

# Totgesagte leben länger

## Wandelanleihen brillieren mit günstigen Risiko-Rendite-Eigenschaften

Von Nathalia Barazal\*

Risikoadjustiert haben Wandelanleihen im Jahr 2006 gut rentiert. Auch für dieses Jahr stehen die Zeichen für die Convertibles nicht schlecht, wenngleich es etwas an Neuemissionen mangelt. Die Herausforderungen für die Fondsmanager bleiben aber bestehen.

Eben noch totgesagt, erfreuen sich Wandelanleihen («Convertibles») in der Vermögensverwaltung derzeit wieder wachsender Beliebtheit. Dies ist dem schlagkräftigsten aller Argumente überhaupt zu verdanken: der Performance. Sie ist unter Berücksichtigung der Volatilität ausgezeichnet. Per Ende November trugen die internationalen Wandelanleihen (ohne Währungsrisiko) weit mehr als die Hälfte zur Performance von 9,5% der weltweiten Aktienmärkte bei. Und dies bei einer zweimal geringeren Volatilität. Das günstige Rendite-Risiko-Verhältnis ist eine der Grundeigenschaften von Convertibles. Hinzu kommt, dass Wandelanleihen mit einer Börsenkapitalisierung von nahezu 610 Mrd. \$ und über 2500 Emissionen bis Ende 2006 sowohl in Bezug auf die Sektoren als auch die Regionen beachtliche Diversifikationsmöglichkeiten bieten und inzwischen als eigenständige Anlageklasse gelten.

### Schlüsselfaktoren für Convertibles

Jahr für Jahr können Convertibles dank ihrer Konvexität zu einem grossen Teil von den Kursgewinnen der Basistitel profitieren bzw. deren etwaige Verluste abfedern. 2006 war aber ein besonders gutes Jahr: Die Wandelanleihen-Indizes sind zu beinahe 100% für den Höhenflug der Aktien verantwortlich. Der Grund dafür ist das Zusammenspiel mehrerer Schlüsselfaktoren, die auch im Jahr 2007 sorgfältig beobachtet werden sollten. Zum einen verhelfen die gute Verfassung der Unternehmen und die damit verbundene Fusions- und Übernahmewelle den Aktienmärkten das zweite Jahr in Folge zu einer glänzenden Performance. Dies schlägt sich direkt in einer Sensibilisierung für das Potenzial nieder, das die Aktien-Komponente von Wandelanleihen birgt. Mit anderen Worten, Convertibles entwickeln sich allmählich von kombinierten Produkten zu einem Aktien-Ersatz.

Dieses Phänomen wird durch den Primärmarkt verstärkt. Dieser kann aufgrund des spärlichen Volumens und der gleichzeitig permanenten Rückzahlungstermine keine technische Diversifikation mehr bieten. Tatsächlich handelt es sich bei Emissionen am Primärmarkt tendenziell eher um kombinierte als um reine Aktienprodukte. Das Jahr 2006 klang indes mit einer stattlichen Anzahl Neuemissionen sehr erfreulich aus, wobei besonders die Region Asien - Pazifik für das höhere Volumen am Primärmarkt sorgt.

Die beiden Faktoren Sensibilisierung und Primärmarkt werden 2007 für Wandelanleihen wohl die grössten Herausforderungen bereithalten.

\* Nathalia Barazal ist Co-Managerin für Wandelanleihen bei Lombard Odier Darier Hentsch & Cie.



Wandelanleihen sind belebende Elemente im Puzzle-Haufen der Anlagekategorien.

MATHYS FISCHER

Damit die verschiedenen Indizes tatsächlich die Performance der Wandelanleihen und nicht etwa der Aktien abbilden, braucht es sowohl hinsichtlich der Basiswerte als auch der technischen

Merkmale einen dynamischen Primärmarkt. Dem rückläufigen Angebot an Neuemissionen begegneten die Märkte 2006 mit der gezielten Wiederbelebung und Entwicklung sogenannter

synthetischer Wandelanleihen. Convertible-Anleger sind in erster Linie auf der Suche nach Konvexität, also einem zu Aktien asymmetrischen Engagement. Die Asymmetrie entsteht durch die Kombination eines Optionsteils (Call) mit einem Anleihenanteil (Schutz bei sinkenden Aktienkursen). Eine solche hybride Struktur lässt sich folglich ohne Probleme auf Nachfrage eines Kunden errichten.

### Wichtiger Sekundärmarkt

Bei einer relativ liquiden Option kann der Anleger eine synthetische Wandelanleihe mit beliebigen technischen Merkmalen auf einen beliebigen Basiswert erhalten. Entscheidend dabei ist, sich zu vergewissern, dass der Sekundärmarkt genügend liquide ist. Ein weiterer und nicht zu unterschätzender Vorteil einer synthetischen Wandelanleihe ist die Möglichkeit, das Kreditrisiko vom Aktienrisiko zu entkoppeln, so dass die Performance im Wesentlichen von der Entwicklung der zugrunde liegenden Aktie abhängt. Das Angebot an synthetischen Wandelanleihen hat sich im Jahresverlauf stetig erweitert. Das gilt sowohl für die Titel, die bereits als Basiswert von Wandelanleihen – jedoch mit unattraktiven technischen Merkmalen – dienen, als auch für Papiere, Sektoren und Regionen, die noch kaum Bestandteil von Convertibles sind. So ist das ursprüngliche Anlage-Universum stark gewachsen.

### Vorteile synthetischer Vehikel

Des Weiteren lässt sich mit synthetischen Produkten eine andere Folge umgehen, die aus dem Ungleichgewicht zwischen rückläufigem Angebot und massiven Einlagen in Wandelanleihenfonds entsteht, nämlich der Bewertungsanstieg. Die (historische und implizite) Volatilität der Börsenindizes nahm zwar zur Jahresmitte zu, bleibt insgesamt aber auf tiefem Niveau. Die Bewertungen von Wandelanleihen sind davon nicht tangiert und bieten gelegentlich gar einen beträchtlichen Zusatzwert. Der Grund ist ganz einfach das derzeit knappe Produktangebot. Dafür weisen synthetische Wandelanleihen einen Optionswert nahe dem Marktwert auf, so dass Anleger in Wandelanleihen eine Option zum «fairen Preis» erhalten.

Das Jahr 2007 wird für Wandelanleihen verschiedene Herausforderungen bereithalten. Die wichtigste wird die Entwicklung der zugrunde liegenden Aktien sein – das ist die Komponente, die für die Performance eines Convertible entscheidend ist. Ungeachtet des erwarteten Szenarios bleiben Wandelanleihen aufgrund ihrer Eigenschaften eines der attraktivsten asymmetrischen Produkte, denn die Anleihenkomponente schützt sie vor einer schlechten Börsenentwicklung, während sie gleichzeitig von einer Hausse wie im Jahr 2006 profitieren. Wandelanleihen bieten stets den Vorteil, dass sich das Risiko streuen lässt – ohne dabei die Performance zu beeinträchtigen. Ihre äusserst günstige Marktpositionierung sowie das anhaltende Interesse der Anleger, das sich in den bedeutenden Zuflüssen in Wandelanleihen-Fonds spiegelt, bescheren ihnen wohl eine gute Zukunft.

### Rangliste Wandelanleihenfonds

	Rendite <sup>1</sup> 2006	Rendite <sup>2</sup> 2004-06	Risiko <sup>3</sup> 2004-06	Inform. Ratio <sup>4</sup> 2004-06
<b>Europa</b>				
RMF Convertibles Europe	18.36	35.31	7.89	0.87
ABN Amro Europe Cv Bd A €	17.91			
Ubam Convertibles Europe	17.59	38.21	7.33	1.25
CS BF (L) Convert Europe B	16.71	29.32	5.50	0.56
CAF Eurp Convert Bd CC EUR	16.48	31.62	6.48	0.82
CNP Assur Convertibles Euro A	16.47	29.7	6.69	0.41
Parvest European Conv Bd C	15.56	36.46	6.06	2.06
Jefferies Europe Cv Bd EUR B	14.73	27.5	6.18	0.14
UBS (Lux) Bd Conv Europe B	14.22	28.43	5.57	0.41
FL Bond Convertible Europe C	13.05	27.46	5.45	0.19
Dexia Bd Eurp Convert CC	10.71	17.68	5.63	-1.33
MAT Euro Plus	9.30			
European Conv Bonds A Cap	9.03	22.67	5.86	-0.85
Popso European Conv Bd	8.53	19.58	5.92	-1.12
WLB Mn Comp Euro Cv C EUR	8.18	18.79	5.68	-1.21
CIC/CIAL-Bond Convertibles	7.32	19.98	5.91	-0.9
Loewen IF-Convertibles	-1.17	1.00	5.99	-2.09
<b>Durchschn. Wandelanl. Europa</b>	<b>12.55</b>	<b>26.4</b>	<b>5.86</b>	
<b>UBSW Global Conv. EMU 11</b>	<b>20.72</b>	<b>40.62</b>	<b>5.70</b>	
<b>Japan</b>				
RMF Convertibles Japan	-0.73	49.49	12.11	0.9
Cat Nippon Convert	-0.99	39.11	11.54	0.31
Principal Asian Conv. Bond	-2.92	25.49	8.74	-0.33
Sirius Japanese Conv Ret CHF	-7.18	50.3	12.73	0.89
Fisch CB – Japan CB JPY A1	-9.14	49.93	18.41	0.50
Jefferies Jap-Asia Cv Bd B JPY	-9.91			
<b>Durchschn. Wandelanl. Japan</b>	<b>-5.17</b>	<b>34.23</b>	<b>12.28</b>	
<b>JACI Japan</b>	<b>-8.98</b>	<b>8.74</b>	<b>9.74</b>	
<b>Asien</b>				
Cat Asia Convert (CHF)	19.19	29.22	7.42	-0.13

<sup>1</sup> Rendite im Jahr 2006 in Franken; <sup>2</sup> Rendite der Jahre 2004 bis 2006 in Franken; <sup>3</sup> Annualisierte Volatilität (Standardabweichung, Total Return) in Franken der Jahre 2004 bis 2006; <sup>4</sup> Annualisiertes Information Ratio (Total Return) in Franken der Jahre 2004 bis 2006. Das Information Ratio entspricht der durchschnittlichen Überschussrendite gegenüber dem risikolosen Zinssatz, geteilt durch die Standardabweichung der negativen Überschussrenditen. Das annualisierte Information Ratio ergibt sich, indem die monatliche Volatilität mit der Wurzel aus 12 multipliziert wird.

	Rendite <sup>1</sup> 2006	Rendite <sup>2</sup> 2004-06	Risiko <sup>3</sup> 2004-06	Inform. Ratio <sup>4</sup> 2004-06
RMF Convertibles Far East	17.31	37.17	8.27	0.34
Parvest Asian Conv Bond C	5.80	29.54	10.9	-0.13
UBS (CH) Bd Convert Asia	1.24	22.24	8.93	-0.62
<b>Durchschn. Wandelanl. Asien</b>	<b>10.33</b>	<b>32.03</b>	<b>7.36</b>	
<b>JACI Asia ex Japan</b>	<b>0.76</b>	<b>15.24</b>	<b>9.46</b>	

	Rendite <sup>1</sup> 2006	Rendite <sup>2</sup> 2004-06	Risiko <sup>3</sup> 2004-06	Inform. Ratio <sup>4</sup> 2004-06
<b>Welt</b>				
H.A.M. Global Convertible Bond	15.87	30.19	6.92	0.59
JPM Glo Conv EUR A dist EUR	13.55	30.06	5.51	0.86
FL Bond Convertible World C	13.06			
IFP Global Conv Bd (EUR)	12.92			
LODHI-Convertible Bond P A	11.69	25.62	5.85	0.41
AmEx-Convertible Bonds AEH	10.94	10.56	5.94	-0.70
Gottardo Bond Fd Convertible	10.86	30.94	6.83	1.01
UBS (Lux) Bd S-Conv Gl EUR B	10.23			
IFP Glo Convert Bd CHF	9.96	23.1	4.60	0.08
MSS Glo Conv Bd EUR A EUR	9.72	17.38	5.56	-0.47
DWS Invest Convertibles LC	8.36			
Fisch Bd & CB – Hybrid CHF B	7.84	16.00	3.41	-0.45
JB Global Convert Bd Fd B	7.26	25.76	6.59	0.51
Adler Global Convertible Fd A	7.16			
CS Bond Convert Intern A USD	7.04	19.18	7.71	-0.28
LODHO-Convertible CHF A	6.42	16.91	4.61	-0.45
SWC (CH) BF Conv Internat A	6.21			
Jefferies Gl Cv Bd USD B	5.66	23.96	7.11	0.21
JPM Gl Conv USD A acc USD	4.16			
PLEIADE Intl Conv Bd	3.28	20.39	6.43	-0.17
Fisch CB-Int Cv Exp EUR A1 C	2.91	25.75	8.11	0.29
Fisch CB – Hybrid Int CHF B	2.70	24.46	8.12	0.18
LODHO-Convertible USD A	2.56	24.31	9.65	0.11
MSS Glo Conv Bd USD A USD	1.12	15.49	9.11	-0.37
<b>Durchschn. Wandelanl. weltw.</b>	<b>7.83</b>	<b>22.17</b>	<b>5.82</b>	
<b>UBS Global Convertibles</b>	<b>9.24</b>	<b>27.15</b>	<b>7.05</b>	

Quelle: Lipper, eine Tochtergesellschaft von Reuters



Member of Cat Group

## Sicher in Asien und Japan investieren durch Wandelanleihenfonds

Asien ist der Wirtschaftsmotor der Zukunft. Die erwarteten Wachstumsraten liegen zwischen 4% - 10% der BIP. Das Aufstreben Chinas zur Weltwirtschaftsmacht, das Erwachen Indiens, die Erholung Japans, dies alles sind positive Faktoren die für die kommenden Jahre das Wachstum Asiens vorantreiben werden.

Japan hat die 13-jährige wirtschaftliche Talfahrt überwunden. Die Binnenwirtschaft hat sich erholt, die Reformen schreiten nach der Wahl Shinzo Abe's als Nachfolger des „Reformators“ Koizumi weiter voran. Die Aussichten für die nächsten Jahre sehen sehr gut aus.

Durch unsere beiden Wandelanleihenfonds, in CHF und täglich handelbar, verringert sich das Risiko da der Charakter der Wandelanleihen fallende Aktienpreise abfedert. Trotzdem partizipieren Sie an den Aufwärtsbewegungen wenn die Aktienmärkte steigen. Das Fremdwährungsrisiko ist bei beiden Fonds immer zwischen 90-100% abgesichert.

Performance	2006	2005	Letzte 3 Jahre	12 Monatsvolatilität p.a.
Cat Asia Convert	+19.04%	+8.23%	+29.50%	7.02%
Cat Nippon Convert	-0.99%	+38.37%	+38.93%	10.54%