

»FischView Special Anlageklassen-Ausblick 2026



Dezember 2025

Makro-Ausblick für 2026	Seite 5
Wandelanleihen	Seite 7
Investment-Grade-Unternehmensanleihen	Seite 9
High-Yield-Unternehmensanleihen	Seite 11
Schwellenländer-Unternehmensanleihen	Seite 14
Schweizer-Franken-Anleihen	Seite 17

Vorwort



Dr. Torsten von Bartenwerffer
CEO

Sehr geehrte Leserinnen und Leser

2025 zeigte erneut, wie schnell Märkte sich an neue Schlagzeilen gewöhnen. Die Zölle sorgten kurz für Bewegung. Das Grundtempo blieb hoch.

Wandelanleihen gehörten zu den stärksten Bereichen. Sie profitierten von dynamischen Geschäftsmodellen und attraktiven Bewertungen. Nach ruhigeren Jahren kehrte die Anlageklasse 2025 stark zurück. Auch 2026 bleibt das Potenzial: Das Wachstum ausserhalb der bekannten US-Tech-Namen wirkt attraktiv. Der Bondfloor hält Rückschläge in volatileren Phasen im Zaum. Hohe Emissionsvolumen schaffen Auswahlmöglichkeiten in einem breiten Anlageuniversum.

Investment Grade überzeugt mit soliden Bilanzen und stabilem Carry. High Yield bietet Renditen nahe historischer Aktierträge bei geringerer Schwankung. Die Schwellenländer punkten mit stärkerem Wachstum, einem positiven Rohstoffzyklus und hoher lokaler Nachfrage – Chancen im Fixed Income gibt es viele.

Unsere Portfoliomanager starten fokussiert in das neue Jahr. Handwerklich starke Analyse, klare Selektion und aktive Steuerung stehen im Zentrum.

Wir haben unser Team erweitert, auch in Frankfurt, um noch näher bei Ihnen zu sein.

Vielen Dank für Ihr Vertrauen. Wir freuen uns auf ein starkes 2026 an Ihrer Seite!

Dr. Torsten von Bartenwerffer
CEO



Beat Thoma
Chief Investment Officer



Krishna Tewari
Investment Strategist

Globale Liquidität nähert sich einem zyklischen Hochpunkt

- Die globale Liquidität steigt aufgrund starker Geldschöpfung im Bankensystem sowie massiven Liquiditätsspritzen der chinesischen Zentralbank (PBoC) weiter an. Da die Liquiditätsentwicklung einen Vorlauf von rund drei Monaten auf die Finanzmärkte hat, wirkt hier bis auf weiteres eine unterstützende Kraft.
- Eine steigende Liquidität stützt aber auch die Konjunktur und heizt die Inflation an. Dies führt zu Aufwärtsdruck bei den Staatsanleihenrenditen. Dieser wird durch eine stark steigende Staatsverschuldung, insbesondere in den USA, verstärkt.
- Der steigende Goldpreis liefert hier ein deutliches Warnsignal. Die Gefahr nimmt zu, dass die Märkte ihr Vertrauen in die Geldwertstabilität und in die Solidität der Staatshaushalte verlieren.
- Insgesamt sind diese Entwicklungen sowie der Vertrauensverlust in die Nachhaltigkeit der Geld- und Fiskalpolitik noch nicht gravierend genug, um den Aufwärtstrend an den Aktien- und Kreditmärkten massiv zu beeinträchtigen. Die steigende globale Liquidität dominiert das Gleichgewicht der Kräfte vorerst noch. Allerdings nähert sich der Liquiditätszyklus seinem Höhepunkt, was im Verlauf des kommenden Jahres für Probleme an den Finanzmärkten sorgen könnte.

Aktuelle Entwicklungen: US-Bankreserven fallen in kritischen Bereich

- Derzeit steigt die globale Liquidität noch und liefert damit Rückenwind für die Aktien- und Kreditmärkte. Dennoch reduziert die Fed bereits seit einiger Zeit die Bankreserven im US-Bankensystem. Dadurch will sie die monetär expansive Wirkung der jüngsten Zinssenkungen teilweise kompensieren und auch allfällige Inflationsgefahren vermindern.
- Ein zu starkes Abfallen der Bankreserven hat in der Vergangenheit mit einer Verzögerung von ein bis drei Monaten zu temporärem Stress an den Geld- und Aktienmärkten in den USA geführt. Schwächere Bitcoin-Kurse und immer häufigere Ausschläge der Spreads zwischen den SOFR-Geldmarktzinsen und Fed-Funds-Zinsen sind hier erste Warnsignale.
- Die Fed hat diese Warnsignale aber erkannt und ein Ende des Quantitative-Tightening-Programms (QT) sowie eine Aufstockung des SOMA-Accounts um 200 bis 350 Milliarden Dollar angekündigt. Dies entspricht einem „Mini-Quantitative Easing“ und damit einer Lockerung der Geldpolitik und würde dem Rückgang der Bankreserven entgegenwirken. Allerdings sind diese Massnahmen in den kommenden Monaten wahrscheinlich nicht ausreichend, um den Reserve-Engpass im US-Bankensystem vollständig aufzulösen.
- Immerhin wirken aber auch die seit längerem zu beobachtenden massiven Emissionen von T-Bills durch das US-Treasury liquiditätssteigernd im US-Finanzsystem. T-Bills sind im Gegensatz zu T-Bonds „geldähnlich“ und werden von

den Banken am Markt mit Krediten der Fed gekauft. Insgesamt fließt damit viel neues Geld von der Notenbank über die Geschäftsbanken in das Finanzsystem. Man spricht hier auch von einem „Treasury-Quantitative Easing“.

- Und zu guter Letzt erhöht auch die PBoC seit längerem die Liquiditätszufuhr, was indirekt auch in die globalen Märkte fließt. Insgesamt dürfte deshalb die globale Liquidität noch weiter steigen und die Finanzmärkte mittelfristig stützen. Aber kurzfristig dominiert die Entwicklung in den USA, was temporär zu stark erhöhter Volatilität führen kann.

Chart: Die globale Liquidität steigt noch, verliert aber an Momentum



Quellen: Macrobond, Fisch Asset Management

Makro-Ausblick für 2026: Schuldenfinanzierte Staatsausgaben stützen die Konjunktur vorerst noch

» Erst ein Rückgang der Liquidität für mindestens zwei bis drei Monate signalisiert Gefahr.

- Die globale Liquiditätsentwicklung ist der vorauslaufende Haupttreiber sowohl für die Aktien- und Kreditmärkte, aber auch für die Konjunktur, die Inflation und damit die langfristigen Zinsen. Deshalb liefert die Analyse der globalen Liquiditätsflüsse eine grundlegende Basis für die Einschätzung der Finanzmärkte in den kommenden Monaten und für das gesamte nächste Jahr 2026.
- Die wie erwähnt noch steigende Liquidität sorgt bis auf weiteres für eine solide, strukturelle Unterstützung der Aktien- und Kreditmärkte und auch für die globale Konjunktur. Da die Liquidität den Märkten vorausläuft, ergeben sich grössere Gefahren erst, wenn der Liquiditätsfluss für mindestens zwei bis drei Monate deutlich abnimmt.
- Der Liquiditätszyklus könnte aber in der ersten Jahreshälfte 2026 seinen Höhepunkt erreichen und danach nach unten drehen. Gründe dafür sind eine verhältnismässig regelmässige zyklische Entwicklung über fünf bis sechs Jahre. Dieser Rhythmus ergibt sich aufgrund der Kreditaufnahme des Unternehmenssektors über Anleihen mit Laufzeiten in diesem Bereich. Der letzte zyklische Hochpunkt war im Pandemiejahr 2020. Damals wurden aufgrund tiefer Zinskosten sehr viele Unternehmensanleihen ausgegeben, die jetzt zur Refinanzierung anstehen. Diese benötigt als Katalysator temporär Liquidität aus dem Markt. Die anstehende Refinanzierungswelle wird daher auch als „Debt Maturity Wall“ bezeichnet und kann auch für die Aktienmärkte durchaus ein Risiko darstellen.
- Die kommende Refinanzierungswelle umfasst zudem US-Staatsanleihen, da im Verlauf der nächsten 12 Monate rund 10'000 Milliarden US-Dollar (vorwiegend in T-Bills) fällig werden. Es ist deshalb damit zu rechnen, dass die Fed bei einem zu starken Liquiditätsengpass eingreifen wird, um das Schlimmste zu verhindern.
- Somit bleibt zwar das globale Liquiditätsumfeld bis weit in das nächste Jahr hinein noch positiv für „Risky Assets“. Die erwähnten stark rückläufigen Bankreserven (bzw. die abnehmende Fed-Liquidität) in den USA könnten trotzdem in den kommenden Wochen für temporäres Störfeuer an den Börsen sorgen.
- Hier hilft auch die Liquiditätsgenerierung über T-Bill-Emissionen wenig, weil diese Gelder über Staatsausgaben direkt in die Wirtschaft fliessen und eben nicht an die Finanzmärkte. Das selbe gilt auch für die Liquidität aus China. Somit ist zwar mit einer global soliden Konjunktur zu rechnen, aber kurzfristig nur mit beschränktem Aufwärtspotenzial an den Aktien- und Kreditmärkten, bis die Fed ihre Geldschleusen wieder voll öffnet.
- Es wird hier übrigens sogar vermutet, dass US-Finanzminister Scott Bessent und der von Präsident Trump kürzlich neu nominierte Fed Governor Steven Miran an vorübergehend schwächeren Aktienmärkten durchaus interessiert sind, um dadurch einen Kapitalabfluss von den Aktienmärkten in die Realwirtschaft zu erreichen und der Fed massive Zinssenkungen und Liquiditätsspritzen zu ermöglichen. Und das würde dann auch die Aktien- und Kreditmärkte wieder stabilisieren.

» Tiefer Aktienmärkte könnten im Sinne der US-Regierung sein, um der Fed das Eingreifen zu ermöglichen.

- Aufgrund einer weiterhin soliden oder zumindest stabilen globalen Konjunkturentwicklung, bei gleichzeitig hohen Staatsausgaben und steigender Liquidität, besteht aber tendenziell Aufwärtsdruck bei der Inflation und den Zinsen für langfristige Staatsanleihen, sowohl in den USA als auch in Europa. Die im bisherigen Jahresverlauf stark gestiegenen Gold- und Bitcoinpreise sind diesbezüglich ein erstes Warnsignal. Deshalb ist nach der aktuellen Konsolidierung hier wieder mit einer Fortsetzung des Aufwärtstrends zu rechnen. Dies wäre dann aber auch ein Signal, dass die Inflation im Verlauf von 2026 zum dominierenden Problem wird.
- Ein allenfalls wieder schwächerer US-Dollar bleibt ein aussagekräftiger Indikator für einen möglichen Kapitalabfluss aus den USA und damit die Auflösung des „Yen-Carry-Trades“. Letzteres würde die globale Liquidität zusätzlich verringern (und nach Japan leiten) und wäre potenziell gefährlich für die Aktien- und Kreditmärkte.





Ivan Nikolov
Head Convertible Bonds



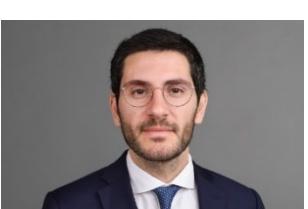
Alexandre Fade
Senior Portfolio Manager



Ute Heyward
Senior Portfolio Manager



Stefan Meyer
Senior Portfolio Manager



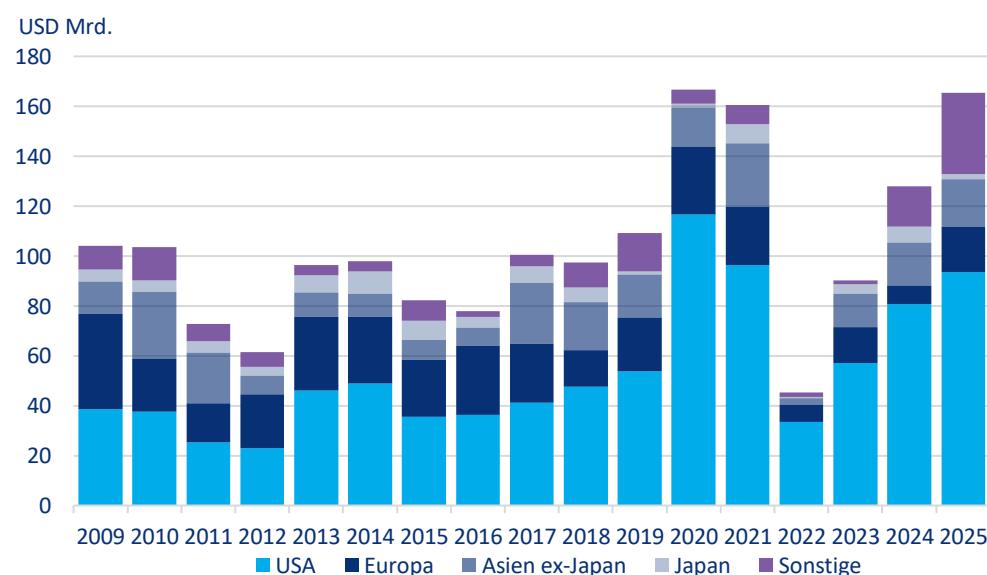
Glen Borg
Portfolio Manager

Ausblick 2026: Wandelanleihen

Wachstum zu attraktiven Bewertungen, neue Chancen und Konvexität, wenn es darauf ankommt.

- **Wandelanleihen (CBs) starten aus einer Position der Stärke in das Jahr 2026, nachdem sie mit zweistelligen Renditen und einer gegenüber Aktien geringeren Volatilität wieder ins Rampenlicht gerückt sind. Die Wertentwicklung von Wandelanleihen wurde von den Aktienkursen der Emittenten mit höherem Gewinnwachstum und einer Ausrichtung auf Themen wie künstliche Intelligenz (KI) angetrieben, während die Anleihekompone nte gleichzeitig Rückschläge und Schwankungen in volatilen Marktphasen abfederte. Vor diesem Hintergrund sprechen mehrere Faktoren weiterhin für einen konstruktiven Ausblick für Wandelanleihen im Jahr 2026.**
- **Wachstum zu einem vernünftigeren Preis – immer noch Aufholpotenzial:** Trotz einer signifikanten Wertentwicklung bleibt das Gewinnwachstums potenzial der Emittenten im Vergleich zum Aktienmarktdurchschnitt unterbewertet. Das erwartete Gewinnwachstum pro Aktie liegt bei Wandelanleiheemittenten für die kommenden drei Jahre im Schnitt bei 13.2% pro Jahr (per Oktober 2025) – und damit rund 50% über dem Durchschnitt des globalen Aktienmarkts. Die Bewertungen hielten damit allerdings nicht Schritt und das Kurs-Gewinn-Verhältnis relativ zum erwarteten Gewinnwachstum (PEG) weist einen Abschlag von 25% auf. Unser „Price of Growth Discount“-Signal dürfte auch im Hinblick auf 2026 wieder auslösen, was auf eine starke relative Performance von CBs hindeutet.
- **Ein erneuertes Anlageuniversum angesichts hoher Neuemissionen:** Der Primärmarkt hat als Lebensader der Anlageklasse seinen positiven Trend vom letzten Jahr fortgesetzt und sogar beschleunigt. Mit rund USD 140 Mrd. an Neuemissionen bis Oktober 2025 zählt 2025 schon jetzt zu den stärksten Jahren überhaupt (siehe Chart). Entscheidend ist dabei, dass die Angebotsausweitung dabei nicht zu einer Verwässerung, sondern zu einer Erneuerung des Marktes führt, da hohe Fälligkeiten einem Angebotsüberhang entgegenwirken.

Chart: Emissionsvolumen für 2025 nahe Rekordniveau



- Wandelanleihen bleiben für Unternehmen eine attraktive Finanzierungsquelle für Wachstum. Wir erwarten weiterhin ein hohes Emissionsvolumen, bedingt durch Refinanzierungsbedarf, hohe Fremdkapitalkosten und zunehmende Fusionen und Übernahmen. Anleger profitieren von einem gesunden Deal-Flow, der das Anlageuniversum erweitert, Zugang zu bestehenden und neuen thematischen Wachstumstreibern bietet und neue Chancen eröffnet.
- **Weiter auf strukturelle Themen setzen, mit geringerem Blasenrisiko:** Neuemissionen bieten weiterhin Zugang zu bestehenden und neuen thematischen Impulsgebern, die das Wachstum vorantreiben. Dazu gehören die KI-Wertschöpfungskette sowie die Neubewertung chinesischer und asiatischer Aktienmärkte. Derzeit entfallen über 25% des Aktienexposures des breiten FTSE Global Convertible Vanilla Index auf Unternehmen mit KI-Bezug. Gleichzeitig machen führende asiatische Technologiewerte mehr als 15% aus, darunter sieben der „Terrific 10“, die zu den grössten chinesischen Konzernen gehören.
- Die bisher spektakuläre KI-Rallye und die rasche Neubewertung einiger asiatischer Aktien schüren bei Anlegern zunehmend Zweifel und auch die Sorge vor einer möglichen Blasenbildung. Der Trend wird massgeblich von der Erwartung einer sich beschleunigenden Wirtschaft getragen, die durch enorme Produktivitätsgewinne und steigende Investitionsausgaben gestützt wird – flankiert von einem „Triple Easing“ in den USA: eine Kombination aus expansiver Fiskalpolitik, geldpolitischer Lockerung und Deregulierung. Das Umfeld ist jedoch von zunehmender Unsicherheit geprägt – und hohe Bewertungen bieten in Stressphasen weniger Unterstützung.
- Es ist daher mit höherer Volatilität, deutlicheren Korrekturen und stärkeren Performanceunterschieden zwischen Einzeltiteln zu rechnen. Das unterstreicht die Bedeutung von Unternehmens- und Titelselektion sowie den Fokus auf asymmetrische Ertragsprofile. Wie so oft bieten Wandelanleihen hier ein ideales Instrument, um an der laufenden Aufwärtsbewegung teilzuhaben, zugleich aber Verluste bei stärkeren Rückschlägen zu begrenzen.
- **Wandelanleihen im Umfeld von Inflation und Dollarabwertung:** Sollte der Inflationsanstieg in den USA anhalten, haben Wandelanleihen mit ihrer Aktienkomponente gegenüber anderen festverzinslichen Anlagen einen Vorteil. Denn Unternehmen können steigende Preise meist an ihre Kunden weitergeben und so den nominalen Gewinn ebenso wie ihre Aktienbewertungen steigern. Gemäss einer Analyse vergangener Perioden können Wandelanleihen unter ähnlichen Voraussetzungen normalerweise mit Aktien mithalten, insbesondere bei einer gleichzeitigen Abwertung des US-Dollars.
- **Fazit:** Nach der Marktrallye nimmt nun die Unsicherheit zu: Eine platzende KI-Blase und steigende Inflation kommen zu den üblichen geopolitischen und handelsbezogenen Risiken hinzu. Wandelanleihen bieten weiterhin einen attraktiven Mittelweg für Anleger, die ein höheres Wachstumsexposure mit einem Puffer gegen Volatilität suchen. In einem volatilen Markt mit grossen Bewertungs- und Performanceunterschieden ist ein selektiver Ansatz für erfolgreiche Ergebnisse wichtiger denn je.

» Die Aktienkomponente verschafft Wandelanleihen einen Vorteil im Umfeld steigender Inflation und Dollarschwäche.



Oliver Reinhart
Head Developed Markets



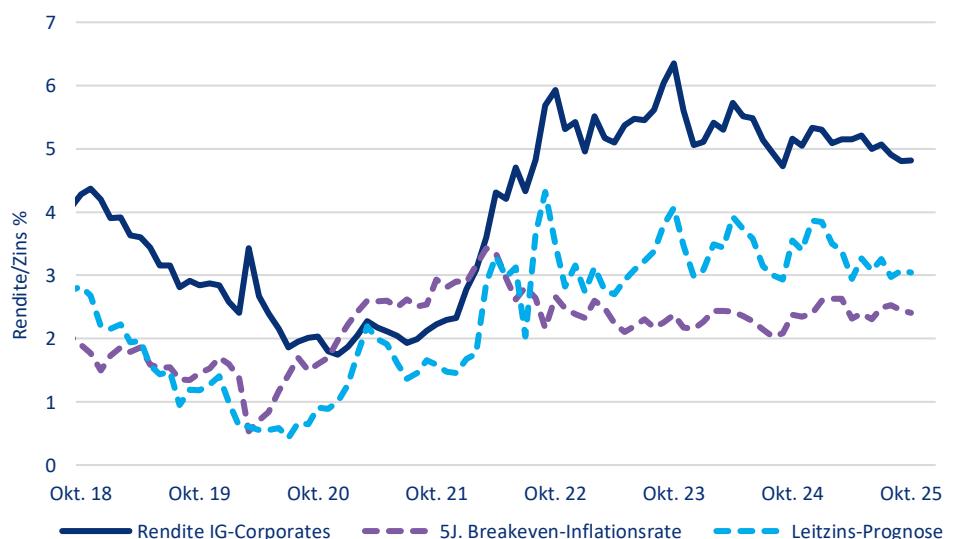
Matthias Busuttil
Portfolio Manager

Ausblick 2026: Investment-Grade-Unternehmensanleihen

Fundamentale Stärke trifft attraktives Renditeumfeld

- **Konjunkturmfeld stützt IG-Anleihen:** Das globale Wachstum bleibt solide, bei gleichzeitig rückläufigen Inflationserwartungen und verbesserten Vorlaufindikatoren wie dem globalen Composite-PMI, der klar im expansiven Bereich notiert.
- Gleichzeitig bestehen Risiken durch die schwächere US-Verbraucherstimmung und die steigende Arbeitslosigkeit unter jungen Erwachsenen, die den Konsum belasten könnten. Insgesamt überwiegen die positiven makroökonomischen Faktoren, darunter günstige Finanzierungsbedingungen, die ein solides Fundament für die Investment-Grade-Kreditmärkte bilden.
- **Renditeerwartungen:** Die Renditen globaler IG-Unternehmensanleihen liegen derzeit bei rund 5% (USD, hedged) und damit auf einem Niveau, das im historischen Vergleich ausgesprochen attraktiv erscheint. Gleichzeitig ist die Bewertung der US-Terminal-Rate im Jahresverlauf weiter gefallen und bewegt sich inzwischen im Bereich von 3%. Im zweiten Halbjahr 2025 hat zudem die Zinsvolatilität spürbar nachgelassen – ein Umfeld, das erfahrungsgemäß die Nachfrage nach qualitativ hochwertigen Unternehmensanleihen stützt.

Deutlicher Aufschlag bei IG-Renditen ggü. erwarteter Inflation und Leitzinsen



Quelle: Bloomberg, Fisch Asset Management

- **Technisches Umfeld:** Vor diesem Hintergrund notieren die Realrenditen von IG-Corporates derzeit auf historisch hohen Niveaus und liegen im Zehnjahresvergleich im Bereich des 70. Perzentils. Parallel dazu hat sich die Zinskurve der zweijährigen gegenüber den zehnjährigen Staatsanleihen (2s10s) sowohl in den USA als auch in Europa wieder versteilt. Diese Tendenz, kombiniert mit der rückläufigen Volatilität, verbessert das technische Umfeld für hochwertige Unternehmensanleihen zusätzlich.

» Optisch teure Spreads relativieren sich im Vergleich zu Swap-Märkten.

— **Faire Bewertungen:** Traditionell wird die Bewertung von Unternehmensanleihen über den Renditeaufschlag gegenüber Staatsanleihen beurteilt – ein Ansatz, der aktuell zum Eindruck führt, dass Credit Spreads teuer handeln. Allerdings haben sich im Jahr 2025 die Staatsanleihen-Swap-Spreads deutlich ausgeweitet, wodurch sich Staatsanleihen relativ zu Unternehmensanleihen verteuerten und die optisch engen Spreads von IG-Credit teilweise erklären.

- Es ist daher sinnvoll, die Bewertungen auch gegenüber den Swap-Märkten zu analysieren, da sich diese in den vergangenen zwei Jahren klar von den Staatsanleihebewertungen entkoppelt haben. Eine solche Betrachtung liefert ein ausgewogeneres Bild und signalisiert aktuell eine faire Risikoentschädigung von Unternehmensanleihen.
- **Fundamentaldaten:** Die Spreads erscheinen zwar im historischen Vergleich weiterhin eng, doch sie spiegeln solide Fundamentals wider: hohe Profitabilität, stabile Margen, hohe Zinsdeckungsgrade sowie eine insgesamt stabile bis sinkende Nettoverschuldung. Auch die weiterhin disziplinierte Kapitalallokation – bis anhin kontrollierter Capex, zurückhaltende M&A-Aktivitäten und höhere Liquiditätspuffer – trägt zu einer verbesserten Bilanzqualität bei.
- Zusätzlich bleibt die Ratingdynamik unterstützend: Das Risiko von Fallen Angels ist zwar höher, aber es handelt sich um eine konzentrierte Anzahl an Emittenten und wird weitgehend durch mehr Rising Stars ausgeglichen.
- **Steigendes Neuemissionsvolumen:** Die attraktiven Renditen haben 2025 für eine konstant hohe Nachfrage bei Neuemissionen gesorgt, die regelmäßig deutlich überzeichnet waren. Das bisherige Emissionsvolumen liegt bereits über dem Niveau von 2024 und dürfte sich 2026 nochmal spürbar erhöhen.
- Hintergrund des erwarteten Neuemissionsbooms ist der massive globale Ausbau von Rechenzentren und KI-Infrastruktur. Er erzeugt einen aussergewöhnlich hohen Finanzierungsbedarf, der zunehmend sämtliche Kapitalmärkte einbindet.
- **Belastende Markttechnik im KI-Segment:** Für den Investment-Grade-Bereich wird in den nächsten fünf Jahren mit rund 1.5 Billionen USD an KI-bezogenen Neuemissionen gerechnet, wodurch diese Sektoren bis 2030 über 20% des Marktes ausmachen könnten. Historisch betrachtet führte ein solch stark sektorgetriebenes Emissionswachstum – etwa bei Pharma oder Telekom – zu moderater Unterperformance der entsprechenden Sektoren (ca. 15–20 Bp.).
- **Fazit:** Angesichts eines konstruktiven Zins- und Inflationsausblicks bleiben die Gesamtrenditen von Investment-Grade-Anleihen attraktiv, während die Kreditqualität dank hoher Profitabilität und moderater Verschuldung weiterhin robust ist.
- Das Fallen-Angel-Risiko hat zwar zugenommen, bleibt jedoch klar konzentriert auf eine begrenzte Anzahl an Emittenten. Gleichzeitig sorgt die anhaltend positive Ratingmigration bei Rising Stars für eine gewisse Entlastung.
- Für 2026 wird ein höheres Emissionsvolumen erwartet, das jedoch auf eine stabile Nachfrage trifft. Damit bietet die Anlageklasse insgesamt überzeugende Gesamtrenditeaussichten bei niedriger bis moderater Volatilität.

» Die hohe Nachfrage nach Neuemissionen dürfte anhalten.



Axel Potthof
Senior Portfolio Manager



Gerrit Bahlo
Senior Portfolio Manager

Ausblick 2026: High-Yield-Unternehmensanleihen

Stabile Fundamentaldaten und ausgewogene Markttechnik bei weiterhin attraktiven Renditeniveaus

- **Starke Jahresperformance:** Der globale High-Yield-Anleihemarkt steuert 2025 auf ein weiteres starkes Jahr zu und verzeichnet bis Ende November eine USD-hedged-Performance von rund 7.7%. Sofern es nicht zu einer abrupten Jahresendkorrektur kommt, hätten High-Yield-Anleihen in 23 der vergangenen 29 Jahre positive Performance erzielt. Zudem gab es in diesem Zeitraum kein einziges Jahr, in dem zwei aufeinanderfolgende Jahre negative Ergebnisse aufwiesen – ein deutlicher Beleg für die Widerstandsfähigkeit dieser Anlageklasse.
- **Positives makroökonomisches Umfeld:** Getragen von weiterhin robustem Wachstum – insbesondere in den USA –, überwiegend unterstützend agierenden Zentralbanken und soliden Unternehmensbilanzen sind wir überzeugt, dass ein global diversifiziertes High-Yield-Portfolio auch 2026 attraktive Renditen bieten wird.
- **Attraktive Renditeniveaus:** Der durchschnittliche Emittent verfügt über eine solide Bilanz, und sofern kein grösserer wirtschaftlicher Schock eintritt, erwarten wir, dass dies so bleibt. Vor diesem Hintergrund halten wir die aktuelle Yield-to-Worst von knapp unter 7% (USD hedged) und Spreads von rund 300 Basispunkten per 30.11.2025 (gemessen als Spread-to-Worst gegenüber Staatsanleihen)¹ für attraktiv. Unserer Ansicht nach sollte – ähnlich wie in diesem Jahr – eine Gesamtrendite von 6–8% erreichbar sein.
- **Stabile Fundamentaldaten:** Die Fundamentaldaten der Emittenten bleiben robust. Die Verschuldungsgrade (Verschuldung/EBITDA) der wichtigsten Unternehmen in Europa und den USA sind weitgehend stabil geblieben und liegen bei 4x. Die Zinsdeckung (gemessen am EBITDA/Zinsaufwand) ist in den USA leicht gesunken, in Europa jedoch gestiegen, wodurch das globale Niveau insgesamt stabil bei etwa 4.5x² geblieben ist.
- **Geringes Ausfallrisiko:** Ausfallraten von lediglich 1.1% im USD- und 2.9% im EUR-High-Yield-Markt über die vergangenen 12 Monate² spiegeln die gesunden Fundamentaldaten wider. Auch die Prognosen für das kommende Jahr liegen unter dem langfristigen Durchschnitt von 4%, mit erwarteten Ausfallraten von 1.75% im USD- und 3.75%³ im EUR-High-Yield-Markt. Ein verlässlicher Frühindikator ist der Anteil an Anleihen, die auf „distressed“-Niveau handeln – also mit Spreads von mindestens 1000 Basispunkten über Staatsanleihen. Der Anteil solcher Papiere im globalen Index liegt derzeit mit unter 5%² weiterhin niedrig.
- **Ausgewogene technische Ausgangslage:** Auch wenn die technischen Faktoren weniger unterstützend sind als vor einem Jahr, beurteilen wir das Verhältnis von Angebot und Nachfrage insgesamt als ausgewogen. Der globale High-Yield-Markt ist im vergangenen Jahr leicht gewachsen.

» Die Ausfallraten dürften auch 2026 weit unter dem langfristigen Durchschnitt bleiben.

¹ ICE BofA Global High Yield Index

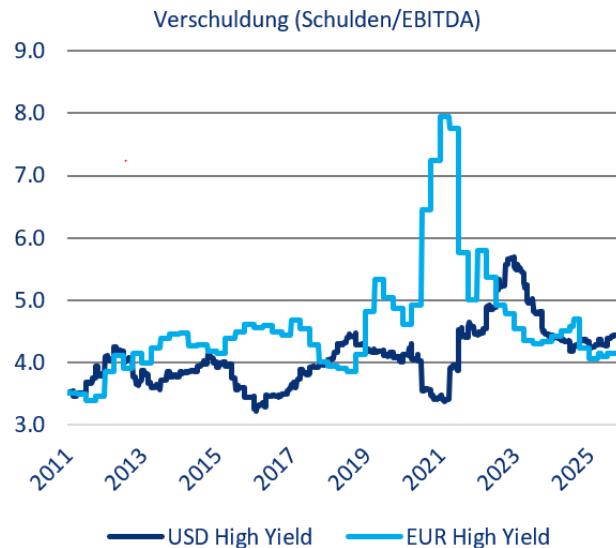
² Bank of America

³ J.P. Morgan

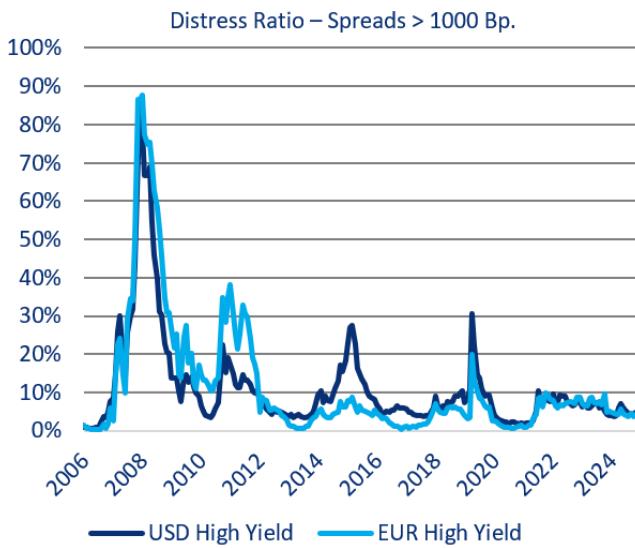
» Die aktuellen Spreadniveaus reflektieren die robusten Fundamentaldaten.

- Dieser Trend dürfte sich nach den Rückgängen 2022 und 2023 dieses Jahr fortsetzen. Massgeblich für dieses Wachstum war ein ausgeglicheneres Verhältnis von Rising Stars und Fallen Angels, während sowohl Akquisitionsfinanzierungen als auch LBO-Aktivitäten gedämpft blieben. Gleichzeitig blieben die Mittelzuflüsse in die Anlageklasse – ein Indikator für das Interesse institutioneller Anleger – positiv und spiegeln die anhaltend hohe Nachfrage nach High Yield wider.
- **Faire Bewertungen:** Die Bewertungen, gemessen an den Spreads gegenüber Staatsanleihen, schwankten im Jahresverlauf – hauptsächlich beeinflusst durch die Zolldebatten der US-Regierung. Abgesehen von einer kurzen Verkaufswelle nach dem „Liberation Day“ zeigte sich der Markt jedoch weitgehend unbeeindruckt. Die aktuellen Bewertungen spiegeln solide Fundamentaldaten und unterstützende technische Faktoren wider. Sie sind weder ausgesprochen günstig noch übermäßig teuer. Kurzfristig sehen wir keinen Auslöser für deutlich höhere Spreads. Zudem sind die Bewertungen am Aktienmarkt sowie in anderen Bereichen des Fixed-Income-Universums ähnlich anspruchsvoll.
- **Verbesserte Qualität:** Mehrere Faktoren sprechen dafür, dass die Spreads historisch betrachtet nicht so eng sind, wie sie auf den ersten Blick erscheinen. So hat sich die Marktqualität verbessert: Der Anteil der höchsten Ratingkategorie (BB) liegt heute bei rund 60% – gegenüber lediglich 40% im Jahr 2007 –, während sich der Anteil der risikoreichsten CCC-Anleihen im selben Zeitraum von etwa 16% auf 8% halbiert hat.
- Auch die Duration ist in den vergangenen Jahren deutlich gesunken und beträgt heute rund drei Jahre gegenüber mehr als vier Jahren vor der Pandemie. Da Spread-Kurven üblicherweise positiv geneigt sind, rechtfertigt die kürzere Duration tendenziell ein niedrigeres Spreadniveau. Unter Berücksichtigung der kürzeren Laufzeiten bewegen sich die Spreads in einem ähnlichen Bereich wie über weite Teile der vergangenen Jahre. Insgesamt halten wir die aktuellen Spreadniveaus für fair und für einen Ausdruck robuster Fundamentaldaten.

Charts: Die soliden Fundamentaldaten spiegeln eine niedrige Ausfallwahrscheinlichkeit wider



Quelle: Bank of America



- **Fazit:** Wir erwarten für 2026 eine Performance in der Größenordnung der aktuellen Marktrendite von rund 7%. Diese Einschätzung basiert auf der Annahme, dass die Weltwirtschaft keinen abrupten Einbruch erlebt und dass die weiterhin relativ hohen Zinsen den Zentralbanken ausreichend Spielraum bieten, die globale Konjunktur zu unterstützen – vorausgesetzt, die Inflation zieht nicht wieder an. Hochwertige High-Yield-Anleihen sollten selbst in einem milden Rezessionsszenario gut abschneiden.
- Eine Herausforderung bleibt jedoch, dass das im historischen Vergleich noch immer erhöhte Zinsniveau es einigen Emittenten niedriger Qualität erschweren könnte, ihre Schulden zu refinanzieren. Entsprechend bleiben wir leicht defensiv positioniert und bevorzugen Anleihen höherer Qualität. Zwischen EUR- und USD-denominierten Anleihen haben wir aktuell keine klare Präferenz, da sich die Bewertungsunterschiede nach Absicherungskosten weitgehend angeglichen haben.



Thomas Fischli Rutz
Head Emerging Markets



Tanja Kusterer
Portfolio Manager



Dorothea Fröhlich
Senior Portfolio Manager

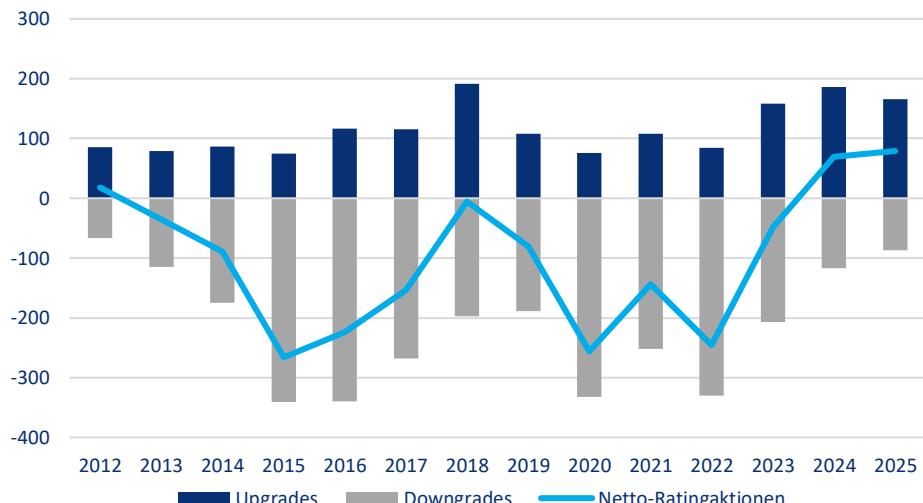


Yannick Höfner
Portfolio Management Assistant

Ausblick 2026: Unternehmensanleihen aus Schwellenländern

Eine neue Ära für Schwellenländer

- **Ende der ewigen US-Überlegenheit:** EM-Unternehmensanleihen haben 2025 globale Anleihen erneut hinter sich gelassen. Dies war mehr als eine blosse kurzfristige Erholung, sondern der Ausdruck eines globalen Trends: Die Abkehr vom „US-Exzessionalismus“. EM-Emissen zählen dabei zu den klaren Gewinnern des aktuellen Marktumfelds und zeigen eine bemerkenswerte Resilienz gegenüber globalen Disruptionen.
- **Makro-Umfeld:** Der Internationale Währungsfonds erwartet für die Schwellenländer für 2026 erneut ein robustes Wachstum von 4.0%. Diese Prognose unterstreicht die anhaltende Attraktivität der Schwellenländer, da sie die Industrieländer mit einem erwarteten Wachstum von 1.6% hinter sich lassen. Mit ihrem aktuellen Anteil von 60% am globalen BIP und der Prognose eines weiteren Anstiegs führt an Schwellenländern in einem diversifizierten Portfolio effektiv kein Weg vorbei.
- Ein schwächerer US-Dollar verschafft Schwellenländern Rückenwind. Er erhöht die Attraktivität von Investitionen außerhalb der USA, dämpft die Inflation und gibt den Zentralbanken Spielraum für Zinssenkungen. Der globale Zinssenkungszyklus dürfte im Jahr 2026 anhalten. Angesichts der moderaten Inflation und einem schwächeren Arbeitsmarkt erwarten wir, dass die US-Notenbank die Zinsen weiter senken wird.
- **Geopolitik:** Der Technologiewettbewerb zwischen China und den USA stärkt die Position vieler Schwellenländer. Sie gewinnen an Einfluss und profitieren von höheren Rohstoff- und Technologieexporten. Gleichzeitig können sie ihre Ressourcen nutzen, um eigene wettbewerbsfähige Technologiekompetenzen aufzubauen.
- **Rohstoffe:** Hohe Rohstoffpreise bleiben ein Wachstumsmotor für Schwellenländer. Der Goldpreis dürfte aufgrund der hohen Nachfrage von Zentralbanken, darunter auch China, sowie der Diversifizierung privater Anleger weiter steigen. Dank KI-Investitionen und einem wachsenden Markt für Elektroautos sehen wir ebenfalls stabile Preise für Basismetalle wie Kupfer und Aluminium. Bei den Ölpreisen erwarten wir, dass die steigende Produktion durch eine höhere Nachfrage und geopolitische Risiken kompensiert wird.
- **Fundamentaldata der Unternehmen:** Unternehmen aus Schwellenländern präsentierte weiterhin solide Fundamentalsdaten mit wachsenden Umsätzen und Gewinnen. In allen Ratingkategorien weisen sie bessere Kreditkennzahlen und eine deutlich geringere Nettoverschuldung als ihre US-Wettbewerber aus. Die starken Bilanzen spiegeln sich auch im positiven Ratingtrend wider: Zum ersten Mal seit 2019 übersteigt die Zahl der „Rising Stars“ die der „Fallen Angels“. Daher erwarten wir für das kommende Jahr eine unterdurchschnittliche Ausfallrate von 3.0%, was Vertrauen in die Stabilität dieser Anlagen schafft.

Chart: Ratingaktionen (in Mrd. USD)

Quelle: JP Morgan, Fisch Asset Management, Oktober 2025

» Anhaltende USD-Schwäche dürfte die hohe Nachfrage nach EM-Anleihen weiter stützen – auch bei Retail-Investoren.

» In Lateinamerika stehen wichtige Wahlen an. Die Resultate dürften marktfreundlich sein.

- **Technische Aspekte:** Es besteht weiterhin eine hohe Nachfrage lokaler institutioneller Investoren aus Asien und den Golfstaaten nach USD-Anleihen. Die Nachfrage verlagert sich zunehmend auf Emittenten ausserhalb der USA. Seit Präsident Trumps „Liberation Day“ sind auch die Retail-Zuflüsse in die Anlageklasse wieder positiv. Eine weitere Abwertung des USD wird diesen Trend unterstützen. Auf der Angebotsseite erwarten Marktbeobachter für 2026 zum fünften Mal in Folge ein negatives Nettoemissionsvolumen. Günstige Liquiditätsbedingungen an den lokalen Finanzmärkten bieten Emittenten eine Alternative zum USD-Anleihemarkt.
- **Bewertung:** In vielen Regionen und Sektoren beobachten wir derzeit historisch enge Bewertungen. Im Segment der Staatsanleihen handelt die Risikoprämie für USD-denominierte chinesische Staatsanleihen sogar negativ. Wir erwarten, dass diesem Trend weitere Länder wie Südkorea, Hongkong und Katar sowie staatsnahe Unternehmen und Emittenten höchster Bonität folgen und ihre US-Pendants sowohl im Staats- als auch im Unternehmensbereich outperformen können.
- **Lateinamerika:** Das Wachstum in der Region bleibt robust, wenngleich zwischen den einzelnen Ländern Unterschiede bestehen. Peru und Chile dürften auch künftig von hohen Rohstoffpreisen, insbesondere für Edelmetalle und Kupfer, profitieren. Für Mexiko erwarten wir eine erneute Beschleunigung des Wachstums, das durch die Erholung in der Industrieproduktion in den USA und weltweit angetrieben wird. In Brasilien dürfte sich das Wachstum aufgrund der anhaltend hohen Zinsen weiter verlangsamen. Aufgrund des Wahljahres und der damit typischerweise verbundenen erhöhten Fiskalausgaben sehen wir Potenzial für höheres Wachstum.
- Insgesamt stehen in der Region für 2026 wichtige Wahlen an. Während in Chile bereits Ende 2025 die Präsidentschaftswahlen stattfinden, werden 2026 in Peru, Kolumbien und Brasilien neue Präsidenten gewählt. Dies könnte zu Volatilität in den jeweiligen Märkten führen. Insgesamt erwarten wir jedoch marktfreundliche Entwicklungen. In Mexiko steht zudem die Neuverhandlung des USMCA-Handelsabkommens mit den USA an. Beide Seiten dürften an einer weitgehenden Fortsetzung des Abkommens interessiert sein.

» China ist Sieger im Handelskrieg – aber mit grossen innenpolitischen Herausforderungen konfrontiert.

- Wir bleiben in unseren Portfolios in Lateinamerika übergewichtet. Einerseits bietet die Region eine grosse Auswahl an qualitativ hochwertigen Emittenten. Andererseits erwarten wir mögliche positive Überraschungen bei Rohstoffexporteuren und Unternehmen, die sich auf den lokalen Konsum fokussieren. Die vielfältigen politischen und wirtschaftlichen Entwicklungen eröffnen gute Chancen für aktives Management.
- **CEEMEA:** Die Region ist heterogen und bietet Diversifikationsmöglichkeiten. Osteuropa dürfte vom Aufschwung in Deutschland profitieren und wird 2026 erneut hohe Subventionen aus dem Europäischen SAFE-Fonds erhalten. Wir erwarten attraktive EUR-Emissionen und bleiben übergewichtet. Im Nahen Osten, insbesondere in den Golfstaaten, beobachten wir eine starke Dynamik in Richtung Diversifizierung der Wirtschaftssektoren. In Zentralasien treiben die Regierungen die Wirtschaftsreformen weiter voran, was zu einem diversen Markt führt. In der Türkei erwarten wir aufgrund der politischen Lage volatile Märkte. Wir bleiben untergewichtet und präferieren Unternehmen aus defensiven Sektoren, die seit Langem am Kapitalmarkt präsent sind.
- **China:** Entgegen vieler Erwartungen hat China im Handelskrieg mit den USA die Oberhand behalten. Im November einigten sich die beiden Nationen auf ein Abkommen. De facto liegen die Zölle wieder auf dem Niveau vor Trumps Zoll-Eskalation. Im Inland muss China die strukturelle Herausforderung eines deflationären Umfelds meistern und insbesondere verhindern, dass defizitäre Unternehmen weiter zum Angebotsüberhang beitragen. Die laufenden Reformen beinhalten daher ein „Anti-Involutions-Programm“: Damit sollen in defizitären Branchen die Produktionskapazitäten verringert werden. Auf der Nachfrageseite gibt es Pilotprogramme in der Kinder- und Altenbetreuung, die bei Erfolg landesweit ausgerollt werden könnten. Die Regierung legt somit den Fokus auf qualitativ hochwertiges Wachstum.
- Angesichts der historisch engen Credit Spreads betrachten wir China als defensive Long-Position im Investment-Grade-Bereich. Die negative Risikoprämie für USD-denominierte chinesische Staatsanleihen verankert die Credit Spreads der Unternehmensanleihen. Im hochverzinslichen Segment bleiben wir untergewichtet. Kleinere private Unternehmen weisen oft eine schwache Corporate Governance und damit eine geringe Visibilität und Transparenz auf.
- **Asien ex-China:** Die asiatischen Volkswirtschaften lassen sich in zwei Kategorien einteilen. Auf der einen Seite stehen die exportorientierten Länder Südkorea, Taiwan, Singapur und Thailand. Trotz Zöllen bleibt der Exportzyklus im Aufwärts-trend, hauptsächlich dank hoher KI-Investitionen in den USA, im Nahen Osten und in Asien. Auf der anderen Seite stehen starke Binnenwirtschaften wie Indien, Indonesien und die Philippinen, wo wir weiterhin hohes Wachstum erwarten. Insgesamt spiegelt sich diese positive Wachstumsdynamik jedoch in teuren Bewertungen wider, sodass wir uns selektiv positionieren.
- **Renditeerwartungen:** Wir erwarten positive Renditen im mittleren einstelligen Bereich. Je nach Tempo und Tiefe des US-Zinssenkungszyklus kann die Performance auch höher ausfallen. Die Nominalrenditen und der Carry bleiben auf hohem Niveau stabil, während Kapitalgewinne durch Selektion und idiosynkratische Situationen erzielt werden müssen. Unterschiedliche Entwicklungen über Regionen und Sektoren hinweg bieten in der Anlageklasse der Schwellenländer-Unternehmensanleihen immer Opportunitäten zur Alpha-Generierung.



Reto Baumgartner
Head Multi Asset Solutions



Patryk Jessen
Senior Portfolio Manager



Philippe Gehrig
Portfolio Manager



Robin Bender
Portfolio Manager

» Bei Laufzeiten von drei bis zwölf Jahren bietet der Roll-Down-Effekt das beste Total-Return-Profil.

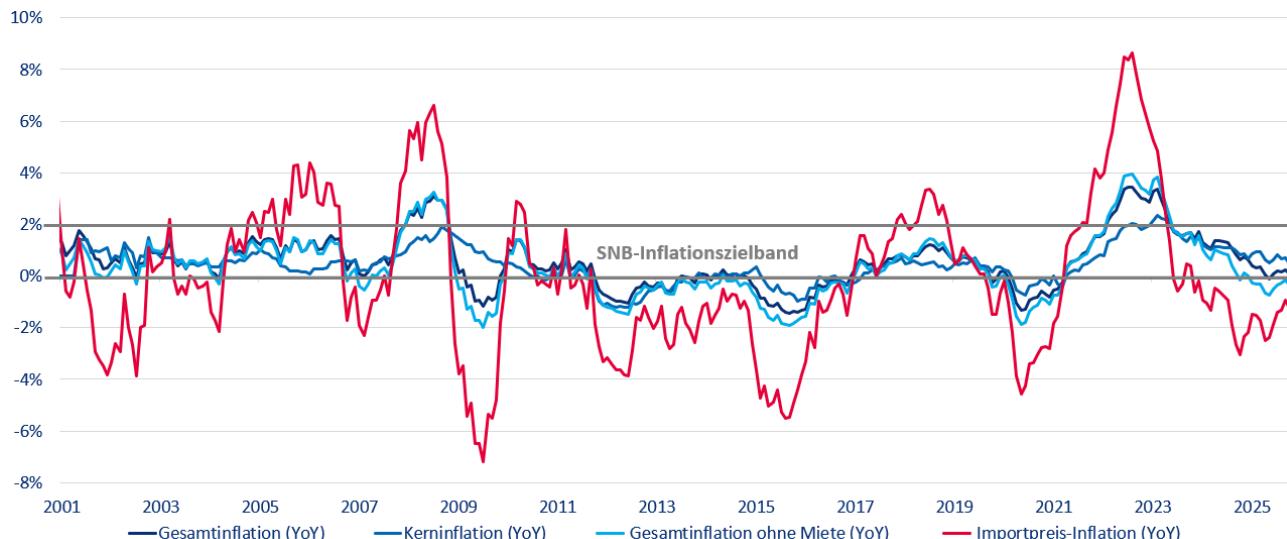
Ausblick 2026: Schweizer-Franken-Anleihen

Schweizer Anleihen: Stabilität für unsichere Zeiten

- **Gedämpfte Dynamik mit bewährten Stützen:** Die Schweizer Wirtschaft bleibt 2026 von globalen Gegenwinden geprägt. SECO, KOF und SNB erwarten ein Wachstum zwischen 0.9 % und 1.3 %. Eine schwache Exportnachfrage und anhaltende geopolitische Unsicherheiten dämpfen die wirtschaftliche Dynamik, während der robuste Binnenmarkt stabilisierend wirkt. Die Pharmabranche bleibt eine der wichtigsten Stützen der Wirtschaft und trägt weiterhin überproportional zum Wachstum bei. Durch die Zollbefreiung im US-Handel bleibt der Sektor weitgehend immun gegen den neuen Protektionismus. Wesentliche Risiken sind weiterhin eine nachlassende Konsumnachfrage in der Eurozone sowie die erratische US-Handelspolitik. Zwar sind die Zölle der USA nun auf 15 % gesenkt worden und damit dem Niveau gegenüber der EU angeglichen, doch weitere Anpassungen sind nicht ausgeschlossen.
- **Deflationäre Tendenzen:** Die Inflation bleibt im internationalen Vergleich tief. Die Hauptkomponente der Teuerung dürfte auch 2026 aus dem Bereich „Wohnen & Energie“ stammen. Zwar wirken gesunkene Referenzzinssätze – im Jahresverlauf von 1.75% auf 1.25% reduziert – dämpfend auf die Mieten, demgegenüber steht aber wegen der Abschaffung des Eigenmietwertes eine Verteuerung der Liegenschaftspreise aufgrund von tieferen Steuern. Die importierte Inflation bleibt ebenfalls schwach, da der Franken tendenziell fest bleibt und die Preissteigerung im Ausland rückläufig ist. Insgesamt sehen wir daher ein erhöhtes Risiko für deflationäre Entwicklungen. Geopolitische Spannungen mit steigenden Rohstoff- oder Transportkosten könnten zwar temporär für Preisauftrieb sorgen. Eine Aufwertung des Frankens als typische Reaktion auf solche Unsicherheiten würden diesen allerdings dämpfen.
- **SNB will negative Leitzinsen vermeiden:** Im Einklang mit dem Konsens rechnen auch wir in unserem Basisszenario weiterhin nicht mit Negativzinsen im Jahr 2026. Aktuell liegt der SNB-Leitzins bei 0%. Die Hürde für eine Rückkehr zu Negativzinsen bleibt hoch, wie auch SNB-Präsident Schlegel betonte. Sollte sich jedoch ein schwächeres wirtschaftliches Umfeld mit anhaltendem Deflationsdruck und weiterem Aufwertungsdruck auf den Franken einstellen, könnte die SNB gezwungen sein, erneut Negativzinsen einzuführen. Bereits im zweiten Quartal 2025 versuchte die Notenbank eine übermäßige Frankenstärke mittels umfangreicher Devisenkäufe zu bremsen, obwohl dies das Risiko birgt, von den USA als Währungsmanipulator eingestuft zu werden. Solange der Deflationsdruck anhält, dürfte die SNB diesen Balanceakt mit Interventionen am Devisenmarkt fortsetzen, um eine Senkung der Zinsen zu vermeiden.
- **Stabilitätsanker mit selektiven Chancen:** CHF-Anleihen behalten auch 2026 ihre Rolle als qualitativ hochwertiger Stabilitätsanker in einem unsicheren Umfeld. Dies gilt insbesondere für Investoren mit Frankenverpflichtungen. Da im Basisszenario keine weiteren Zinssenkungen zu erwarten sind und die Renditen am kurzen Ende bereits wieder leicht negativ notieren, ist das Rendite-Risiko-Profil im Front-End wenig attraktiv. Interessanter erscheinen Laufzeiten von drei bis zwölf Jahren, da hier der Roll-Down-Effekt das beste Total-Return-Profil bietet. Das lange Ende (20–50 Jahre) erachten wir als unattraktiv. Die Zinskurve ist in diesem Bereich invers. Außerdem ist die Liquidität der ausstehenden Positionen nur gering.

- **Qualität vor Renditejagd:** Das Ertragsprofil von CHF-Unternehmensanleihen bleibt trotz relativ enger Spreads grundsätzlich attraktiver als bei Pfandbriefen oder Staatsanleihen. Bei Spreads von 30–100 Basispunkten lohnt sich eine Allokation nur bei Vertrauen in eine weiche Landung der Wirtschaft. Entsprechend erachten wir eine selektive Positionierung in kurz- bis mittelfristigen Unternehmensanleihen als attraktiv. Pfandbriefe bleiben hingegen ein bevorzugter Stabilitätsanker im strategischen Portfolio und bieten weiterhin einen attraktiven Mehrertrag gegenüber Eidgenossen.
- **Sektorale Akzente und Risikobewertung:** Defensive Sektoren wie Pharma, Basiskonsum und Versorger sollten weiterhin bevorzugt werden. Sie profitieren von globaler Unsicherheit und einer resilienteren Nachfrage. Exportorientierte Branchen wie Maschinenbau, Elektrotechnik und Uhren bleiben hingegen anfällig für Handelszölle und einen starken Franken. Sollte sich das Negativzins-Szenario materialisieren, könnten Finanztitel unter Druck geraten, da die Margen sinken und die Ertragskraft abnimmt.
- **Primärmarkt mit Rekordvolumen:** 2025 zeichnete sich durch ein rekordhohes Neuemissionsvolumen am Schweizer Markt aus. Bereits im Oktober wurde das Vorjahresvolumen übertroffen, breit verteilt auf Financials, Corporates und SSA-Emittenten (Staatsanleihen, supranationale Anleihen und Anleihen von staatlichen Institutionen). Auch für 2026 erwarten wir ein hohes Emissionsniveau. Der Schweizer Markt bleibt für in- und ausländische Emittenten attraktiv, nicht zuletzt dank der Stabilität des Frankens und der anhaltenden Nachfrage nach hochwertigen CHF-Papieren.
- **Fazit:** Stabilität als Erfolgsfaktor: Global betrachtet bleibt die Schweiz ein Sonderfall – geprägt von stabiler Währung, niedriger Inflation und defensivem Wachstum. Für CHF-Anleger bedeutet das: Stabilität bildet eine solide Grundlage für nachhaltigen Vermögensaufbau. Für 2026 erwarten wir Renditen im Bereich der aktuellen Verzinsung. Mehrerträge sind daher vor allem durch aktives Management entlang der Zinskurve, selektive Titelselektion und Sektorallokation sowie diszipliniertes Durationsmanagement umso wertvoller, um im Niedrigzinsumfeld einen Mehrwert zu erzielen.

Grafik: Schweizer Inflationsrate verharrt am unteren Ende des SNB-Zielbands



Quelle: Fisch Asset Management, Macrobond, Daten per 31.10.2025

Wichtige rechtliche Hinweise

Die vorliegende Dokumentation richtet sich ausschliesslich an professionelle Anleger. Die in dieser Dokumentation enthaltenen Informationen und Meinungen dienen ausschliesslich zu Informationszwecken und stellen keine Aufforderung, Empfehlung, kein Angebot zum Kauf oder Verkauf von Anlageinstrumenten oder anderen Dienstleistungen oder sonstigen Transaktionen dar. Sie richtet sich nicht an Personen in Rechtsordnungen, in denen die Bereitstellung solcher Informationen gegen lokale Gesetze und Vorschriften verstossen würde. Für die Richtigkeit und Vollständigkeit der Angaben wird keine Haftung übernommen. Alle Meinungen und Ansichten spiegeln die aktuelle Einschätzung der Autoren wider und können sich ohne vorherige Ankündigung ändern. Die historische Performance ist keine Garantie für die zukünftige Entwicklung. Es gibt keine Garantie dafür, dass Prognosen realisiert werden. Sofern nicht anders angegeben, ist die Quelle Fisch Asset Management AG. Fisch Asset Management AG hat aus externen Quellen stammende Informationen nicht eigens geprüft und Fisch Asset Management AG kann weder ausdrücklich noch stillschweigend garantieren, dass diese Informationen korrekt, zutreffend oder vollständig sind.

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

© 2025 Fisch Asset Management AG