Strategien oder ihre Ertrags-Risiko-Muster wirklich duplizieren zu können. Erst nach der Finanzmarktkrise hat dieser Markt im Zuge einiger Anpassungen von Investmentgesetzen echte Nutzer gefunden und ist seitdem stark expandiert. Man schätzt, dass Ende 2017 rund 400 Mrd. Euro in fast 1200 Fonds verwaltet wurden. Damit hat sich dieses Marktsegment nachhaltig etabliert.<sup>7</sup>

Was die Strategieviefalt angeht, bieten die Liquid Alternatives-Fonds fast alles an, was auch den normalen Alternatives-Bereich kennzeichnet, insbesondere aber eine Fülle von Hedgefonds-Strategien wie Equity Long/Short, Multi-Asset Multi-Strategy, Equity Market Neutral, Funds of Funds, Global Macro, Relative Value, Event Driven oder Volatilitätsstrategien.<sup>8</sup>

Der Grund für das Wachstum dieser Produkte liegt häufig in der Substitution oder Ergänzung von Rentenstrategien, wobei der Anleger aber nur ein begrenztes Marktrisiko eingehen will. Liquid Alternatives-Strategien haben in der Regel einen Total Return-Charakter, häufig mit einem begrenzten Long-Bias. Daher können Liquid Alternatives in der Kombination einer geringen Korrelation zu den klassischen Märkten mit einer besseren absoluten Wertentwicklung während ungünstiger Marktphasen einen Beitrag zu einem asymmetrischen Risikoprofil des Gesamtportfolios leisten. Viele Strategien sind zudem besonders geeignet, bei steigenden Zinsen eine Diversifikation zu klassischen Renten zu bieten.<sup>9</sup>

## Convertible Arbitrage als Liquid Alternative-Strategie

Eine für die Diversifikation zu Rentenportfolios besonders nahe-liegende Hedgefondsstrategie, die dennoch bisher nur in Einzelfällen als Liquid Alternative-Strategie verfügbar ist, sind sogenannte Convertible Arbitrage-Fonds, die historisch gesehen in Zeiten steigender Zinsen besonders erfolgreich waren.

In ihrer Grundkonzeption besteht eine solche Arbitrageposition aus dem Kauf von Wandelanleihen (englisch „Convertibles“) kombiniert mit dem gleichzeitigen Verkauf einer gewissen Menge von Aktien, in die die Wandelanleihen gewandelt werden können.<sup>10</sup> Diese Kombination einer Long-Position in einem Wertpapier (Wandelanleihe) mit einer Short-Position in einem anderen Wertpapier (der Aktie), die beide im Prinzip die gleiche Risikoposition widerspiegeln, ist namensgebend für die Bezeichnung „Arbitrage“ bzw. „Hedgefonds“.

Aber man darf sich hier durch die Begriffe nicht täuschen lassen. Es handelt sich weder um eine wirklich vollständige, risikolose Arbitrage noch ist das Portfolio komplett gehedged oder marktneutral, sondern der Ertrag wird durch das Eingehen kontrollierter Risiken erwirtschaftet. Insbesondere kann das Problem der Illiquidität in Stressszenarien zum Risikofaktor werden, vor allem in Strategien mit Leverage. Dies haben in vielen Convertible Arbitrage-Strategien die Jahre 2005 und 2008 eindrucksvoll gezeigt.<sup>11</sup>

Auf die genaue Umsetzung der Strategie werden wir im Folgenden detaillierter eingehen, beginnend (zur Erinnerung) mit der Definition und den Charakteristika von Convertibles.<sup>12</sup>

## Was sind Convertibles?

Convertibles gehören zu den Mischformen von Kapitalanlagen, den sogenannten hybriden Produkten. Sie kombinieren Unternehmensanleihen mit einem Umtauschrecht in Aktien.<sup>13</sup>

Der Käufer einer Wandelanleihe erwirbt einerseits eine Unternehmensanleihe mit fester Laufzeit, fester Rückzahlung und festem Kupon. Andererseits steht dem Käufer der Wandelanleihe gemäß den Bedingungen des Emissionsprospekts zusätzlich das Recht (die Option) zu, die Anleihe (i.d.R. bis zum Ende der Laufzeit der Anleihe, der Wandlungsfrist) in einem bestimmten Verhältnis (Umtauschverhältnis, Wandelverhältnis oder Conversion Ratio) in Aktien umzuwandeln (Wandelrecht). Mit anderen Worten ist eine Wandelanleihe eine Kombination aus einer Unternehmensanleihe und einer eingebundenen („embedded“) „amerikanischen“ (Long) Call-Option auf die Aktie. Wandelanleihen sind damit eine defensive Art, um Aktienexposure zu erhalten.<sup>14</sup>

## Welche Eigenschaften haben Convertibles?

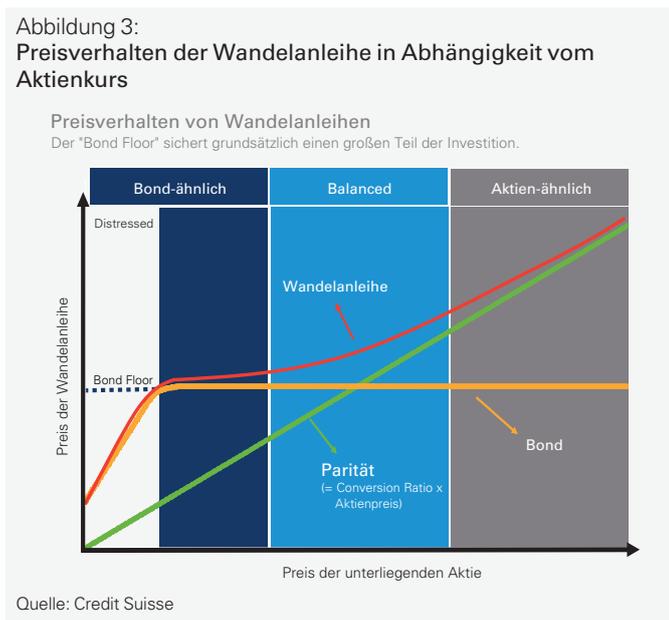
Wandelanleihen sind von Aktiengesellschaften wie Unternehmen und Banken emittierte festverzinsliche Wertpapiere mit einem Umtauschrecht in Aktien. Dadurch weisen sie sowohl Eigenschaften von Unternehmensanleihen als auch von Aktien auf.

Das eingebaute Aktienoptionsrecht verleiht den Anleihen ein aktienähnliches Gewinnpotential (die Wandelanleihe profitiert von steigenden Aktienkursen), während der theoretische Wert der Cash Flows der zugrunde liegenden Unternehmensanleihe das Verlustpotential beschränkt („Bond Floor“), zumindest solange, wie das Unternehmen nicht konkursgefährdet ist.

Letztlich profitieren die Wandelanleihen mit einem hohen Prozentanteil am steigenden Aktienmarkt (hohes „Upside

Capture“), während sie wesentlich geringer von fallenden Kursen betroffen sind (niedriges „Downside Capture“). Diese Kombination von Aktien und Renten in einem Produkt erzeugt also eine asymmetrische Chancen-Risiko-Konstellation. Man spricht auch von einem konvexen Auszahlungsprofil. Wandelanleihen sind mit anderen Worten ausgestattet mit einer impliziten, quasi-automatischen Asset Allocation-bzw. Risikosteuerung und damit besonders geeignet für den Einbau in Total Return-Konzepte.<sup>15</sup>

Der (fiktive) Zusammenhang zwischen dem Kurs der zugrunde liegenden Aktie und dem Preis der Wandelanleihe kann illustrativ verdeutlicht werden (vgl. Abbildung 3).<sup>16</sup>



Der Preis der Wandelanleihe hängt eng mit dem Kurs der Aktie zusammen. Steigende Aktienkurse sorgen für steigende Preise bei den Wandelanleihen, fallende Aktienkurse lassen die Preise der Wandelanleihen sinken. Allerdings ist der Zusammenhang weder linear noch symmetrisch.

Die Reaktionen der Preise der Wandelanleihe auf Kursänderungen der Aktie sind wegen der eingebauten Option durch eine sich ändernde Aktienkurs sensitivität (Delta, Gamma) und eine Abhängigkeit von der Volatilität der Aktie (Vega) gekennzeichnet.

Die Elastizität der Preisbewegung der Wandelanleihe auf Preisbewegungen der Aktie ändert sich in Abhängigkeit von der Höhe des Aktienkurses. Sie liegt bei fast null, wenn der Aktienkurs sehr tief ist, und sich der Wert der Wandelanleihe dem Wert des Bond Floors nähert. Sie konvergiert hingegen mit steigendem Aktienkurs gegen eins. Deutlich erkennt man in der Abbildung 3 die Bedeutung des Bond Floors, der die Kursbewegung der Wandelanleihe bei fallenden Aktienkursen nach unten abfedert. Damit ist die Preisabhängigkeit der Wandelanleihe vom Aktienkurs im positiven Sinne asymmetrisch.

## Grundstrategien der Convertible Arbitrage

Die meisten Strategien, die von Convertible Arbitrage-Hedgefonds umgesetzt werden, beruhen auf der Annahme, dass Wandelanleihen wegen ihrer geringeren Liquidität bei gleichzeitiger Komplexität im Vergleich zu ihrem theoretischen Wert, der mit anspruchsvollen mathematischen Modellen berechnet wird, regelmäßig unterbewertet sind. Der Hedgefondsmanager nutzt diese (vermutete) Fehlbewertung zu einer Arbitrage aus, indem er die Wandelanleihen eines Unternehmens kauft und gleichzeitig (in der „richtigen“ Anzahl) die Aktien des Unternehmens leiht und leer verkauft.<sup>17</sup>

Dabei erfolgen der Kauf und Verkauf von Wandelanleihe und Aktien - so lautet der Fachbegriff - deltaneutral. Der Fondsmanager berücksichtigt, dass sich die Wandelanleihe nicht eins zu eins mit dem Aktienkurs bewegt, nur mit dem Deltafachen. Hat eine Wandelanleihe ein größeres Delta, müssen mehr Aktien verkauft werden, um marktneutral zu sein. Weist sie ein kleineres Delta auf, müssen weniger Aktien verkauft werden. Zur Berechnung der genauen Anzahl der Aktien, die für eine marktneutrale Position benötigt werden, ist zusätzlich noch das Wandelverhältnis mit einzubeziehen, also die Zahl der Aktien, in die eine Wandelanleihe gewandelt werden kann. Kann beispielsweise eine Wandelanleihe in zwanzig Aktien gewandelt werden und hat die Anleihe ein Delta von 0,5, so wird für eine Convertible Arbitrage-Position eine Wandelanleihe gekauft und  $20 \cdot 0,5 = 10$  Aktien dagegen leerverkauft.

Zusätzlich ist zu berücksichtigen, dass das Delta der Wandelanleihe vom Aktienkurs selbst abhängt (das ist das sogenannte Gamma der Wandelanleihe). Steigt der Aktienkurs, steigt auch das Delta der Wandelanleihe. Fällt der Aktienkurs, fällt das Delta der Wandelanleihe (das ist die Konvexität der Wandelanleihe bzw. das asymmetrische Risikoprofil). Will der Arbitrageur seine Position „Long Wandelanleihe, Short Aktie“ deltaneutral halten, muss er im steigenden Markt Aktien verkaufen (weil die Wandelanleihe ein wachsendes Marktrisiko aufweist) und im fallenden Markt Aktien zurückkaufen (weil das Delta der Wandelanleihe fällt). Man nennt diese Anpassung der „Long Wandelanleihe, Short Aktie“ Position durch den Verkauf oder Kauf von Aktien in Reaktion auf die Bewegungen des Aktienmarktes Gamma-Trading.

Hierbei ist hervorzuheben, dass diese Handelsstrategie eine zutiefst antizyklische Komponente hat. Der Convertible Arbitrageur verkauft nämlich die Aktien in den steigenden Markt und kauft die Aktien im fallenden Markt zurück, während er die Wandelanleihe wegen der Arbitrageposition hält. Diese Position ist dann besonders gewinnversprechend, wenn die Aktie besonders volatil ist, weil dann besonders regelmäßig „preiswert gekauft“ und „teuer verkauft“ wird. Das Gamma-Trading stellt also primär eine Volatilitätsarbitrage dar. In Zeiten hoher Volatilitäten kann der Hedgefondsmanager ein deutlich höheres Gewinnpotenzial erwarten als in Phasen niedriger Schwankungen. Man spricht manchmal deshalb auch von „Vega-Trading“.

Ausgangspunkt einer erfolgreichen Arbitragestrategie ist aber immer das Feststellen einer Fehlbewertung, hier also der Wandelanleihen. Deren relative Attraktivität lässt sich über eine Rich-/Cheap-Analyse der in den Wandelanleihen implizierten Optionsbestandteile erkennen. Der Arbitrageur vergleicht die eingepreiste aktuelle, implizite

Optionsvolatilität mit dem langfristigen Durchschnitt und unterstellt, dass sich die Volatilität schrittweise an den Durchschnitt annähert. Eine Wandelanleihe ist also unterbewertet, wenn die eingepreiste, implizite Volatilität deutlich unter dem langfristigen Durchschnitt liegt und zu erwarten ist, dass sie in der näheren Zukunft allmählich in Richtung Mittelwert ansteigt. Manche sprechen wegen der Long-Position in einer Anleihe auch von einer Cash-and-Carry-Strategie.

Wir wollen in dieser kurzen Übersicht nicht auf die Convertible Arbitrage-Strategien in Gänze eingehen, aber es ist klar, dass die „Long Wandelanleihe, Short Aktie“-Position nur eine Basisstrategie des Arbitrageurs ist. In Convertible Arbitrage-Hedgefonds können auch andere Strategien und Instrumente eingebaut werden.

So kann das Credit-Risiko der Wandelanleihe mit Swaps oder CDS gesteuert werden, das Zinsrisiko mit Swaps, Forwards oder Futures gehedged werden, die langfristige Optionsvolatilität der Wandelanleihe kann über die kurzfristige Volatilität von börsengehandelten oder OTC-Aktioptionen arbitriert werden oder es können High Yield Anleihen und Aktienindexfutures in Arbitragepositionen eingebaut werden. Natürlich können auch Relative Value-Positionen zwischen verschiedenen Wandelanleihen unterschiedlicher Qualität umgesetzt werden (z. B. für sogenannte Capital Structure Arbitrage). Häufig spielt auch der systematische Kauf neu emittierter Wandelanleihen in Convertible Arbitrage-Hedgefonds eine Rolle, weil am Primärmarkt (historisch recht gesichert) meist eine Bewertungsprämie zu vereinnahmen ist.

## Einbettung der Convertible Arbitrage in den Hedgefonds-Katalog

Für Spezialisten ist die Frage wichtig, wie sich Convertible Arbitrage-Strategien in den allgemeinen Hedgefondsmarkt einfügen und welchen (Sub-)Indizes diese Fonds angehören. Diese Zuordnung von Strategien zu Hedgefondstypen oder Indizes ist nicht immer ganz einfach.<sup>18</sup>

Sehr häufig wird die Convertible Arbitrage der Gruppe der Relative Value-Hedgefonds zugeordnet. Allerdings kommt es in Abhängigkeit von der Indexgruppe und der Strategie des einzelnen Hedgefonds auch vor, dass Convertible Arbitrage-Konzepte der Fixed Income Arbitrage, der Gruppe „Event Driven“ oder „Special Situations“ zugeordnet werden. Dies liegt daran, dass bei vielen Convertible Arbitrage-Strategien ein Teil der Arbitrageüberlegungen auch die Ausnutzung von besonderen Ereignissen wie Aktienrückkäufen, M&A-Transaktionen, Tauschangeboten, speziellen Dividendenausschüttungen (Schutzklauseln), sogenannte „Sweeteners“ oder „Soft Calls“ im Wandelanleiheprospekt, Kapitalstrukturänderungen oder spezielle Klauseln bei Default beinhaltet.

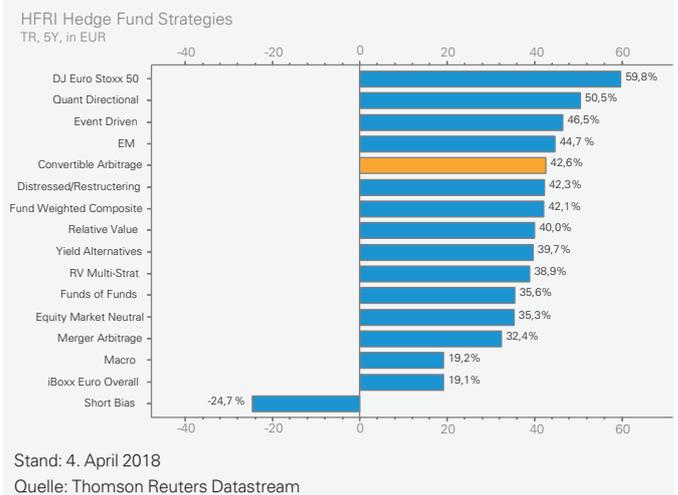
Dies macht deutlich, dass die Gruppe der Convertible Arbitrage-Hedgefonds durch einen großen Instrumentenkasten und eine Vielfalt unterschiedlicher Strategien gekennzeichnet ist. Deshalb sind Feststellungen über die Gruppe als Ganzes und Einordnungen in die Indizes generell nur bedingt aussagekräftig, denn die Indizes sind am Ende sehr heterogen.

Convertible Arbitrage-Fonds setzen unterschiedliche Ziele, Arbitrageüberlegungen und Erwartungen um. Viele der Konzepte

sind zudem keine echten Arbitragestrategien, sondern haben einen ausgeprägten Long-Bias, was bedeutet, dass sie am Ende doch relativ stark von der Wertentwicklung des Aktienmarktes abhängen. Es macht auch einen wesentlichen Unterschied, ob im Rahmen der Strategie Credit-Risiken und Zinsrisiken gehedged werden, wie stark der Fonds in unterschiedlichen Risikogruppen diversifiziert ist, wie hoch der Derivateanteil bzw. der Leverage ist oder wie stark auf Volatilitätstrading gesetzt wird.

Deshalb ist eine reine Indexbetrachtung nur bedingt hilfreich. Es kommt bei Investments in Hedgefonds wesentlich auf die Hedgefondsselektion auf Basis von Know-How und einer tiefgehenden Due Diligence an. Um die Einzelbetrachtung der Convertible Arbitrage-Hedgefonds kommt der Anleger nicht herum. Obwohl Convertible Arbitrage-Strategien sehr technisch/quantitativ ausgerichtet sind, spielt die Marktexpertise und die Erfahrung des einzelnen Managers eine große Rolle für den Anlageerfolg.<sup>19</sup>

Abbildung 4:  
Performance von Hedgefondsstrategien



## Eigenschaften und Vorteile von Convertible Arbitrage-Strategien

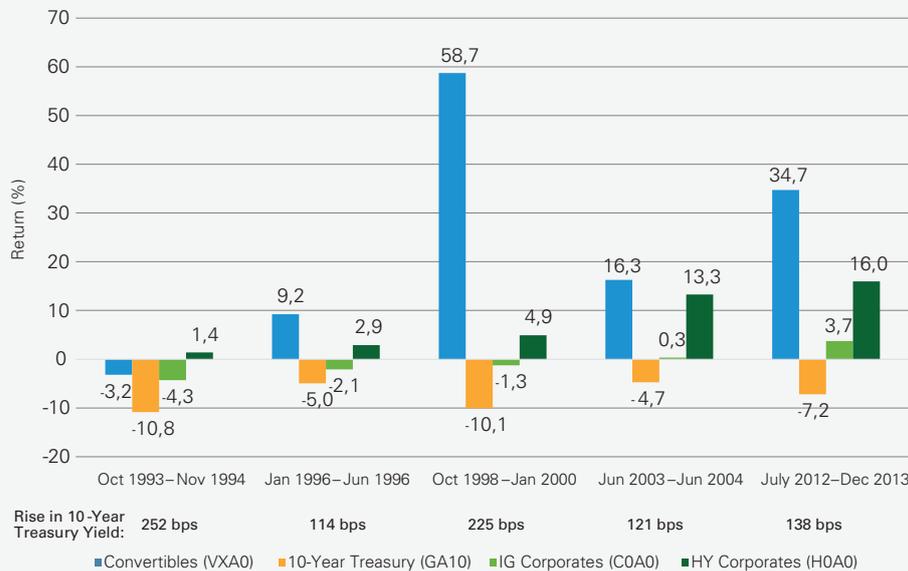
Generell sind Wandelanleihen wegen ihres asymmetrischen Risikoprofils per se sehr geeignet für den Einbezug in Total Return-Strategien. Sie sind einerseits Unternehmensanleihen und bieten so ein Grundmaß an Sicherheit und Stabilität. Gleichzeitig offerieren sie aber auch eine Partizipation am Aktienmarkt (mit Risikopuffer), so dass sie ein höheres Wertsteigerungspotenzial aufweisen als normale Unternehmensanleihen („Upside Capture“, „Downside Protection“).

Die Kombination von Anleihen mit niedriger Duration mit einer Aktienkomponente bietet im Zusammenspiel einen gewissen Schutz vor steigenden Zinsen. Convertible (Arbitrage)-Fonds haben in Zeiten steigender Zinsen meist besonders gut performt (vgl. Abbildung 5).<sup>20</sup>

Abbildung 5:  
Convertible Bonds bei steigenden Zinsen

Appendix: Protection from Rising Rates & Low Duration

Historical Outperformance in Periods of Rising Interest Rates



Durations and other information on this page are subject to change at any time. Past performance is not a reliable indicator of future performance. There is no guarantee that the results and market conditions described on this page will occur. Return for an individual investor may vary depending on market conditions, timing, and other factors. VXA0 is the Bank of America Merrill Lynch All U.S. Convertibles Index. GA10 is the Bank of America Merrill Lynch Current 10-Year U.S. Treasury Index. COA0 is the Bank of America Merrill Lynch Corporate Master Index. H0A0 is the Bank of America Merrill Lynch High Yield Master II Index.

Stand: 31. Januar 2018  
Quelle: Lazard, Bloomberg

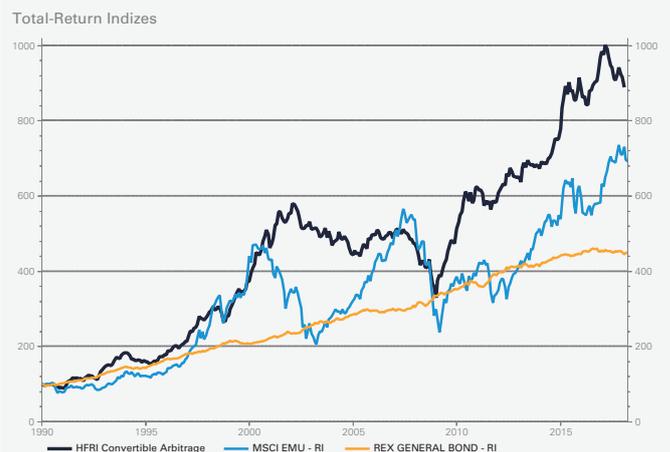
Die Arbitrageposition von Wandelanleihen und Aktien fokussiert auf Marktineffizienzen, reduziert zusätzlich das Marktbeta und somit die Volatilität der Erträge. Viele (nicht alle) Convertible Arbitrage-Strategien bieten eine niedrige Volatilität der Renditen und trotzdem einen sehr wettbewerbsfähigen langfristigen Ertrag. In volatilen Märkten bietet das „Gamma-Trading“-Konzept eine regelrechte Monetisierung der Volatilität.<sup>21</sup>

Convertible Arbitrage-Strategien bieten insbesondere für Fixed Income-Anleger im Niedrigzinsumfeld eine interessante Alternative: Erträge, die über Fixed Income liegen, eine vergleichbare Volatilität und gleichzeitig eine begrenzte Korrelation sowohl mit Fixed Income wie mit Aktien.

Insgesamt bedeutet dies, dass der Einbau von Convertible Arbitrage-Hedgefonds in klassische Aktien-Renten-Portfolios die Effizienzlinie der Kapitalanlagen verbessert. Convertible Arbitrage Hedgefonds werden häufig als „Allwetterstrategien“ bezeichnet.<sup>22</sup>

Aufgrund der zusätzlichen Alpha-Generierung durch besondere Ereignisse wie Aktienrückkäufe, M&A oder Tauschangebote sind Convertible Arbitrage-Strategien häufig in turbulenten Zeiten besonders attraktiv.

Abbildung 6:  
Aktien, Renten, Convertible Arbitrage TR-Indizes



Stand: 4. April 2018  
Quelle: Thomson Reuters Datastream

## Lazard Rathmore-Fonds

Lazard Asset Management managed seit Juni 2007 globale Convertible Arbitrage-Fonds im Rahmen seiner normalen (wenig regulierten) Hedgefondsstrategien.

Die Hauptstrategie wird ab April 2018 erstmals als Liquid Alternative-Strategie im UCITS-Mantel angeboten. Wegen der überaus positiven Charakteristika (hoher Ertrag, extrem niedrige Volatilität, geringe Korrelation zu Aktien- und Rentenmärkten, Schutz vor steigenden Zinsen) in den vergangenen elf Jahren bietet der Fonds für einen breiteren Kreis von Anlegern eine interessante Anlagealternative (vgl. Abbildung 7).<sup>23</sup>

Abbildung 7:  
Risiko-Return-Profil der Lazard Rathmore-Strategie



<sup>1</sup> Inception for the Lazard Rathmore strategy is June 1, 2007. Performance is preliminary and presented net of fees, including a 1.5% management fee and 20% incentive fee. Please refer to "GIPS® Composite Information" for the most recent final performance and additional information. The performance quoted represents past performance. Past performance is not a reliable indicator of future results.  
<sup>2</sup> Based on daily returns. Annualized volatility since inception for the Lazard Rathmore strategy based on monthly returns is 73%, yielding a Sharpe ratio of 1.1. There is no guarantee that the strategy's performance will meet or exceed any index. The indices referenced on this page are included merely to show general trends in the market during the period indicated and are not intended to imply that investments made by the strategy were comparable to any index either in composition or element of risk. The strategy's investment program is not restricted to securities comprising these indices. The strategy may use various investment techniques, such as short selling, not reflected in an index. The indices mentioned above are unmanaged and have no fees. One cannot invest directly in an index.

Stand: Februar 2018

Quelle: Lazard, Bloomberg

(unregulierten) alternativen Strategien in einem regulierten Fondsmantel duplizieren.

Dieses Vorgehen erweitert den Anlegerkreis für alternative Strategien, bietet eine höhere Liquidität, höhere Transparenz, andere Gebührenmodelle, einen niedrigeren Leverage und eine bessere Skalierbarkeit.

Der Grund für das Wachstum dieser Produkte liegt häufig in der Substitution oder Ergänzung von Rentenstrategien, wobei der Anleger aber nur ein begrenztes Marktrisiko eingehen will. Liquid Alternatives-Strategien haben in der Regel einen Total Return-Charakter, häufig mit einem begrenzten Long-Bias. Daher können Liquid Alternatives in der Kombination einer geringen Korrelation zu den klassischen Märkten mit einer besseren absoluten Wertentwicklung während ungünstiger Marktphasen einen Beitrag zu einem asymmetrischen Risikoprofil des Gesamtportfolios leisten. Viele Strategien sind zudem geeignet, gerade bei steigenden Zinsen eine Diversifikation zu klassischen Renten zu bieten.

Eine für die Diversifikation zu Rentenportfolios besonders nahe liegende Hedgefondsstrategie, die dennoch bisher nur in Einzelfällen als Liquid Alternative-Strategie verfügbar ist, sind sogenannte Convertible Arbitrage-Fonds, die historisch gesehen in Zeiten steigender Zinsen besonders erfolgreich waren.

In ihrer Grundkonzeption besteht eine solche Arbitrageposition aus dem Kauf von Wandelanleihen (englisch „Convertibles“) kombiniert mit dem gleichzeitigen Verkauf einer gewissen Menge von Aktien, in die die Wandelanleihen gewandelt werden können. Diese Kombination einer Long-Position in einem Wertpapier (Wandelanleihe) mit einer Short-Position in einem anderen Wertpapier (der Aktie), die beide im Prinzip die gleiche Risikoposition widerspiegeln, ist namensgebend für die Bezeichnung „Arbitrage“ bzw. „Hedgefonds“.

Convertible Arbitrage-Strategien bieten insbesondere für Fixed Income-Anleger im Niedrigzinsumfeld eine interessante Alternative: Erträge, die über Fixed Income liegen, eine vergleichbare Volatilität und gleichzeitig eine geringe Korrelation sowohl mit Fixed Income wie mit Aktien. Dies bedeutet, dass der Einbau von Convertible Arbitrage-Hedgefonds in klassische Aktien-Renten-Portfolios die Effizienzlinie der Kapitalanlagen verbessert.

Lazard Asset Management managed seit Juni 2007 globale Convertible Arbitrage-Fonds im Rahmen seiner normalen Hedgefondsstrategien. Diese Strategien werden ab April 2018 erstmals als Liquid Alternative-Hedgefonds im UCITS-Mantel angeboten. Wegen der überaus positiven Charakteristika (hoher Ertrag, extrem niedrige Volatilität, geringe Korrelation zu Aktien- und Rentenmärkten, Schutz vor Zinsanstieg) in den vergangenen elf Jahren bietet der Fonds für einen breiteren Kreis von Anlegern eine interessante Anlagealternative.

Verfasser: Werner Krämer

Tel: 069 / 50606-140

## Zusammenfassung

Das Zusammenspiel von sinkenden nominalen Wachstumsraten, wiederkehrenden Krisen, Überregulierung, „Safe Haven“ Investments der Anleger und Anleihenkäufen der Zentralbanken hat in den letzten Jahren zu massiv sinkenden Kapitalmarktzinsen geführt. Die Investoren sind daher seit langem mit einem extremen Niedrigzinsumfeld konfrontiert, was zur Folge hat, dass sie mit ihrer traditionellen Asset Allocation und einer hohen Anleihengewichtung ihre Anlageziele nicht mehr erreichen können. Sie haben daher in den letzten Jahren ihre Asset Allocation massiv verändert, unter anderem indem sie auch in gewisse alternative Strategien investiert haben.

In den letzten Jahren hat sich dieser Markt für alternative Anlagen unter dem Druck der Investorenwünsche deutlich weiterentwickelt. Neben den klassischen (illiquiden) Grundformen gibt es mittlerweile einen wachsenden Markt für sogenannte Liquid Alternatives. Dabei handelt es sich um ein Fondssegment regulierter UCITS-Fonds mit alternativer Anlagestrategie, die sozusagen die klassischen

## Literaturverzeichnis

- <sup>1</sup> W. Krämer: Die weltweite Suche nach sicheren Anlagen und die Folgen ihrer Knappheit, Lazard Asset Management, Standpunkt, August 2010.
- <sup>2</sup> W. Krämer: Kollateralschaden – über die unerwünschten Nebenwirkungen hyperexpansiver Geldpolitik, Lazard Asset Management, Standpunkt, August 2014.
- <sup>3</sup> Gb: Anleihekäufe haben kaum Einfluss auf Renditen, FAZ, 28.2.2018.
- <sup>4</sup> F.S. Lhabitant: Hedge Funds – Myths and Limits, Wiley Finance, 2005, S. 5-57.
- <sup>5</sup> N. Evans: Liquid Alternatives – The opportunities and challenges of convergence, hedgefundintelligence, White Paper, September 2016.
- <sup>6</sup> M. Güllener: Eine Alternative zum klassischen Hedgefonds – Hedgefonds im UCITS/OGAW Mantel, Diplomica Verlag, 2012.
- <sup>7</sup> M. Busack / J. Tille: Liquid Alternatives – Marktentwicklung und Diversifikationspotenzial, Absolutreport, 01/2008, S. 28-35.
- <sup>8</sup> GS: Liquid Alternative Investments MAPS, Market Analysis and Performance Summary, Goldman Sachs Asset Management, Overview Paper, 2017; Schroders: Liquid Alternatives, Schroders Asset Management, Overview Paper, April 2016.
- <sup>9</sup> M. Busack / J. Tille, ebenda
- <sup>10</sup> I. Loncarski / J.R. Ter Horst / C.H. Veld: The Convertible Arbitrage Strategy Analyzed, CentER Discussion Paper, Vol 2006-98, 2006.
- <sup>11</sup> C. Asness / A. Berger / C. Palazzolo: The Limits of Convertible Bond Arbitrage – Evidence from the Recent Crash, CFA Institute, White Paper, 2009.
- <sup>12</sup> J. Crosby: Convertible Bond Arbitrage, M.Sc and Ph.D. courses in Finance, Glasgow University Adam Smit Business School, 2010.
- <sup>13</sup> W. Krämer: Wandelanleihen – Aktienähnliche Investment mit deutlich geringerer Volatilität, Lazard Asset Management, Hintergrund, Juni 2017.
- <sup>14</sup> U. Sperl: Wandelanleihen Global, Präsentation, UBS, Zürich, April 2015.
- <sup>15</sup> NN: Investieren in Wandelanleihen, Chancen durch Dynamik und Asymmetrie, White Paper, Union Investment, Februar 2015.
- <sup>16</sup> R. Geiger: Globale Wandelanleihen, Präsentation, Credit Suisse Asset Management, Frankfurt am Main, Mai 2012.
- <sup>17</sup> D. Peetz: Hedge-Fonds-Strategien mit Wandelanleihen, in: D. Peetz (Hrsg.): Praktiker-Handbuch Alternatives Investmentmanagement, Schäffer Poeschel, 2005, S. 145-155.
- <sup>18</sup> Prequin: 2018 Prequin Global Hedge Fund Report, Februar 2018, S. 26-27 u. S. 80-81.
- <sup>19</sup> A. M. Ineichen: Convertible Aribtrage, in: absolute returns, The Risk and Opportunities of Hedge Fund Investing, Wiley Finance 2003, S. 202-221; S. Reynolds: Lazard Rathmore, Lazard Asset Management, Präsentation, Februar 2018.
- <sup>20</sup> B. Thoma: Convertible Bonds – Strategies & Concepts, Fisch Asset Management, White Paper, kein Datum.
- <sup>21</sup> <http://catalogimages.wiley.com/images/db/pdf/0471423610.excerpt.pdf>
- <sup>22</sup> C. D. Long: Convertible Bond Arbitrage (unlevered), Palmer Square Capital Management, 2012.
- <sup>23</sup> S. Reynolds, ebenda.

## Weitere Lazard Publikationen

### Hintergrund April 2015

„Indexbenchmarks für Emerging Markets Debt“

### Hintergrund Mai 2015

„New Kids of the Bank - CoCo-Anleihen“

### Hintergrund August 2015

„Vom Charme aktiven Portfolio Managements“

### Hintergrund März 2016

„Tracking Error und Active Share – Alles aktiv oder was?“

### Standpunkt Mai 2016

„Negative Leitzinsen – Ursachen und Folgen?“

### Hintergrund Juni 2016

„Wachstum und Assetpreise“

### Hintergrund August 2016

„Das „magische“ Dreieck der Kapitalanlage – Revisited!“

### Hintergrund September 2016

Liquidität – "Its a Gas !" (frei nach Pink Floyd)!

### Hintergrund November 2016

„Globale Renten, Währungsmanagement und Indexbenchmarks“

### Standpunkt März 2017

„Mehr Sicherheit in Zeiten extremer Unsicherheit – Die Globalisierung des (deutschen) Pfandbriefs“

### Hintergrund Juni 2017

„Wandelanleihen – Aktienähnliche Investments mit deutlich geringerer Volatilität“

### Hintergrund August 2017

„Factor Investing - Alter Wein, neu gekeltert, in hochmodernen Schläuchen“

### Hintergrund September 2017

„Style-Investing, Factor Investing, Quality Investing – Eine babylonische Sprachverwirrung“

### Standpunkt Dezember 2017

„Einige aktuelle Fragen zum Ausblick für die Emerging Markets“

Diese und weitere Publikationen stehen Ihnen als kostenloser Download auf unserer Homepage zur Verfügung:

<http://www.lazardnet.com/wissen>



Lazard Asset Management  
(Deutschland) GmbH

[www.lazardnet.de](http://www.lazardnet.de)

Neue Mainzer Straße 75  
60311 Frankfurt  
Tel.: 069 - 50 60 6 - 0  
Fax: 069 - 50 60 6 - 100

Neuer Wall 9  
20354 Hamburg  
Tel.: 040 - 35 72 90 - 20  
Fax: 040 - 35 72 90 - 29

Via Dell'Orso 2  
I-Milan 20121  
Tel.: +39 02 8699 8611

Lazard Asset Management  
Schweiz AG

[www.lazardnet.com](http://www.lazardnet.com)

Usterstrasse 9  
CH-8001 Zürich  
Tel. +41 43 888 64 80  
Fax +41 43 888 64 89

7 Place de la Fusterie  
CH-1204 Geneva  
Tel +41 22 581 99 72

**LAZARD**  
ASSET MANAGEMENT