

» *Anlageerfolg mit Wandelanleihen*

Zusammenfassung

Wandelanleihen sind Anleihen, die neben der Verzinsung (und Rückzahlung) noch ein Wandelrecht besitzen. Dieses berechtigt den Inhaber der Wandelanleihe zum Tausch (Wandlung) in eine festgelegte Anzahl Aktien des Schuldners und kann deshalb als Kauf-Option betrachtet werden. Wandelanleihen sind ein verhältnismässig anspruchsvolles Instrument, das aber vielfältige Risikoprofile bietet und äusserst flexibel eingesetzt werden kann.

Der Nutzen für Investoren, und im Speziellen auch für Pensionskassen und Versorgungswerke, liegt zusammengefasst in zwei zentralen Aspekten:

- Positive Asymmetrie / automatisches Timing und Kapitalschutz
- Spezielle Risikoprämien / Wandelanleihen als günstige Struktur

Finanzökonomische Charakteristik

Eine Wandelanleihe liefert die folgenden vier grundlegenden Risikoprämien gegenüber einer risikofreien Anlage:

Aktienexposure	40%
Kreditexposure	35%
Volatilitätsexposure über die eingebettete Call Option	15%
Zinsertrag/ Duration	10%

Die Prozentwerte drücken die durchschnittliche relative Bedeutung der einzelnen Risikoprämien aus. Jede der aufgeführten Risikoprämien kann am Markt separat gekauft werden. Eine Wandelanleihe hat aber den Vorteil, sämtliche Prämien in einem Instrument zu kombinieren.

Vorteil Asymmetrie / Timing und Kapitalschutz

Das asymmetrische Kursverhalten der Wandelanleihen bietet den Vorteil eines automatischen, positiven Timingeffektes. Bei fallenden Märkten besteht ein Schutz, da die Anleihe zu 100% zurückbezahlt wird. Bei steigenden Märkten nimmt sie andererseits immer mehr Aktiencharakter an und weist so eine laufend zunehmende Aufwärtspartizipation auf. Diese Asymmetrie entspricht einer „dynamischen Portfolio Insurance“ Strategie, ohne mit deren gravierenden Nachteilen (Kosten, Handelbarkeit, „gap risk“) verbunden zu sein.

Insbesondere für Vorsorgeeinrichtungen mit eingeschränkter Risikofähigkeit lohnt es sich, einen Teil ihrer Aktien-Allokation durch Wandelanleihen zu substituieren und so einen Grossteil der (langfristig interessanten) Aktien-Risikoprämie auf deutlich risikoärmere Weise zu erhalten.

Vorteil spezielle Risikoprämien

Aufgrund ihrer speziellen Struktur bietet die Wandelanleihe eine Reihe zusätzlicher sehr interessanter Risikoprämien:

Liquiditätsprämie	40 bis 80 Bps
Prämie aufgrund lang-laufender Call Option (Wandelrecht)	40 bis 50 Bps
Kreditrisikoprämie auf der Option (Wandelrecht)	10 bis 20 Bps
Growth Prämie (über die Struktur des globalen Wandelanleihenmarktes)	20 bis 60 Bps

Die Werte geben die geschätzten zusätzlichen Risikoprämien in Basispunkten (Bps) p.a. an. Diese zusätzlichen Prämien können ausschliesslich über den Kauf einer Wandelanleihe genutzt werden.

Die Liquiditätsprämie ergibt sich aufgrund der festen Verknüpfung von Wandelrecht (Call Option) und Anleihe. Beide Teile müssen als „Paket“ gekauft werden und können nicht separat gehandelt werden. Somit sind sie etwas weniger liquide als ihre Einzelteile. Dafür erhält der Investor aber einen Renditevorteil von 40 bis 80 Basispunkten p.a., d.h. die Wandelanleihe ist rund 1 bis 3 Prozent günstiger als die Summe einer vergleichbaren Anleihe plus Call Option. Dies ist einer der Hauptgründe für das äusserst interessante langfristige Chancen/Risikoprofil der Wandelanleihe gegenüber Aktien- und Anleihenmischportfolios.

Die Prämie aufgrund der lang-laufenden Call Option (Wandelrecht) ergibt sich aus dem sogenannten „fat tail“, d.h. der Erkenntnis, dass langfristig grössere Marktausschläge auftreten, insbesondere nach unten, als es aufgrund der allgemein angenommenen Normalverteilung zu erwarten wäre. Deshalb müssten Call Optionen resp. Wandelrechte teurer sein als es die heute gängigen Standardmodelle errechnen, weil bei grösseren Marktausschlägen höhere Gewinnmöglichkeiten mit Optionen entstehen. Je länger eine Option läuft, desto stärker wirkt sich dieser Effekt aus. Wandelanleihen haben in der Regel sehr langlaufende Wandelrechte von 3 bis 5 Jahren.

Die Kreditrisikoprämie auf der Option (Wandelrecht) ist eine weitere, interessante Eigenschaft. Das Wandelrecht hängt von der Zahlungsfähigkeit (bzw. der Fähigkeit zur Aktienlieferung) des Anleihenschuldners ab. Deshalb unterliegt auch das Wandelrecht einem Kreditrisiko. Deshalb ist der Wert (= implizite Volatilität) eines Wandelrechts niedriger als eine vergleichbare standardisierte Call Option. Auch hier gilt, dass dieser Effekt mit zunehmender Laufzeitlänge der Option zunimmt.

Die sogenannte Growth Prämie ist insbesondere bedeutsam für Wandelanleihen aus den USA und Asien. In diesen Regionen kommen viele Wachstumsunternehmen mit Wandelanleihen an den Markt. Investoren sollen hier über eine direkte Partizipation am Aktienpreis im Erfolgsfall entschädigt werden. Ein Investment in den globalen Wandelanleihenmarkt liefert daher über die Zeit einen gewissen Bias zu interessanten Wachstumsgesellschaften.

Zusätzlicher Vorteil

Eine Wandelanleihe enthält einen sogenannten „Exotischen Anleihen Put“. Eine Wandelanleihe, die tief im Geld liegt (z.B. bei 130% oder höher) reagiert nicht mehr negativ auf steigende Zinsen. Denn sie kann jederzeit in die zugrundeliegenden Aktien getauscht werden. Damit hängt ihr Wert nur noch von diesem Tauschwert ab und nicht mehr vom Zinsniveau. Eine analoge Strategie, die aus Anleihe plus separater Call Option besteht, verliert bei steigenden Zinsen dagegen stark auf dem Anleihenteil (z.B. im Fall eines inflationären Umfeldes). Der Anleihenteil bei der

Wandelanleihe verliert dagegen nichts, da er in Aktien getauscht werden kann. Wandelanleihen sind daher ein ideales Instrument im inflationären Umfeld, insbesondere in der frühen Phase des Zyklus, wenn sowohl die Zinsen als auch die Aktienkurse steigen.

Dieser „Exotische Anleihen Put“ ist vollständig im fairen Wert einer Wandelanleihe enthalten. Er ist keine Anomalie oder eine versteckte Prämie („Geschenk“). Trotzdem kann diese Eigenschaft in bestimmten Marktumfeldern sehr interessant sein und ist auf anderem Weg nur schwer zu replizieren.

Zusätzlicher Vorteil Volatilitätseffekt

Eine Wandelanleihe besteht aus einem Anleihenteil und durch das Wandelrecht auch aus einem Aktienteil. Das Wandelrecht entspricht dabei einer Call Option. Damit reagiert jede Wandelanleihe auch auf Schwankungen der Marktvolatilität. Daraus ergibt sich neben der Aktien- und Anleihenkomponente eigentlich noch ein dritter Aspekt, eine „Option/Zertifikat auf Marktvolatilität“. Mit einer Wandelanleihe kauft man somit auch Marktvolatilität.

Entscheidend ist dabei, dass diese Volatilitätskomponente längerfristig zu einer Verminderung von Kursschwankungen von Wandelanleihenportfolios führt. Grund dafür ist die negative Korrelation von Aktienkursen und Marktvolatilität: Steigt der Aktienmarkt, dann fällt in der Regel die Volatilität (und umgekehrt). D.h. die Aktien- und die Volatilitätskomponente innerhalb der Wandelanleihe laufen gegenläufig und reduzieren damit die Gesamtschwankung des Papiers.

Dieser Effekt hat keinen Einfluss auf die langfristige Renditeerwartung von Wandelanleihe. Er dämpft lediglich mittelfristige Kursschwankungen und trägt zu einer zusätzlichen Optimierung des Risiko/Ertragsprofils von Wandelanleihen bei.

Zusätzlicher Vorteil aktives Management von Wandelanleihen

Zusätzlich bietet der globale Wandelanleihenmarkt immer wieder tatsächliche Fehlbewertungen, da der Markt aufgrund von hohen Hedging/Arbitrage-Kosten nicht vollständig effizient ist. Eine permanente Marktüberwachung kann deshalb einen interessanten Mehrertrag liefern. Zudem kann mit einer aktiven Verwaltung sichergestellt werden, dass sich das Wandelanleihen-Portfolio immer im „hybriden“ Bereich befindet, also dort, wo sich der Asymmetrie-

Vorteil besonders stark auszahlt. Dazu werden systematisch Wandelanleihen, die tief aus dem Geld liegen (d.h. Wandelrecht hat fast keinen Wert) und solche, die tief im Geld liegen (d.h. die Wandelanleihe verhält sich wie eine Aktie) verkauft und durch interessantere Titel mit einer hohen Konvexität ersetzt. Dadurch wird auch automatisch ein interessanter „Rebalancing-Effekt“ erzielt.

Weitere Auskünfte

Für weitere Informationen laden wir Sie gerne auf unsere Homepage www.fam.ch ein.

DISCLAIMER

Die vorliegende Dokumentation dient lediglich zur Information und richtet sich ausschliesslich an institutionelle Anleger. Nicht institutionelle Anleger, die in Besitz dieser Dokumentation gelangen, werden gebeten, sie zu vernichten oder dem Absender zu retournieren. Dieses Dokument ist kein Emissionsprospekt und stellt weder eine Offerte noch ein Angebot zum Kauf von Finanzprodukten dar.

Bei der vorliegenden Dokumentation handelt es sich um eine Marketingunterlage und nicht um eine Finanzanalyse. Sie ist nicht in Einklang mit Rechtsvorschriften zur Förderung der Unabhängigkeit von Finanzanalysen erstellt worden und unterliegt auch keinem Verbot des Handels im Anschluss an die Verbreitung von Finanzanalysen.

DIE HISTORISCHE PERFORMANCE IST KEINE GARANTIE FÜR DIE ZUKÜNFTIGE ENTWICKLUNG.

Investitionen in Finanzprodukte sind mit Risiken verbunden. Potenziell droht ein Verlust des gesamten investierten Kapitals. Bezüglich der individuellen Risiken einer Anlage sei auf die jeweils gültigen Produktunterlagen verwiesen.

Soweit die im Dokument enthaltenen Informationen aus externen Quellen stammen, kann Fisch Asset Management AG nicht garantieren, dass die Informationen richtig, vollständig und aktuell sind.

Aussagen über zukünftige Entwicklungen und Schätzungen basieren auf Annahmen, die möglicherweise falsch sind, sich ändern können oder auf vereinfachten Modellen beruhen. Fisch weiss nicht, ob ihre Aussagen über zukünftige Entwicklungen eintreffen. Es ist auch möglich, dass Fisch ihre Meinung über eine zukünftige Entwicklung ändert. In diesem Fall wird Fisch niemanden über die Meinungsänderung informieren.

Fisch weist ausdrücklich darauf hin, dass dieses Dokument nicht für private Anleger bestimmt ist und empfiehlt institutionellen Anlegern, sich vorgängig von Finanz-, Rechts- und Steuerexperten beraten zu lassen, die ihre individuelle Situation und das Produkt kennen.

Dieses Dokument richtet sich insbesondere nicht an US-Personen (private oder institutionelle) im Sinne der FATCA-Gesetzgebung oder gemäss der SEC-Definition. US-Personen dürfen in keinen Anlagefonds investieren, der von Fisch verwaltet wird und Fisch ist auch nicht berechtigt, Mandate von US-Personen zu verwalten. Erfährt Fisch, dass eine US-Person in ein von ihr verwaltetes Produkt investiert ist, wird sie die Fondsleitung und gegebenenfalls weitere Personen informieren, verbunden mit der Aufforderung, dass die US-Person das Produkt verkauft.

Fisch hat die Lagerung und Archivierung von Firmendaten an eine spezialisierte Drittfirma übertragen. Das Outsourcing beschränkt sich auf die Lagerung und Archivierung von Daten und erfolgt im Ausland. Die Bearbeitung der Daten bleibt firmenintern und wird nicht ausgelagert. Die Tätigkeit der spezialisierten IT-Firma umfasst im Wesentlichen die Aufsetzung und den Unterhalt der entsprechenden Server. Aufsichtsbehörde und Prüfgesellschaft sind von Fisch über die Auslagerung informiert worden und die datenschutz- und aufsichtsrechtlichen Anforderungen werden erfüllt.

Fisch lehnt jede Haftung ab für Schäden, die direkt oder indirekt aus diesem Dokument abgeleitet werden.