

NEWSLETTER 03/2014

Sehr geehrte Damen und Herren!

Wir haben es zur Zeit mit einer Konsolidierung an den Kapitalmärkten zu tun. Auf der anderen Seite bieten schwierige Marktsituationen immer auch Opportunitäten, einerseits im Hinblick auf interessante Produkte, die wenig korreliert sind mit den Märkten und zudem mit Blick auf das Timing. Der Preisverfall bei den Rohstoffen ist sicher ein Frühindikator für eine mögliche Abkühlung der Weltwirtschaft. Die niedrigen Preise im Energiesektor können andererseits die Kaufkraft der Verbraucher etwa in Europa stärken. Auffällig in den letzten Wochen war der Preisverfall beim Euro insbesondere gegenüber dem US-\$. Das seitens der FED eingeleitete Ende der Niedrigzinspolitik schwemmte Geld in den US-\$-Raum.



Soweit sind für Investoren wie Asset Manager Argumente pro oder contra eines Investments rational verarbeitbar. Kritisch hingegen sind die derzeit zahlreich auftretenden geopolitischen Krisenherde zu sehen, die die Prognosefähigkeit zu Marktentwicklungen sehr schwierig gestalten. Besonders der Ukraine-Konflikt und die kaum abschätzbaren Auswirkungen der Terrorakte der IS liegen wie Mehltau über den Märkten.

Hier ist wieder mal guter Rat teuer. Viele institutionelle Investoren überdenken ihre Strategie für 2015, nachdem die bis Ende 2013 hinein fallenden Zinsen noch ein zufriedenstellendes Jahr 2013 bescherten konnten. Gefragt sind aktive Manager unter anderem im Bereich Multi Asset, Corporates, solche mit EM-Expertise oder auch Cross-Over-Ansätze. Das zeigen die von TELOS auf der Ausschreibungs-Plattform „telosia“ ausgeschriebenen Mandate wie auch aktuell ein 100 Mio.€-Mandat im Sektor Corporates Global (Investment Grade).

Mit der Frage der optimalen Einschätzung der Zinssensitivität eines Wandelanleiheportfolios setzt sich

unser **Gastbeitrag** von **AgaNola** auseinander. **Ferox Capital** beleuchtet das gleiche Thema **Convertibles**, allerdings unter dem Gesichtspunkt, wie Convertible alpha zum jetzigen Zeitpunkt zu erzielen ist. **Lombard Odier** untersucht in dessen Gastbeitrag, inwieweit sich die Zinssensitivität auf ein Aktienportfolio auswirken kann.

An dieser Stelle dürfen wir auch auf unsere aktuelle Markterhebung im **Master KVG-Bereich** hinweisen.

Für den nächsten **WIESBADENER INVESTORENTAG (2015)** haben wir den **18.Juni 2015 im Nassauer Hof** vorgesehen.

Die aktuellen **Fonds-Ratings** haben wir wie gewohnt mit den vergebenen Ratingnoten auf Seite 2 dieser Ausgabe dargestellt.

Bei der Lektüre unseres dritten Newsletters im Jahr 2014 wünschen wir Ihnen viel Spaß.

Mit freundlichen Grüßen

In This Issue

Sehr geehrte Damen und Herren!.....	1
TELOS Quant Ratings (TQR):.....	2
Qualitative Fonds Ratings (TFR):.....	2
TELOS/Homburg – Zufriedenheits-Studie 2014.....	3
Wandelanleihen in einem Umfeld steigender Zinsen - wie man die Zinssensitivität von Wandelanleihen ermittelt - ein Gastbeitrag von Stefan Hiestand, AgaNola AG.....	8
Minimale Varianz, maximale Duration – ein Gastbeitrag von Mehdi Guissi, Lombard Odier Asset Management.....	10
Convertible Bonds – The Strategic and Tactical Case for Investment – ein Gastbeitrag von Paul A Sansome, Ferox Capital.....	12

TELOS Quant Ratings (TQR):

Sei annähernd zwei Jahren bietet TELOS ein quantitatives und damit rein auf Performance- und Risiko-Kennziffern basierendes Fonds Ranking im Publikumsfondsbereich an. Hintergrund dieses diskretionären Ansatzes ist es, über die qualitativen Ratings hinaus auch rein zahlenbasierte Vergleiche innerhalb von Peergroups vorzunehmen und anbieten zu können. Dabei analysieren wir auf etwa 2 bis 3-monatlicher Basis Fonds von Assetklassen, die aus unserer Sicht und auf Grundlage von Gesprächen mit institutionellen Anlegern und Asset Managern aktuell als besonders interessant erscheinen. Die Ergebnisse fassen wir in Kompendien zusammen, in denen auch die besten Fonds unter anderem mit ihrem Investmentansatz vorgestellt werden. Hierdurch erhalten institutionelle Anleger, denen wir die Kompendien kostenfrei zur Verfügung stellen, einen guten Überblick über die am besten performenden Manager. Einen Schwerpunkt der Auswertung bildet dabei die Kontinuität der Fonds in der Outperformance der Anlageergebnisse (Return sowie Risikokennziffern) im Vergleich zu den Produkten der Mitbewerber. Bisher haben wir bereits die Assetklassen **EM Debt** sowie **Equity, Mixed Asset Flexible** sowie **Equity Global, Equity Europe** und **EM Debt** sowie **Mixed Asset (balanced)** behandelt. Das nächste Kompendium wird noch in diesem Jahr 2014 starten und die Assetklasse **Equity Europe** einer Bewertung unterziehen. Die Ergebnisse des TELOS Quant Ratings sind wie immer auf www.telosia.de unter „Quant Ratings“ einsehbar.

Qualitative Fonds Ratings (TFR):

Nachfolgend finden Sie wie gewohnt die aktuellen qualitativen Fonds Ratings der letzten Wochen. (Download unter www.telos-rating.de).

FONDSNAME:	ISIN:	Rating:	Datum
Uni-Global – Equities World	LU0337270119	AA+	09/2014
Uni-Global – Equities Emerging Markets	LU0487500448	AA+	09/2014
Sparinvest Europäern Value	LU0264920413	AA+	07/2014
DJE - Agrar & Ernährung PA	LU0350835707	AA+	06/2014
Julius Baer BF Local Emerging	LU0256065409	AAA	07/2014
Julius Baer BF Absolute Return	LU0186679246	AAA-	07/2014
ARTUS Europa Core Satelliten Strategie HI Fonds	DE000A0M2H13	AA	07/2014
Nordea Stable Return Strategy	LU0227384020	AAA-	06/2014
apo Mezzo INKA	DE0005324305	AA	06/2014
apo Piano INKA	DE0005324297	AA	06/2014

TELOS/Homburg – Zufriedenheits-Studie 2014

Auch in diesem Jahr haben wir gemeinsam mit dem Beratungshaus Homburg & Partner -nunmehr zum zehnten Male- die TELOS/Homburg – Zufriedenheits-Studie erstellt. Befragt wurden 219 institutionelle Anleger im Rahmen von Interviews. Der Teilnehmerkreis umfasste wie in den Vorjahren Banken, Versicherer, Versorgungseinrichtungen sowie Corporates und Sozialversicherungsträger.

Die Zufriedenheitsstudie besteht aus einem Allgemeinen Teil und einem Besonderen Teil. Im Allgemeinen Teil werden die Anleger nach ihrer aktuellen Asset Allokation, ihren künftigen Planungen und verschiedenen Themen befragt, die sie zur Zeit bewegen. Der Besondere Teil beinhaltet die individuelle Bewertung der Asset Manager durch die Investoren über verschiedene Beurteilungsinhalte wie Zufriedenheit mit der Performance, der Beratungsqualität bis hin zum Reporting; auch die Kundenloyalität wird hinterfragt.

Zunächst stellen wir einige Erkenntnisse aus dem Allgemeinen Teil vor. Anschließend werden wir im Besonderen Teil auch die TOP Five-Manager bei der „Gesamtzufriedenheit“ sowie bei den wichtigsten Bewertungskriterien vorstellen. Der Erhebungszeitraum der Studie liegt Ende Juni/Mitte Juli des aktuellen Jahres. Insgesamt wurden 34 Asset Manager in die Untersuchung einbezogen.

Einleitung:

Der diesjährigen Zufriedenheitsstudie, die wieder von Prof.Homburg und TELOS, nunmehr in der neunten Auflage, durchgeführt wurde, liegen 219 Interviews mit institutionellen Entscheidungsträgern zugrunde.

Methodisch konzentriert sich die Studie auf die Messung der Zufriedenheit von institutionellen Anlegern mit ihren Asset Managern, d.h. den Häusern, bei denen der Investor Mandate (in der Regel Spezial AIF) unterhält. Die befragten institutionellen Anleger bilden ein repräsentatives Bild des Marktes. Vertreten (nach Anzahl) sind die

- Banken mit 36%
- Versicherungen mit 14%
- Corporates mit 20%
- Körperschaften mit 12% und
- Altersvorsorgeeinrichtungen mit 18%.

Der besseren Vergleichbarkeit willen haben wir die

repräsentativ genannten Asset Manager diese in drei Kategorien unterteilt:

- große Asset Manager (> 40 Mrd.€ AuM)
- mittelgroße Manager (15 – 40 Mrd.€) und
- kleine Manager (< 15 Mrd.€).

Der Katalog der von Prof.Homburg/TELOS abgefragten und bewerteten Kriterien umfasst unter anderem die folgenden 7 (von insgesamt 19) Punkte, die in der Reihenfolge ihrer von den Anlegern eingeschätzten Bedeutung aufgeführt werden

- Prozess des Portfoliomanagements
- Reputation
- Produktqualität
- Branchenkompetenz
- Performance
- Beratungsqualität
- proaktive Ansprache

Allgemeiner Teil:

- Die aktuelle Anlagepolitik bewegt sich im Rahmen der Angaben aus dem Vorjahr. 82% (Vj.: 80%, davon jetzt 3,5% EM Debt) Renten, Aktienquote: 10% (Vj.: 9%), „Alternatives“: 8% (Vj.:11%).
- Innerhalb der „Alternatives“ nehmen „Immobilien“ weiterhin einen hohen Anteil (7% nach 8% im Vorjahr) ein. Die Einrichtungen der Altersversorgung sowie die Versicherer liegen mit jeweils 8% Quote vor den Banken (7%).
- Künftige Investments konzentrieren sich auf den Bereich „Aktien Europa“ sowie „Aktien Welt“. „Emerging Markets“ gewinnen auch wieder an Attraktivität, allerdings verhaltener, was sicher auf die 2013-er Juni-Krise zurückzuführen ist. Darüber hinaus wächst das Interesse an „Immobilien“ über alle fünf Anlegergruppen hinweg.
- 6% der befragten institutionellen Anleger beabsichtigt, im Laufe der kommenden Jahre mindestens einen Manager auszuwechseln; dies vornehmlich im Bereich von Fixed Income-Mandaten und bei Unternehmensanleihen..
- Etwa jeder fünfte institutionelle Anleger beab-

sichtigt die Neuauflage von Spezialfonds in den kommenden 24 Monaten, wobei auch hier die Versicherer und Corporates mit 23%/24% und die Altersvorsorgeeinrichtungen mit 32% am aktivsten sein wollen.

- Der Einsatz von „Consultants“ liegt bei Altersvorsorgeeinrichtungen und Versicherern mit 40% am höchsten (42%).
- 35% (nach 24% im Vorjahr) der Anleger sehen einen zunehmenden Einfluss von Ausschreibungs-Plattformen bei der Suche nach dem besten Asset Manager. Auch Consultants wird wieder ein stärkerer Einfluss attestiert, genau von 30% (Vj.: 27%) der Befragten.
- Etwa jeder zweite befragte Investor (49%) aus den Gruppen Banken, Versicherer, Corporates, Körperschaften und Altersvorsorge greifen auf die Ergebnisse und Reports von Ratingagenturen zurück. Die beiden beherrschenden, aktuellen Themen bei fast allen Befragten sind die „Überregulierung“ sowie das „Risikomanagement/sauberer Reporting“.

Besonderer Teil:

Wie im letzten Jahr lässt sich grundsätzlich ein relativ hoher Zufriedenheitsgrad der institutionellen Anleger mit ihren Asset Managern festhalten.

Über die bewerteten Einzelkriterien wie Performance, Beratungsqualität und andere hinaus wurde unter der „Gesamtzufriedenheit“ allumfassend die Gesamtbewertung des Investors für „seinen“ Manager angefragt.

Darüber hinaus haben wir auch die Zufriedenheit der Anleger bezogen auf bestimmte Assetklassen angefragt.

Hier die Ergebnisse für die drei Asset Manager-Gruppen (Kriterium: „Gesamtzufriedenheit“):

„Große Manager“ (jeweils Plätze 1 bis 5):

1. Union Investment
2. Universal-Investment
3. Deka Investment
4. Helaba Invest
5. HSBC Global AM

„Mittelgroße Manager“:

1. BayernInvest
2. Metzler
3. Pioneer Investments
4. Franklin Templeton
5. Hauck & Aufhäuser

„Kleinere Manager“:

1. Berenberg Bank
2. Lampe Asset Management
3. NORD/LB Asset Management AG
4. Quoniam
5. Swiss & Global Asset Management

Ergebnisse „Kundenloyalität“:

„Große Manager“ (jeweils Plätze 1 bis 5):

1. Universal-Investment
2. Union Investment
3. Deka Investment
4. Helaba Invest
5. Deutsche Asset & Wealth Management

„Mittelgroße Manager“:

1. Pioneer Investments
2. BayernInvest
3. LBBW Asset Management
4. Franklin Templeton
5. Metzler

„Kleinere Manager“:

1. Lampe Asset Management
2. NORD/LB Asset Management AG
3. Lazard Asset Management
4. Bantleon
5. Berenberg Bank

Ergebnisse „Performance“:

„Große Manager“ (jeweils Plätze 1 bis 5):

1. Deutsche Asset & Wealth Management
2. Helaba Invest
3. Union Investment
4. Universal-Investment
5. AGI

„Mittelgroße Manager“:

1. LBBW Asset Management
2. BayernInvest
3. Hauck & Aufhäuser
4. Franklin Templeton
5. UBS

„Kleinere Manager“

1. Swiss & Global AM
2. Berenberg Bank
3. Lazard Asset Management
4. Lampe Asset Management
5. Quoniam

Ergebnisse „Proaktive Ansprache“:

„Große Manager“ (jeweils Plätze 1 bis 5):

1. Helaba Invest
2. AGI
3. BlackRock
4. Universal-Investment
5. Deka Investment

„Mittelgroße Manager“:

1. BayernInvest
2. Pioneer Investments
3. LBBW Asset Management
4. Frankfurt Trust
5. Insight Investment

„Kleinere Manager“

1. NORD/LB Asset Management AG

2. Lampe AM

3. Berenberg Bank

4. Bantleon

5. Lazard Asset Management

Ergebnisse „Portfoliomanagement-Prozess“:

Große Manager“ (jeweils Plätze 1 bis 5)

1. Union Investment
2. Helaba Invest
3. Universal-Investment
4. HSBC Global Asset Management
5. Blackrock

„Mittelgroße Manager“:

1. Franklin Templeton
2. UBS
3. BayernInvest
4. Metzler
5. Pioneer Investments

„Kleinere Manager“

1. Swiss & Global AM
2. Bantleon
3. Berenberg Bank
4. Lazard Asset Management
5. NORD/LB Asset Management AG

Ergebnisse „Branchenkompetenz“

„Große Manager“ (jeweils Plätze 1 bis 5)

1. Union Investment
2. Deutsche Asset & Wealth Management
3. Universal-Investment
4. BlackRock
5. AGI

„Mittelgroße Manager“:

1. BayernInvest
2. Metzler
3. Pioneer Investments
4. Franklin Templeton
5. Insight Investment

„Kleinere Manager“

1. Berenberg Bank
2. NORD/LB Asset Management AG
3. Lampe Asset Management
4. Swiss & Global AM
5. Merck Finck & Co.

Ergebnisse „Performance AKTIEN EUROPA“:

Große Manager“ (jeweils Plätze 1 bis 3)

„Große Manager“:

1. Deutsche Asset & Wealth Management
2. Helaba Invest
3. Universal-Investment

„Mittelgroße Manager“:

1. LBBW Asset Management
2. Metzler
3. Pioneer Investments

„Kleinere Manager“

1. Berenberg Bank
2. Lazard Asset Management
3. LBB-Invest

Die Studie umfasst die Bewertungen und das Ranking zu 14 Grund-Kriterien (u.a. Kundenloyalität, Gesamtzufriedenheit, Beratungsqualität, Kundenbetreuung, Produktangebote etc) sowie Rankings zu insgesamt 6 Assetklassen (AKTIEN und RENTEN jeweils zu Europa, Global sowie Emerging Markets. Die Studie kann bezogen werden über info@telos-rating.de.

Der Preis beträgt 195,- € zzgl. MWSt.

Das Bestellformular finden Sie auf der nächstfolgenden Seite.

FAX - Bestellung (+49-611-9742-200)
FAX - Order (+49-611-9742-200)

Bitte schicken Sie mir gegen Rechnung die TELOS-Analyse
Please invoice me for the TELOS-analysis

***"Investor Screening (2014): Kundenzufriedenheit von
institutionellen Anlegern"***

- Deutsche Fassung zum Preis von EURO 195,- zzgl. MWSt
German version at a price of EURO 195,- (plus VAT where applicable)

Firma/Abteilung:
Company/Department: _____

Name, Vorname:
Name, First Name: _____

Straße:
Street: _____

PLZ, Ort:
ZIP-Code, Place: _____

Datum:
Date: _____

Unterschrift:
Signature: _____

Wandelanleihen in einem Umfeld steigender Zinsen - wie man die Zinssensitivität von Wandelanleihen ermittelt - ein Gastbeitrag von Stefan Hiestand, AgaNola AG

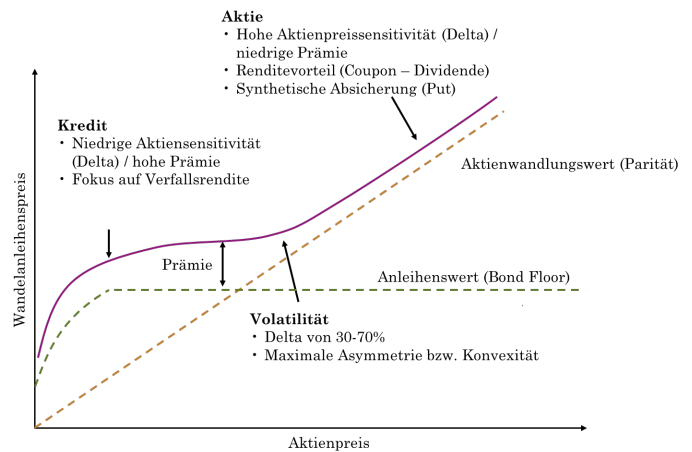
In einem sich verbessernden Wirtschaftsumfeld müssen die Anleger auch mit einem Szenario rechnen, in dem die Notenbanken ihre expansive Geldpolitik reduzieren. In Europa sind nach der erneuten Zinssenkung der EZB Anfang September und dem Entscheid zum Ankauf europäischer Anleihen die Geldschleusen derzeit weit geöffnet. Das gleiche gilt für die expansive Geldpolitik der japanischen Notenbank. Hingegen scheint sich in den USA eine Zinsschwende schon ab Mitte 2015 mit einem sukzessivem Ausstieg der FED aus dem Quantitative Easing abzuzeichnen.

Für Wandelanleihen-Anleger stellt sich daher -wie für alle anderen Bond-Investoren- die Frage, wie ihre Investitionen durch höhere Zinsen beeinflusst werden können.

Das bekannteste Risikomass, um die Zinssensitivität eines Portfolios mit Zinsanleihen zu messen, ist die modifizierte Duration. Die modifizierte Duration schätzt die Veränderung einer Anleihe aufgrund einer Veränderung des Zinssatzes. Obschon sich dieser Ansatz dazu eignet, das Zinsrisiko eines Anleihenportfolios zu messen, kann er für ein Wandelanleihenportfolio irreführend sein. Wandelanleihen sind hybride Instrumente, die einerseits aus einer normalen Anleihe mit fester Laufzeit und einem Coupon bestehen. Dieser Teil der Wandelanleihe bildet die untere Preisgrenze, die man auch als „Bond Floor“ bezeichnet. Andererseits beinhaltet die Wandelanleihe auch eine Call-Option, die mit dem Wandlungsrecht zum Ausdruck gebracht wird. Während der Bond Floor negativ auf eine Zinssatzerhöhung reagiert, wird die Call-Option positiv durch Zinssatzerhöhungen beeinflusst.

In welchem Umfang sich diese Effekte gegenseitig kompensieren ist abhängig davon, wie nahe die Wandelanleihe zur Parität (hohes Delta) notiert. Je näher eine Wandelanleihe an der Parität handelt, umso weniger relevant wird der Bond Floor, da in diesem aktienähnlichen Bereich der Preis der Wandelanleihe hauptsächlich durch Veränderungen des zugrundeliegenden Aktienkurses beeinflusst wird.

Risiko-/Ertragsprofil einer Wandelanleihe



Bei Wandelanleihen wird die modifizierte Duration deshalb eine Preisänderung aufgrund einer Zinssatzänderung nur ungenau antizipieren können. Um das Zinsrisiko für solche Anleihen richtig zu beurteilen, muss die Optionsbewertung berücksichtigt und somit die Duration entsprechend angepasst werden. Diese optionsadjustierte Duration (OAD) ist aus unserer Sicht deutlich besser geeignet, das Zinsänderungsrisiko von Wandelanleihen zu messen, da die OAD neben dem Bond Floor auch die Option berücksichtigt.

Wir sind der Meinung, dass eine modifizierte Duration bei Wandelanleihen, obschon diese häufig verwendet wird, die Zinssensitivität überschätzt und bei der Beurteilung von Zinsänderungsrisiken irreführend sein kann.

Das Ausmass dieser Fehleinschätzung kann an einem konkreten Beispiel aus dem vergangenen Jahr gut veranschaulicht werden:

Lam Research 2.625 '41

- Zugrunde liegende Aktie/Emittent: Lam Research
- Laufzeit: 15. Mai 2041
- Coupon: 2.625%
- Soft call: 150% nach 21. Mai 2021
- Hard call/put: Keine
- Kreditbewertung: BBB (S&P)

Bei Betrachtung des Zeitraums vom 2. Mai 2013 bis zum 21. August 2013, wo die Rendite des 30-jährigen

Treasury (ähnliche Laufzeit wie bei unserer Wandelanleihe) um 110 Basispunkte von 2.82% auf 3.92% anstieg, ergab sich bei dem Wandler von Lam Research eine Preisveränderung von rund 100 Basispunkten:

	2. Mai 2013	21/08/13
Preis (Angebot)	147.62	148.75
Aktien Referenz	45.65	47.67
Parität	130	135.76
Prämie (%)	13.55	9.57
Delta (%)	86.12	89.5
Modifizierte	-21.375	-21.308
Options-Adjunkte	-3.28	-2.154

Aktiensensitivität:

Aufgrund des Anstiegs des Aktienpreises von +4.4% wurde unter Berücksichtigung des Deltas (Aktiensensitivität) der Wandelanleihe ein Kursanstieg von +3.8% erwartet.

Zinssensitivität:

- Basierend auf der modifizierten Duration von -21.375, würde der Investor bei einem Zinsanstieg von 1.1% einen Preistrückgang von -23.5% der Wandelanleihe erwarten (unter Annahme einer linearen Relation)
- Die options-adjustierte Duration der Lam Research Wandelanleihe hingegen lag lediglich bei 3.28 und impliziert bei einem Zinsanstiegs von 1.1% einen Preistrückgang von 3.6%

Kombination der Effekte:

Die effektive Preisveränderung der Wandelanleihe lag bei +0.76%. Eine Kombination der beiden Effekte (Aktien-Effekt: +3.8% und Zinssatz-Effekt: -3.6%), erlaubt eine relativ gute Approximation der effektiven Preisänderung. Dies wäre bei weitem nicht der Fall, wenn die modifizierte Duration angewendet worden wäre.

Sicherlich ist das obige Beispiel ein Extremfall aufgrund des hohen Preises und der ungewöhnlich langen Laufzeit der Anleihe. Es veranschaulicht aber deutlich, dass die Schätzung der Zinssensitivität einer Wandelanleihe zum einen für Investoren eine komplexe Aufgabe ist und ein weit verbreitetes Risikomass wie die modifizierte Duration zu falschen Schlussfolgerungen führen kann.

Zusammenfassung:

Als Faustregel kann festgehalten werden, dass für eine typische Wandelanleihe mit einer 5-6 jährigen Laufzeit, die modifizierte Duration ungefähr halbiert werden kann, um das effektive Zinsänderungsrisiko zu schätzen. Entsprechend ergibt sich auch, dass die Zinssensitivität nicht das dominierende Risiko in einem Wandelanleihen-Portfolio darstellt. Die Wertveränderung des Portfolios wird primär von anderen Faktoren dominiert, hauptsächlich dem Aktienrisiko und dem Kreditrisiko. Wir regen daher an, dass im Zusammenhang mit Wandelanleihen die options-adjustierte Duration zu verwenden ist, um Anlegern, eine geeignete Einschätzung der Zinssensitivität eines Portfolios zu ermöglichen.

Über AgaNola AG :

AgaNola AG ist eine unabhängige, der FINMA unterstellte Schweizer Vermögensverwaltungs-Boutique mit Sitz in Pfäffikon, SZ, die sich seit ihrer Gründung 2007 auf Wandelanleihen und länderspezifische Investitionen konzentriert. Das Team besteht aus 12 Spezialisten mit langjähriger Erfahrung in der Finanzbranche bündelt die auf einem langen track record basierende Erfahrung in Wandel- und Unternehmensanleihen sowie Aktien. AgaNola kombiniert das Management von erstklassigen Produkten und Mandaten mit bestem Kundenservice. Bei ihrem Marktauftritt in Deutschland wird die AgaNola von der Concord Capital AG begleitet.

Kontakt:



Stefan Hiestand

CEO und Gründer der AgaNola AG

c.o. Concord Capital AG

Mainzer Landstr. 123

60327 Frankfurt am Main

T: +49 69 271 3879 12

E: aganola@concordcapital.de

Minimale Varianz, maximale Duration – ein Gastbeitrag von Mehdi Guissi, Lombard Odier Asset Management

Mehdi Guissi ist bei Lombard Odier Investment Managers verantwortlich für Versicherungs- und Vorsorgelösungen.

STEIGENDE ZINSSÄTZE werden von Anleiheninhabern gefürchtet, da sie zu einem Rückgang der Anleihenkurse führen können. Dagegen kommt Aktieninhabern dieses Szenario in der Regel zugute, da steigende Zinsen normalerweise eine bessere Konjunkturerholung signalisieren.

Es gibt jedoch auch Situationen, in denen sich auch Aktieninhaber Sorgen wegen steigender Zinsen machen sollten.

Dies ist etwa der Fall bei einem Aktienportfolio, das überwiegend aus Titeln von hoch verschuldeten Unternehmen besteht. Für diese Unternehmen bedeutet ein Zinsanstieg auch höhere Kosten für die Bedienung ihrer Schulden. Ein solches Portfolio würde sich schwächer entwickeln als der Markt.

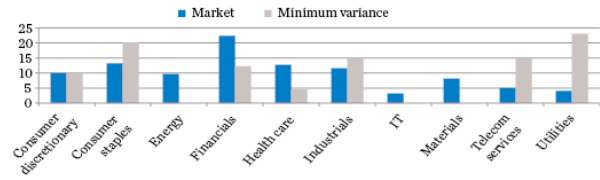
Und doch könnten diese Portfolios attraktiver sein als erwartet. So zeichnen sich Portfolios mit einer Mindestvarianz – die in den letzten Jahren aufgrund ihres defensiven Charakters vielfach eingesetzt wurden – oft durch eine Übergewichtung von Versorgungs- und Telekommunikationstiteln aus (vgl. Abbildung 1), Unternehmen also, die eine vergleichsweise hohe Verschuldung aufweisen.

Tatsächlich bestehen in Bezug auf den durchschnittlichen Verschuldungsgrad erhebliche sektorspezifische Unterschiede, die sich auf die Typologie der Unternehmen in der betreffenden Branche zurückführen lassen. So weisen Unternehmen mit stabilen Umsätzen und kostenintensivem Anlagevermögen, wie dies auf Versorgungsbetriebe und Telekommunikationsgesellschaften zutrifft, eine höhere Fremdverschuldung auf. Hinzu kommt, dass die Titelauswahl bei einem Mindestvarianz-Portfolio den Titeln mit der geringsten Volatilität innerhalb einer Branche den grössten Platz einräumt. Es handelt sich dabei tendenziell um Titel von Unternehmen, die einen besser prognostizierbaren Umsatz erzielen und eher dazu neigen, sich zu verschulden. Die Konsolidierung der Sektorallokation und Präferenzen bei der Titelauswahl resultieren in einem

Verschuldungsgrad für das Mindestvarianz-Portfolio von 160%. Das ist ein markant höherer Wert als der Marktdurchschnitt von rund 130%.

Infolgedessen weisen Portfolios mit stärkerer Ausrichtung auf Unternehmen mit höherer Fremdkapitalquote eine höhere Sensitivität gegenüber dem Durationsrisiko auf. Abbildung 2 zeigt die Unterschiede zwischen einem theoretischen Mindestvarianz-Portfolio und dem Markt. Wie beschrieben schlägt das Mindestvarianz-Portfolio in den meisten Fällen den Markt. In diesem Szenario ist das Portfolio anfälliger für steigende Zinssätze.

1. Sektorallokation eines theoretischen Mindestvarianz-Portfolios im Vergleich zum Markt



Note: Universe is MSCI Europe, in EUR, as of 30 April, 2014
Source: MSCI; LOIM

Markt
 Mindestvarianz
 Nicht-Basiskonsumgüter
 Basiskonsumgüter
 Energie
 Finanzwesen
 Gesundheit
 Industrie
 IT
 IT-Ausrüstung
 Telekomdienstleistungen
 Versorgung

Hinweis: Universum ist der MSCI Europe, in EUR, per 30. April 2014
Quelle: MSCI; LOIM

Sektorallokation und historische Entwicklung

Unsere Berechnungen zeigen, dass ein Mindestvarianz-Portfolio, welches im Vergleich zum Markt eine längere Duration von knapp einem Jahr aufweist, bei ansonsten gleichen Bedingungen einen Prozentpunkt hinter dem Markt zurückbleibt, sobald die Zinsen um einen Prozentpunkt ansteigen (vgl. Abbildung 2). Und sollten die Aktienmärkte dank einer Konjunkturerholung eine Performance von 10%

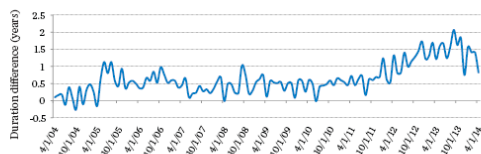
erzielen, dann könnte ein Mindestvarianz-Portfolio eine Underperformance von zu 5-6 Prozentpunkten verzeichnen. Dieser markante Rückstand ergäbe sich aus dem defensiven Charakter des Portfolios in Verbindung mit der erhöhten Duration.

Mit diesem Beispiel wollen wir zeigen, dass auch Aktienanleger nicht vor dem Zinsrisiko gefeit sind. Deshalb könnte ein Anleger gewillt sein die, Duration je nach Anlageziel zu steuern, d.h. sie entweder neutralisieren, erhöhen oder reduzieren.

Unserer Auffassung nach zeichnet sich ein wirksamer Portfolioaufbau zur Kontrolle des Durationsrisikos dadurch aus, dass die Risikoparität (d.h. gleichmässige Risikobeiträge) mit einer angemessenen Filterung des Anlageuniversums einhergeht.

Unter Risikoparität versteht man eine Methodik, bei der das Kapital den Aktien dynamisch zugeteilt wird, mit dem Ziel, einen hinsichtlich Sektoren und/oder Regionen gleichmässigen Risikobeitrag sicherzustellen. In diesem Sinne steht – wie bei der Mindestvarianz – die Risikokontrolle im Mittelpunkt des Portfolioaufbaus. Die Anlagen sind indes breiter gestreut, sodass die Sensitivität gegenüber den Aktienmarktentwicklungen und der Duration leichter auf die Bedürfnisse der Anleger zugeschnitten werden kann, indem das ursprüngliche Anlageuniversums gefiltert wird.

2. Historischer Verlauf der Durationsdifferenz zwischen einem Mindestvarianz-Portfolio und dem Markt



Note: Universe is MSCI Europe, in EUR, from 30 April, 2004 to 30 April, 2014
Source: LOIM proprietary risk models

Durationsdifferenz (in Jahren)

Hinweis: Universum ist der MSCI Europe, in EUR, vom 30. April 2004 bis 30. April 2014

Quelle: LOIM-eigene Risikomodelle

Je nach der erwarteten Sensitivität gegenüber dem Durationsrisiko werden bei der Filterung die Titel

höher oder geringer verschuldeter Unternehmen ausgeschlossen. Dies trägt dazu bei, die Vorteile der Risikoparität eines robusten, breit diversifizierten, ausgewogenen und skalierbaren Aktienportfolios mit den Vorteilen eines massgeschneiderten Anlageuniversums zu kombinieren, welches sich durch eine an die Anlegerbedürfnisse orientierte Durationsexponierung auszeichnet.

Kontakt:



Frank Stefes

Lombard Odier Asset Management (Europe) Limited,
Frankfurt Branch
Opem Turm - Bockenheimer Landstrasse 2-4 - 60306
Frankfurt am Main - Deutschland
T +49 69 66774 8155

F +49 69 66774 8220

f.stefes@lombardodier.com
www.lombardodier.com

Convertible Bonds – The Strategic and Tactical Case for Investment – ein Gastbeitrag von Paul A Sansome, Ferox Capital

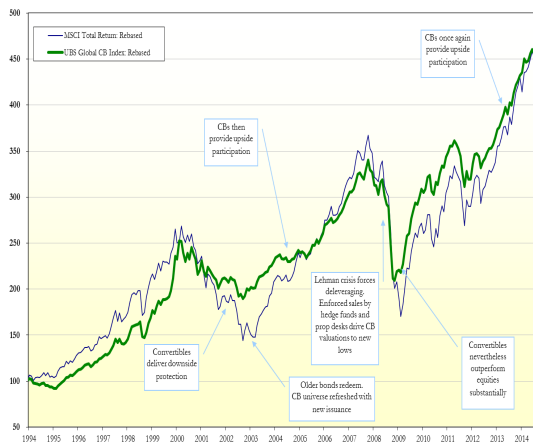
Convertible bonds have proven themselves to be a remarkable asset class. Over the last 20 years, they have managed to deliver better performance than the equity market but with far less volatility. This is the strategic reason they make sense in investors' portfolios. However, over the last few months, they have cheapened significantly whilst other asset classes have continued to be seemingly "priced for perfection", opening a more tactical reason for considering the asset class.

Long-term Strategic Convertible Investing

Convertible bonds offer one the chance to participate in equity upside with bond-like capital protection. They are to, a certain extent, the embodiment of Soros's maxim that, in investing: "It's not whether you're right or wrong that's important, but how much money you make when you're right and how little you lose when you're wrong."

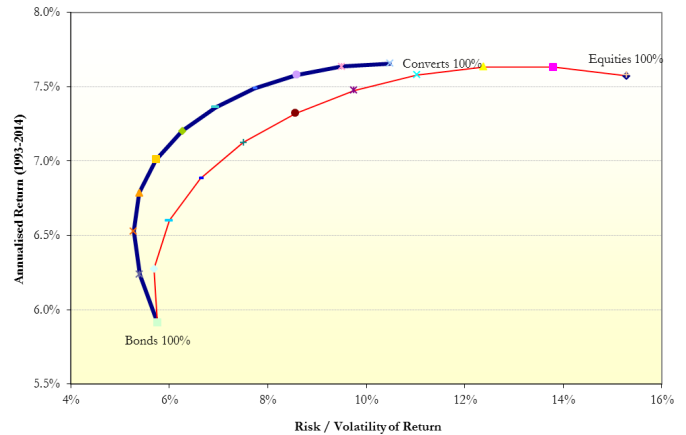
Their profile has led to long-term, multi-cycle outperformance of equity indices.

Long-term performance of convertibles versus equities



The interesting aspect is not the absolute outperformance (which is currently marginal). It is that this has been achieved with a fraction of the volatility. This represents very attractive risk-adjusted returns. This is perhaps best illustrated by looking at an efficient frontier analysis. Using 20 years of data, convertibles clearly seem to add return and reduce risk.

Efficient frontier of bond/convertible portfolio versus bond/equity



Interestingly, there is no combination of bonds and equities that offers a better risk-adjusted return.

Medium-Term Tactical Investing

This particular aspect should have a particular interest at the moment. Return is difficult to find in global markets (equities and bonds) and we would argue that risk is high. Most government bonds are near their historic lows in terms of yields. Corporate credit spreads are at unprecedentedly tight levels. It is very difficult to foresee capital gains from these conditions – indeed capital losses are the concern. Equity markets are the asset class of choice as investors move up the risk curve, often against their natural instincts. If the environment of low funding costs and economic growth can continue, equities should perform. However, an exogenous shock could cause those nervous investors to rush back to the security of the bond market.

Rising interest rates usually accompany benign or positive economic conditions – conditions in which equities perform well. Historically, convertible bonds have made money in rising interest rate environments. Furthermore, the shorter duration of the convertible market should be a stronger protection than straight corporate bonds.

Short-term Tactical Investing

The convertible market has had a challenging few months. The headwind has been a bear market in volatility. The VIX index hit multi-year lows in 2014. S&P realised volatility has dropped into single digits for the first time since 2006.

The result of this was a significant cheapening in absolute valuation levels for convertibles. As the graph below illustrates, the move has been sharp and dramatic:

Convertible Implied Volatility – One Year



The fall has been from 36% to 28% - which in performance terms has been a c4% cost to performance (on an unlevered basis – levered funds will have experienced a higher cheapening cost).

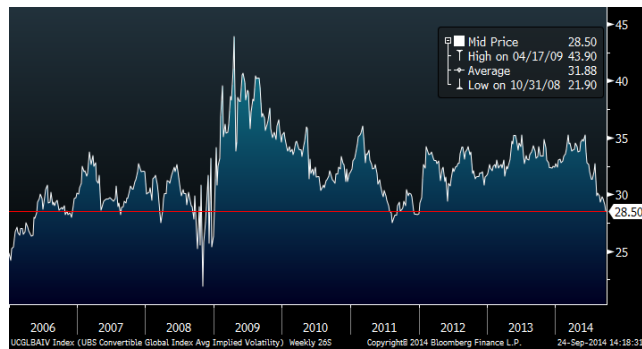
Often, these cheapening events co-incident with strong equity markets. Vol is a fear index and falling vol usually denotes a bullish tone in shares, which in turn helps convertibles to make money from our call options. This year, that has not been true (DJ +3.5%, Dax+1.2%, FTSE -0.6%, CAC +2.7%, Nikkei -0.8%). Without equity markets moving, our individual trades find it more difficult to make money (though we clearly have found enough winning trades to pay for the cheapening).

Current Opportunity Set

The cheapening of converts has left a richer and more compelling opportunity set.

Convertible valuations are now touching the third lowest level in a decade.

Convertible Implied Volatility – 2002 - present



It is also interesting to consider the factors that have driven this cheapening and what that means for the opportunity set.

1. New Issuance

The supply of new issues has exploded. June saw \$18bn of issuance the second highest monthly amount since 2009. September has already seen \$11bn of deals.

As the market is dominated by long-only accounts, the only way that this paper can be absorbed is by selling older issues – driving down valuations and that dislocation itself throws up interesting trades for us.

- Bullish equity sentiment

One of the reasons that volatility falls is if investors become bullish and/or complacent. The effect that this often has on stocks is that they begin to trend gently higher. As an example, take a look at Deutsche Wohnen, a recent position. The stock has a 14% vol – very low for an equity. If one looks at the share price over the last five years, it has tripled. Low vol stocks do not mean dull stocks.

Furthermore, if investors are complacent, any exogenous shock could create an outside move.

In summary, the year has been difficult but it has left the market in a far, far better position:

- Owning vol near historic lows is generally a recipe for success – vol has limits as to how low it can go but is unconstrained on the upside.
- Strong convertible issuance is usually a precursor to strong returns as issuance has attraction and/or the dislocation in convertible markets it causes will generate interesting trades
- Equity markets retain their ability to move.
- Our asymmetric exposure to this now costs

less. We can have the same notional exposure for less risk.

These are powerful reasons to be positive about the prospects for the next few months.

Conclusion

The convertible market has had a long history of delivering attractive risk-adjusted returns. We think that this trend could well continue. The short-, medium- and long-term cases appear solid.

However, there are elements of caution. Too many investors have looked to invest in funds which closely track the convertible indices. This led in May to a significant overvaluation of the index bonds. Whilst this beginning to unwind, we regard the opportunity set to be more attractive outside of the benchmark bonds. Thus, whilst the beta of the convertible market is normally attractive, the index would appear to have negative alpha at the moment – in other words, until this corrects, it is important to seek convertible alpha rather convertible beta.

Convertibles are a complex asset class. This complexity can lead to embedded alpha. However, the overly close tracking of portfolios to changes in the main index have meant that one needs to look elsewhere for alpha.

Investors avoid convertibles because of that very complexity. However, given the attractions, it makes sense (to us at least) to use a specialist to access the market.

About Ferox Capital

Ferox Capital is a convertible specialist investment manager. Founded in 2000 by the JPMorgan convertible team, it has an enviable record of delivering outperformance in both long-only and absolute return convertible strategies. The core team remains together and still makes the key portfolio positions, meaning the front office team is bring c150 years of experience to bear on the market.

Paul Sansome joined Ferox Capital in 2001. Prior to that he had been at JP Morgan where he was responsible for equity and equity-linked origination within the investment bank. During that time he was actively involved in a number of major flotations, equity-linked transactions and complex equity issues. He has 27 years of experience in the convertible business having started in the convertible sales operation at Merrill Lynch in 1987. He graduated from Cambridge Univer-

sity in 1985.

Kontakt:



Paul A Sansome

Ferox Capital LLP

Telephone: +44 20 7947 0000

Mobile: +44 7900 223700

Fax: +44 20 7495 7116

66 St James's Street, London SW1A 1NE

paul.sansome@feroxcapital.com

Dr. Frank Wehlmann
Gesellschafter-Geschäftsführer
TELOS GmbH
Kirchgasse 2
D-65185 Wiesbaden
Tel: +49-611-9742-111
Fax: +49-611-9742-200
Email: frank.wehlmann@telos-rating.de
Internet: www.telos-rating.de

Handelsregister:
Wiesbaden HRB 21860