

# Die besten Chancen im Wandler-Universum



**Von Kurt Fisch**  
Partner  
Fisch Asset Management

**Der Anleger in Wandelanleihen erzielt im Verhältnis zum Risiko, das er eingeht, eine überdurchschnittliche Rendite. Langfristige Vergleiche zwischen Obligationen, Aktien und Wandelanleihen untermauern die Attraktivität der Wandelanleihen auf eindruckliche Art.**

Das Grundprinzip der Wandelanleihe ist einfach und sehr wirksam: Im guten Fall beteiligt sich der Investor über das Wandelrecht an der positiven Aktienentwicklung und im schlechten Fall besitzt er mit dem Obligationenteil einen wirksamen Kapitalschutzfaktor. Die attraktive Schlussfolgerung: Die hybride Wandelanleihe erlaubt dem Investor eine asymmetrische Beteiligung an der Börsenentwicklung.

Diese Tatsache wird durch Langzeitstudien untermauert. Der neueste Update der Ibbotson-Studie belegt,

dass Wandelanleihen in den USA 70% der Aufwärtsbewegung der Aktien mitmachen, hingegen nur 50% der Abwärtsbewegung. Dieses asymmetrische Verhältnis lässt sich unseres Erachtens sogar noch zugunsten der Wandelanleihen verbessern. Dazu gehören eine klar definierte Anlagestrategie und das mit entsprechendem Know-how verfolgte aktive Management eines Wandler-Portfolios.

So einfach die Grundidee der Wandelanleihe ist, so schwierig und heikel ist die richtige Bewertung dieses sehr interessanten Instruments. Daher bieten sich dem Investor, der diese Kunst beherrscht, am Wandlermarkt sehr gute Chancen. Denn dieser Markt, der mittlerweile eine weltweite Kapitalisierung von rund 1000 Milliarden Franken erreicht, charakterisiert sich durch eklatante Ineffizienzen.

## **Rückschlagsrisiko von Obligationen, Renditepotential von Aktien**

Die grundsätzliche Attraktivität der Wandelanleihe und die vorhandenen Ineffizienzen veranlassten uns, eine Wandelanleihenstrategie auszuarbeiten, die gezielt auf diese Eigenheiten ausgerichtet ist. Das anvisierte Ziel dieser Strategie besteht darin, einen Anlagefonds zu offerieren, der im Verhältnis zum Verlustrisiko ein weit überdurchschnittliches Renditepotential besitzt. Mit dem Rückschlagsrisiko einer Obligation soll dieser Fonds die Rendite einer Aktie bieten.

Dabei soll der Fonds primär absolute Renditen erreichen und sich nicht vordringlich an der relativen Performance zu einem Benchmark messen. Diese Ziele haben zur Folge, dass der Strategie dieses Fonds Freiheiten zugestanden werden, die den meisten Fonds in verschiedener Hinsicht nicht gewährt werden. Daher ist der Fonds

in die Kategorie der nichttraditionellen Anlagen einzureihen. Als Besonderheit gewährt dieser Fonds aber eine totale Transparenz und ein Mass an Liquidität (täglicher Handel), die beide im Vergleich zu anderen nichttraditionellen Produkten beinahe unerreicht sind.

Die Strategie-Eckpunkte des neuen Fonds lauten folgendermassen: 1. Der Fonds investiert weltweit in Wandelanleihen höchster Qualität, Liquidität und überdurchschnittlicher technischer Ausgestaltung. 2. Der Fonds kann mit Investitionen aussetzen, wenn keine Wandler erhältlich sind, die den überaus strengen Auswahlkriterien genügen. 3. Dem Fonds steht es zu, sehr grosse Einzelpositionen (bis zu 20%) einzugehen. 4. Der Fonds kann einen Leverage von 50% einsetzen, falls am Markt eine Vielzahl von ausserordentlichen Chancen bestehen. 5. Schliesslich kann der Fonds Volatilitäts-Arbitrage betreiben, falls das Umfeld dazu vorteilhaft ist.

## **Wandelanleihen höchster Qualität**

Als spezialisierte Wandelanleihen-Manager mit langjähriger Erfahrung orten wir jederzeit die besten Gelegenheiten, die sich im Wandlermarkt bieten. Der Fonds beschränkt sich auf Wandelanleihen, die bezüglich Qualität, Liquidität und technischer Ausgestaltung höchste Anforderungen erfüllen. Solche Wandelanleihen beinhalten einen besonders effizienten Kapitalschutz, der auch in einem extrem schwierigen Marktumfeld unverändert robust ist. Damit dieser Obligationenschutz möglichst schnell und effizient greift, müssen verschiedene Kriterien erfüllt sein. Dazu gehört sicherlich eine überdurchschnittliche Schuldnerqualität. Obendrein wird dieser Schutz umso schneller aktiv, je mehr sich die

## Sicherheit und Wachstum: Wandelanleihen

Selbst über die turbulentesten Zeiten der letzten zehn Jahre hat unsere jährliche Performance von nahezu 10% den Beweis geliefert: Ein sorgfältig geführtes Wandelanleihen-Portefeuille zeichnet sich gleichzeitig durch Stabilität und Rendite aus! Wandelanleihen-Fonds sind exzellente Stabilisatoren in jedem Anlageportefeuille.

Fisch Asset Management AG, Zürich, ist der Manager von verschiedenen Wandelanleihen-Portefeuilles

defensiv:	Hybrid CHF Fund A	Valor 1102016
ausgeglichen:	ICEF	Valor 376215
aktienorientiert:	Japan CB Fund (Equity Sensitive) A	Valor 1093936

Verwaltungsgesellschaft:  
Fondsmanager:

Experta Management SA, Luxemburg  
Fisch Asset Management AG, Zürich

Die in der Vergangenheit erzielten Erfolge sind keine Garantie für die zukünftige Entwicklung. Der Japan CB Fund (Equity Sensitive) kann über jede Bank gekauft werden. Informationen und Verkaufsprospekte erhalten Sie bei der Verwaltungsgesellschaft oder dem Vertreter in Deutschland.

Für ausführliche Angaben  
und die analytische Würdigung

[www.riskreturn.ch](http://www.riskreturn.ch)

Wandelanleihe dem sogenannten Bond-floor, dem Obligationenwert, annähert.

Die von dieser Strategie gesuchten Wandelanleihen gewähren aber trotz dieser effizienten Schutzfunktion weiterhin einen hohen Beteiligungsgrad an einer positiven Kursentwicklung der unterliegenden Aktie. Solche aussichtsreichen Wandelanleihen werden nicht immer in sehr grosser Zahl zu finden sein. Es ist aber eine Eigenheit des Wandler-Marktes, dass es immer wieder zu Verzerrungen kommt. Diese Ineffizienzen können mit der hier verfolgten Strategie sowie dem entsprechenden Know-how zum Vorteil des Fonds ausgenutzt werden.

Ein klassisches Beispiel für ein solches Verhalten stellt die 0% Nestlé 11.06.2008 Wandelanleihe dar. Der Put per 11.06.2003 zu 87.70% reduziert das Rückschlagsrisiko dieses Wandlers, da der gegenwärtige Preis bei 85% notiert. Die Wandelanleihe partizipiert gegenwärtig mit ca. 50% an einem Aufschwung der Basisaktie. Bei einem Kurssturz der Aktie reagiert die Wandelanleihe aber nur mit knapp

20% – ein hervorragendes Rendite-/Risikoprofil!

Falls im Markt keine Wandelanleihen vorhanden sind, die den hohen Ansprüchen gerecht werden, investiert der Fonds sein Geld nicht und kann einen hohen Prozentsatz an Liquidität halten. Der Fonds besitzt somit eine Freiheit, die traditionellen Fonds in der Regel nicht zugestanden wird. Fonds müssen allgemein ihre gesamten Mittel investieren. Durch diese Freiheit kann sich der Fonds auf aussergewöhnlich aussichtsreiche Wandler beschränken und ist damit in schwierigen Zeiten vor Verlusten besser geschützt.

### Fokussierung auf wenige Anlagen

Die Konzentration der Anlagen auf eine vergleichsweise geringe Anzahl von Titeln ist ein weiteres Merkmal der Strategie. Der Fonds kann bis zu 20% des Vermögens in eine einzige Wandelanleihe investieren. Damit hebt er sich von traditionellen Fonds ab, die dem Anspruch der breiten Diversifikation gerecht werden müssen. Der Verzicht auf eine breite Diversifikation

stellt ein erhöhtes Risiko dar. Dieses nimmt der Fonds aber bewusst auf sich. Die Möglichkeit der konzentrierten Ausnutzung der besten Chancen wird langfristig überdurchschnittliche Resultate mit sich bringen. Der höchsten Ansprüchen genügende Standard bezüglich Qualität, Liquidität und technischer Ausgestaltung der Wandelanleihen des Fonds ist die entscheidende Kompensation für den Mangel an Diversifikation.

Wenn die Marktchancen vom Manager als aussichtsreich eingestuft werden und eine Vielzahl von überdurchschnittlichen Wandlern erhältlich sind, kann der Fonds sogar mit Leverage investieren. Er besitzt die Möglichkeit, Kredit aufzunehmen (bis zu 50% des Fondsvermögens) und diesen ebenfalls zu investieren. Damit wird das Aufwärtspotential des Fonds wesentlich verstärkt. Das Aktienexposure des Portfolios kann so in einer guten Marktphase gegen 100% des Fondsvermögens tendieren. Im Durchschnitt wird sich das über die Wandelrechte bestehende Aktienexposure des

Fonds im Bereich von 50 bis 75% bewegen. Die grossen Freiheiten der Strategie können aber in Extremfällen zu deutlichen Abweichungen von diesen Durchschnittswerten führen. Diese Abweichungen werden entweder durch sehr positive Entwicklungen nach oben oder durch einen Mangel an guten Gelegenheiten nach unten hervorgerufen werden.

Schliesslich betreibt der Fonds in einem günstigen Marktumfeld Volatilitäts-Arbitrage. Diese besteht darin, dass teure, kurzfristige Optionen gegen günstige, langfristige Optionen – die als Wandelanrechte im Portfolio bereits enthalten sind – geschrieben werden. Diese Arbitrage wird vor allem in Seitwärtsmärkten und bei grossen Volatilitätsunterschieden zum Tragen kommen. Damit generiert der Fonds ein zu-

sätzliches Einkommen und reduziert das Rückschlagsrisiko weiter.

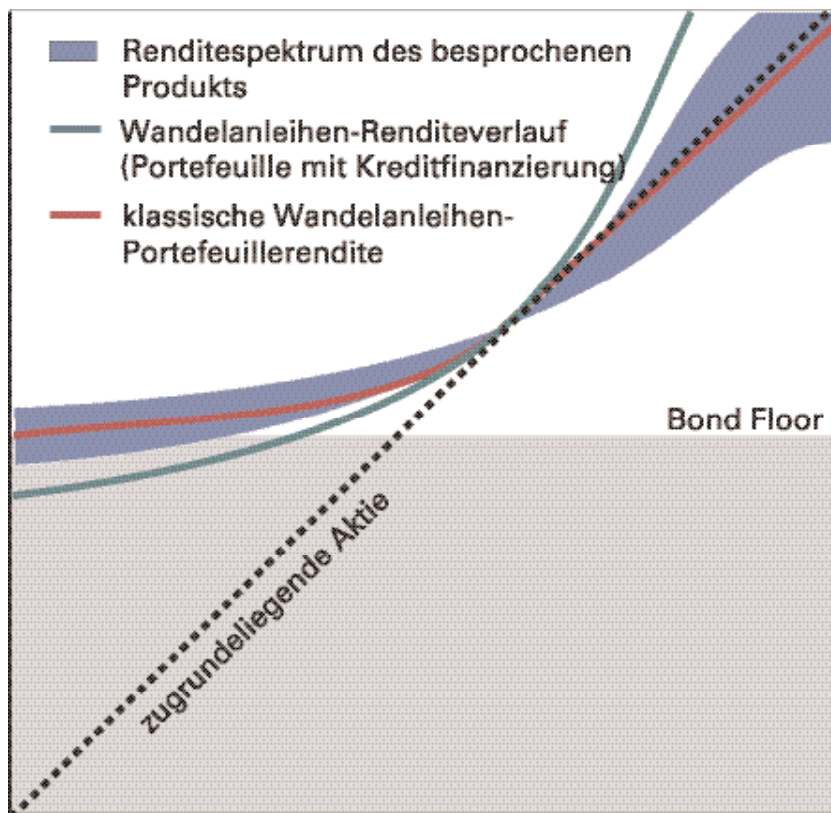
**Anlageerfolg in schwierigem Umfeld**

Die beschriebene Wandelanleihen-Strategie hat sich seit ihrer Lancierung im Januar 2001 als ausserordentlich erfolgreich gegen den allgemeinen Markttrend erwiesen. Während die Aktienmärkte scharfe Korrekturen von -30% und mehr hinnehmen mussten, büsste der neu lancierte Fonds gerade einmal 8% an Wert ein. Dies entspricht einer Rückschlagsbeteiligung von weniger als 30%. Die unseres Erachtens immer näher rückende Korrektur nach oben wird zeigen, wie dieser Fonds eine massiv höhere Beteiligung am Aufwärtstrend ermöglichen wird. Wir erwarten eine Aufwärtsbeteiligung am Aktienmarkt von 70 bis 100%. Damit

erreicht der Fonds ein wirklich einmaliges Rendite-/Risikoprofil.

Die langjährige Erfahrung und das Know-how des Managers sind die Garantien für den herausstehenden Erfolg dieser speziellen Wandelanleihen-Strategie. Nur mit diesen Prämissen führt die Suche nach den besten Chancen im Wandelanleihenmarkt in die richtige Richtung. Dazu verlangt die aufgezeigte Strategie ein hohes Mass an aktivem Management und permanenter Überwachung. Das hat in erster Linie mit der Tatsache zu tun, dass die Wandelanleihe als dynamisches Anlageinstrument je nach Marktentwicklung ihr Wesen ändert. Und zuletzt verlangen auch die Leverage- und Arbitrage-Aktivitäten ein erfahrenes, professionelles Management.

## Renditeverlauf des Wandelanleihen-Portfolios



Die Grafik illustriert die attraktive Rendite-Verteilung der im Artikel beschriebenen Wandlerstrategie. Die 45°-Linie zeigt die Entwicklung der unterliegenden Aktien. Der waagrecht verlaufende «Bond Floor» zeigt den Obligationenschutz. Die konvexe rote Linie zeigt das Verhalten eines zu 100% investierten Wandlerportfolios. Die grüne Linie ist typisch für ein Portefeulle, das zu 150% des

Nettovermögens in Wandler investiert. Die bläuliche Fläche schliesst den Beitrag der Arbitrage mit in die Renditeentwicklung ein. Einerseits reduziert sich damit das Rückschlagsrisiko, das für diese Strategie nicht grösser ist als bei einem weltweit investierenden Obligationenportfolio; andererseits reduziert sich damit aber auch das Aufwärtspotential.