

# Zehn-Jahres-Studie über globale Wandelanleihen: nachweisbare Renditesteigerung ohne Zusatzrisiko

Jefferies Asset Management AG, die in Zürich domizillierte Vermögensverwaltungs-Tochtergesellschaft der Jefferies-Gruppe, legt in einer neu erschienenen Broschüre detaillierte Erkenntnisse aus einer zehnjährigen Analyse des Preisverhaltens von internationalen Wandelanleihen vor.

## Von Stefan Hiestand

Verwaltungsratspräsident

Jefferies Asset Management AG, Zürich

## und Roland Cecchetto

Vizedirektor

Jefferies Asset Management AG, Zürich

Wandelobligationen bilden seit eh und je einen Kompetenzschwerpunkt der Jefferies-Gruppe. Seit 1993 hat Jefferies eine einzigartige Sammlung historischer Daten zusammengetragen. Die im Sommer 2003 erschienene Broschüre «Anlegen in globale Wandelanleihen» enthält die aktuellste einer Reihe von Untersuchungen, in denen die Performance von Wandelobligationen mit jener traditioneller Anlageklassen verglichen wird. Das Jefferies-Expertenteam leitet aus den Detailstudien folgende Erkenntnisse ab:

- Wandelobligationen zeigen im Vergleich zu traditionellen ausgewogenen Portfolios eine bessere Performance, und zwar bei gleichem Risiko und mit wesentlich geringeren Drawdowns (maximaler Schwankungsbreite).
- In den meisten Regionen schnitten Wandelanleihen selbst dann, wenn Aktien unter den Erwartungen blieben, mindestens gleich oder besser ab als Obligationen.
- Die Gründe dieses Überschussertrages sind nachgewiesen und eindrücklich.
- Wandelanleihen bieten stabile Erträge bei ungünstigen Marktverhältnissen; verbessert sich die Marktsituation, bergen sie die Möglichkeit deutlich erhöhter Erträge.
- Wandelanleihen passen gut in ein Umfeld steigender Zinssätze. Ein wachsendes Volumen von Neuemissionen begünstigt die Performance.

### Globale Betrachtung

Die Studie untermauert deutlich die Botschaft, Wandelanleihen als eigene Anlagekategorie zu betrachten. Die globale Untersuchung, entstanden aus einer Mischung der einzelnen regionalen Studien, kommt zum klaren Schluss, dass Wandelobligationen gegenüber einem ausgewogenen 50:50-Portfolio (50% Aktien und 50% Obligationen) beständig Überschussertrag ohne zusätzliches Risiko abwerfen.

Die Nähe des Ertrags von Wandelanleihen zu jenem von AAA-Obligationen – und zwar selbst dann, wenn die Aktien erträge sehr enttäuschend ausfielen – ist ein auffallendes Merkmal dieses Ergebnisses, das in den re-



Stefan Hiestand

gionalen Analysen noch offensichtlicher wird. Aus der Perspektive des Gesamtrisikos dürfte allerdings der Vergleich der Drawdowns in den einzelnen Anlageklassen über die betrachteten zehn Jahre noch bedeutungsvoller sein. Es überrascht nicht, dass bei Wandelanleihen der Drawdown wesentlich geringer ist als bei Aktien. Noch überzeugender und überraschender ist indes das Ergebnis, dass der maximale Drawdown bei Wandelanleihen mit 13% wesentlich geringer ausfällt als bei einem 50:50-Portfolio mit 20,2%. Auch dieses Resultat wiederholt sich in den regionalen Untersuchungen; es weist darauf hin, dass in traditionellen Portfolios ein grösseres «Risiko des Ruins» steckt als in Wandelanleihen.

### Einfluss des Kreditrisikos

Wandelobligationen bergen ein Kreditrisiko; deshalb bildet ein AAA-Obliga-



Roland Cecchetto

tionen-Benchmark nicht gerade einen fairen Vergleichsmaßstab. Um zu sehen, welchen Einfluss die Kreditfähigkeit in der Untersuchung hat, wurde als bester Annäherungswert eine BB-Einstufung anstelle des AAA-Referenzwertes gewählt. Bei diesem Vergleich ist indes Vorsicht angebracht, denn in der untersuchten Periode zeigten BB-Obligationen einen bemerkenswerten Leistungsausweis: sie schnitten besser ab als AAA-Obligationen, und dies mit geringerem Risiko und kleineren Drawdowns – womit sie die Grundsätze des Finanzmarktes auf den Kopf stellten. Das Ergebnis beeinflusst freilich die Vorteile von Wandelanleihen gegenüber einem 50:50-Portfolio nicht.

Obwohl die Resultate stark für die hochverzinslichen Bonds sprechen, ist fraglich, ob dies über längere Zeit auch so bleiben kann. Leichter – und mit Blick auf die Zukunft mit einem höheren Mass an Vertrauen – fällt es jedoch, aus den Untersuchungen herzuleiten, dass Wandelobligationen für Obligationenanleger, die bereit sind, ihre Anlagen in Richtung Aktien zu diversifizieren, eine überlegene Alternative darstellen.

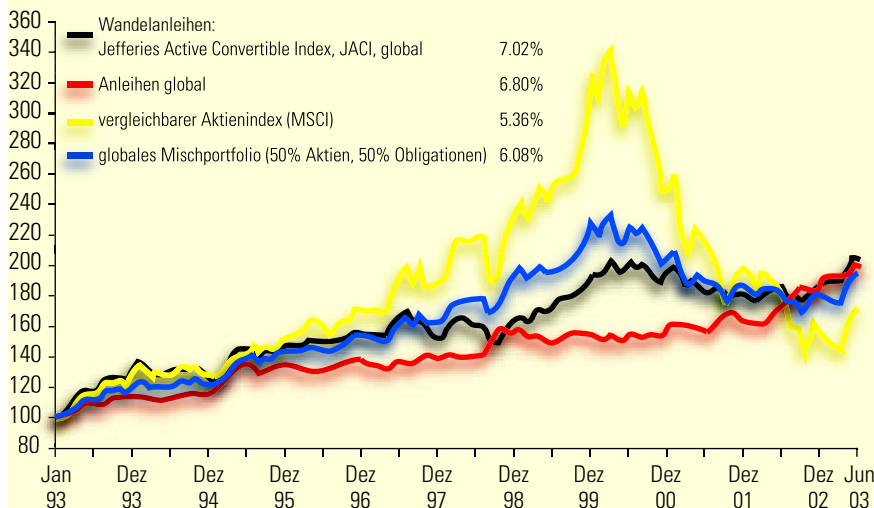
**Ursachen von Überschusserträgen**

Es zeichnen sich drei fundamentale Gründe dafür ab, dass Wandelobligationen kontinuierlich langfristige Überschusserträge generieren können: Zwei dieser Gründe liegen im systematischen «Underpricing» von Wandlern nach Massgabe der Volatilität und der Bewertung der Anleihe; der dritte

Die Wandelanleihen-Spezialisten von Jefferies Asset Management AG haben nicht nur in mehreren Studien die komplexe Thematik dieses Anlageinstrumentes beleuchtet, sie setzen ihre Erkenntnisse auch als Portfolio-Manager in der Betreuung von zahlreichen Mandaten institutioneller Investoren in die Praxis um. Daneben ist Jefferies Asset Management auch als Anlageberaterin des «Jefferies Umbrella Fund» tätig, einem in der Schweiz, Deutschland und Österreich zum Vertrieb zugelassenen Wandelanleihen-Fonds für private und institutionelle Anleger.

**Wertentwicklung der verschiedenen Anlagekategorien**

in US\$, annualisiert, Januar 1993 bis Juni 2003



Dass Wandelanleihen eine systematische Outperformance erzielt haben, zeigt das Beispiel des JACI: Die Performance übertraf erstmals im August 2001 im Zehn-Jahres-Vergleich alle anderen Anlagekategorien und weist insgesamt die beste Wertentwicklung aus.

Grund ist in den positiven Auswirkungen des natürlichen Emissionszyklus zu sehen.

Eines der augenfälligsten Merkmale der Studie besteht wohl darin, dass sie keine Hinweise auf eine Korrelation zwischen den Aktienmarktbedingungen und der relativen Performance von Wandelobligationen liefert. Die Ursachen, die zur Begründung der Überschusserträge von Wandelobligationen zitiert werden, stehen in keinem Zusammenhang mit dem Verhalten der Aktienmärkte; und die Ergebnisse der regionalen Untersuchungen liefern keine empirischen Beweise dafür, dass ein solcher bestehen könnte. Dies ist eine bedeutungsvolle Schlussfolgerung. Prognosen zu den Aktienmärkten, egal ob kurz-, mittel- oder langfristig oder global oder regional angelegt, sollten keinen Einfluss haben auf einen Entscheid, in Wandelobligationen zu investieren. Vielmehr gilt es abzuwägen, ob

damit traditionellen ausgewogenen Verwaltungsmandaten Wert zugeführt werden kann. Ein solcher Entscheid sollte nicht durch Aktienmarktprognosen beeinflusst sein.

**Ausblick**

Die Wandelanleihen-Spezialisten kommen zu folgenden Schlüssen:

- Der Emissionszyklus begünstigt unzweifelhaft die Investoren, die mit einer Vorwärtsstrategie agieren.
- Aktienprognosen sollten keinen Einfluss haben auf einen Entscheid, in Wandelobligationen zu investieren.
- Der Kreditzyklus übt einen starken Einfluss aus auf die relative Performance von Wandelobligationen, doch weist er mittelfristig auf keine signifikanten Gefahren hin.
- Wandelobligationen sind für ein Umfeld steigender Zinssätze besser geeignet als konventionelle festverzinsliche Anlageklassen.

**Von der Theorie zur Praxis**

Da eine kosteneffiziente, passive Anlagestrategie aus diversen Gründen schwierig zu realisieren ist, sollten Wandelanleihenanlagen durch eine aktive Anlagestrategie betreut werden.

Sie ist denn auch der optimale Weg, um aus dem Wandelanleihenmarkt den vollen Nutzen zu ziehen. Ob Emittenten für günstige Volatilität und Arbitrageure für preisgünstige Anleihen sorgen – dies ist ein Markt voller natürlicher Ineffizienzen. Es fehlt an Transparenz bei Daten und Preisen; auch ist der Markt stark fragmentiert. Zudem gilt, dass Wandelobligationenmärkte durch Hedge Funds dominiert werden. Wenn aber keine Aktienleihe verfügbar ist, so können Hedge Funds

nicht kaufen; und wenn sie nicht kaufen können, verkehrt der Wandler aussergewöhnlich stark unter seinem angemessenen Preis.

Diese Arten von Opportunitäten schöpfen Manager von Wandelobligationportfolios aus, um den Portfolios Alpha (Überschussertrag) zuzuführen. Hier sind Spezialisten nötig, denn ein Aktien- oder Bondexperte verfügt weder über die notwendige Erfahrung noch über die Kenntnisse, um zu wissen, wo zu suchen ist und wie er diese Oppor-

tunitäten zu bewerten hat. In letzter Konsequenz sollten somit Anlagen in Wandelobligationen mit einer aktiven Anlagestrategie durch einen Spezialisten dieser Sparte getätigt werden.

*Die 28seitige Broschüre mit detaillierten globalen und regionalen Ableitungen kann kostenlos bezogen werden bei Jefferies Asset Management AG, Uraniastrasse 12, CH-8023 Zürich, Telefon +41 1 227 16 60 oder via E-Mail an [info@jefferies.ch](mailto:info@jefferies.ch). ■*

## Convertibles: Enhancing Return Without Adding Risk

**In a new brochure, Jefferies Asset Management, the Zurich-incorporated asset management subsidiary of Jefferies Group, the NYSE-listed U.S. investment bank, presents a detailed ten-year analysis of the price behavior of global convertible bond markets.**

Convertible bonds have long been an area of expertise for Jefferies. Its research department was a pioneer of convertible bond benchmarking with the launch of the Jefferies Active Convertible Index series – the JACI – in 1993. The new brochure “Investing in Global Convertible Bonds” marks the latest in a series of studies comparing convertible performance with traditional asset classes. The Jefferies author team comes to the following conclusions:

- Convertibles have demonstrated consistent excess return over traditional balanced portfolios at the same level of risk and with much lower drawdowns.
- In most regions convertibles have managed to match or outperform bonds even when equities have underperformed.
- The underlying causes of this excess return are established and robust.
- Convertibles offer stable returns in adverse market conditions with the possibility of significantly enhanced returns in more bullish environments.
- Convertibles are well suited to an environment of rising interest rates. Performance will also benefit if, as expected, new issue volumes increase.

The global study, formed out of a fixed blend of the regional studies, establishes that convertibles consistently provide excess return above a 50:50 balanced portfolio (50% equities, 50% bonds) without additional risk. The proximity of return of convertibles to AAA bonds – even when equity returns were very disappointing – is a conspicuous feature of this result. From an overall risk perspective, however, more significant may be the comparison of drawdowns of the various asset classes. It is no surprise that convertibles have a far smaller drawdown than equities but it is a more persuasive and unexpected outcome that their maximum drawdown figure is, at 13.0%, much less than the 50:50 figure of 20.2%. This indicates that there is more “risk of ruin” in traditional portfolios than there is with convertibles.

Convertibles carry credit risk with them and thus a AAA bond benchmark is not a completely fair comparison. As a best approximation a BB series instead of AAA has been used to see what impact credit has on the analysis. It is however somewhat unclear what this establishes because it was such a remarkable period for the performance of BB, which managed to outperform AAA with

less risk and a lower maximum drawdown that it effectively negated the basic principles of finance! Nevertheless, it still did not negate the benefits convertibles had demonstrated over the 50:50. It can be deduced from these studies with a higher degree of confidence that convertibles offer a superior alternative for bond investors seeking to diversify towards equity.

One of the most conspicuous features of these studies has been the absence of correlation between equity market conditions and convertible relative performance. This is a significant conclusion. Equity market predictions, short, medium or long term, global or regional, should have no bearing on a decision whether to invest in convertibles. The issue to be considered is whether they offer the opportunity to add value to traditional balanced mandates and, hard though it may be to implement in practice, any such decision should not be affected by a prediction on equity market returns.

In their outlook, the Jefferies experts give the following summary: • The issuing cycle is well established to benefit investors going forward. • Equity predictions should have no bearing on a decision to invest in convertibles. • The credit cycle has a strong influence on convertible performance but is not indicating any significant danger in the medium term. • Convertibles are better suited to an environment of rising rates than conventional fixed-income asset classes.

A pure passive management strategy for convertibles is difficult to realize. Active management is therefore the optimal manner from which to extract full value from the convertible market. Whether in the form of cheap volatility being provided by issuers or cheap credit being provided by arbitrageurs, this is a market rife with natural inefficiencies. It lacks transparency in data and pricing and it is highly fragmented in terms of both marketplace and investor participants. In general convertible markets are dominated by hedge funds and if there is no stock to borrow, hedge funds cannot buy it and if they cannot buy, the convertible will become exceptionally cheap. These are the types of opportunities which convertible managers can exploit and add alpha to the portfolio. It is a task for a specialist since a transplanted equity or bond specialist will not have the necessary experience and knowledge of the convertible market itself to know where to look and how to evaluate such opportunities. Ultimately, therefore, convertible bond investment is best executed as an active investment strategy by a specialist in the field.

*The brochure with detailed global and regional analyses can be obtained free of charge from Jefferies Asset Management Ltd., Uraniastrasse 12, CH-8023 Zurich, phone +41 1 227 16 60 or by email to [info@jefferies.ch](mailto:info@jefferies.ch). ■*