

Lieber Anleger

Syngenta-Aktien mit Hebelprodukten absichern: Die Qual der Wahl.

Die Reaktion von Syngenta auf den Übernahmeversuch von Monsanto ist fragwürdig (vgl. Seite 15). Seit die Avance bekannt wurde, ist nicht nur der Aktienkurs von Syngenta gestiegen, sondern auch die Unsicherheit und damit die implizite Volatilität (erwartete Schwankungsbreite). Das eröffnet eine gute Gelegenheit für neu emittierte Barriere-Produkte, wie ich vor einer Woche dargestellt habe (vgl. fuw.ch/130615-5).

Dort wies ich auch darauf hin, dass Call-Warrants (Optionscheine) zwar naturgemäss von steigenden Aktien profitieren, aber unter Umständen überproportional unter fallender Volatilität leiden. Diese Woche machte mich ein Marktteilnehmer zurecht darauf aufmerksam, dass auch andere Hebelprodukte von steigenden Aktien profitieren, ohne unter abnehmender Volatilität zu leiden. Darunter sind Mini-Futures und Faktorzerfrikate. Erstere können allerdings vorzeitig verfallen (Knock-out), letztere leiden, wenn die Aktie stagniert. Für alle Hebelprodukte gilt: Der Anleger sollte sie stets überwachen. Oft ist es sinnvoll, Stop-Loss-Limiten zu setzen, um die Verlustgefahr einzuschränken.

Am Mittwoch erläuterte dann mein älterer Bruder Praktikums, wie sich Anleger mit Put-Warrants gegen einen Kursverlust von Syngenta absichern können (vgl. fuw.ch/130615-6). Ein solcher droht, falls Monsanto aufgibt. In der Tat sind Put-Warrants für eine Absicherung besonders gut geeignet. Wenn der Aktienkurs fällt, dann steigt erfahrungsgemäss die Volatilität – Kurs und Vola bewegen sich in der Regel gegenläufig. Der Put-Warrant profitiert dann nicht nur vom Fall der Aktie, sondern auch noch von der Zunahme der Volatilität.

Ein Vorteil liegt auch darin, dass der Put wie eine Versicherungspolice funktioniert, mit einer Optionalität: Der Anleger bezahlt à fonds perdu eine Versicherungspolice für den möglichen Schadenfall eines Kurseinbruchs.

Andere Hebelprodukte reagieren nicht auf die Volatilität und funktionieren ohne Optionalität, gleichwohl wirkt die Absicherung. Faktorzerfrikate mit einer Verkaufsposition (Short) bewegen sich gegenläufig zur Aktie. Gibt Monsanto auf und bricht der Syngenta-Kurs ein, gewinnt das Zertifikat. Es gleicht den Verlust aus, den die Aktien einbringen – ähnlich wie ein Put-Warrant.

Macht hingegen Monsanto ein Übernahmeangebot und schnell somit der Kurs von Syngenta in die Höhe, verliert das Faktorzerfikat (Short) an Wert. Die Aktienposition des Investors ist durch das Zertifikat quasi eingefroren oder neutralisiert. Der Anleger kann seine Aktien eingefroren lassen, da die Laufzeit des Zertifikats – im Gegensatz zum Put – unbegrenzt ist. Er müsste seine Position aber rechtzeitig auftauen und dazu das Faktorzerfikat verkaufen, um von der Aktienkurssteigerung zu profitieren.

Im gleichen Szenario des Aktienkursanstiegs wird der Put-Warrant wertlos. Der Investor hat die Versicherungspolice vergeblich bezahlt. Dafür profitiert er vom Kursanstieg der Syngenta-Aktien.

Absichern oder neutralisieren, mit oder ohne begrenzter Laufzeit und Einfluss der Volatilität: Für jeden Zweck gibt es ein passendes Absicherungsinstrument. Anleger haben die Qual der Wahl.

Ihr Derivat

# ETF auf Wandelanleihen haben Potenzial

Aktive Wandelanleihenfonds werden teilweise semi-passiv verwaltet und reüssieren nicht.

ALEXANDER MUELLER

Für Investoren galten Wandelanleihen bis anhin als aktive Anlageklasse. Es stellt sich die Frage, wie aktiv Wandelanleihenfonds tatsächlich verwaltet werden und ob Gebühren für aktives Management berechnet werden, das in Tat und Wahrheit als semi-passiv bezeichnet werden kann.

Globale Wandelanleihen (Convertibles) erhielten in den letzten fünf Jahren viel Zuspruch von institutionellen Investoren. Das Angebot ist deutlich breiter geworden, und die Zahl der Anlagefonds hat sich mehr als verdreifacht: Anleger haben hierzulande die Wahl unter mehr als siebzig globalen Fonds. Die Risiko-Rendite-Eigenschaften sind äusserst attraktiv. Verglichen mit Aktien erzielten Wandelanleihen über die letzten fünfzehn Jahre eine Mehrrendite von 33% oder 1,1% pro Jahr. Das zeigt ein Vergleich des Thomson Reuters Global Convertible Bond Index mit dem MSCI-Aktienindex der Industrieländer (Total Return: Dividenden reinvestiert).

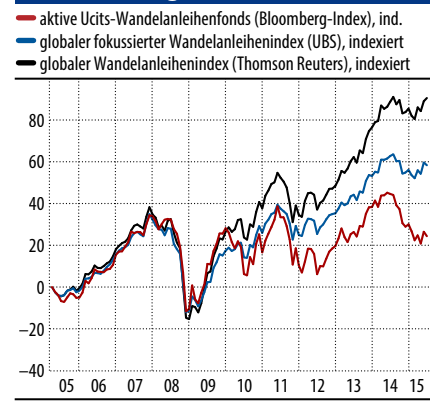
Die Mehrrendite wurde nicht mit einem höheren Risiko eingekauft. Im Gegenteil, das Risiko war in diesem Zeitraum fast 40% geringer. Die Volatilität globaler Wandelanleihen betrug 10,4%, diejenige der globalen Aktien 16,5%. Die risikoadjustierte Rendite (Sharpe Ratio) war für die Wandelanleihen 0,3 und für die Aktien 0,2.

## Wandler zur Obliquote

Umso interessanter ist dies für Entscheidungsträger bei Einrichtungen, die an gesetzliche Investitionsquoten gebunden sind, weil sich Wandelanleihen der Obligationenquote zurechnen lassen. Obligationen sind wegen der Nullzinspolitik der Notenbanken das schwierigste Anlagesegment. Mit Wandelanleihen kann man dieser Problematik zumindest teilweise entgehen: Man kauft sich Aktienrendite ins Obligationensegment – mit einem deutlich geringeren Risiko als in Aktien.

Investoren mit Wandelanleihen können zufrieden auf die letzten Jahre zurückblicken. Je näher sie am Index investiert waren, desto besser war das Ergebnis vor Kosten. Allerdings war es bis anhin nicht so einfach, in den Index zu investieren, denn börsengehandelte Fonds (Exchange Traded Funds, ETF) auf den globalen Wandelanleihenindex gibt es erst seit

## Aktives Management im Hintertreffen



Oktober 2014. Zudem ist ihre Liquidität eingeschränkt: Bei einer Marktkapitalisierung von etwa 360 Mio. \$ handeln durchschnittlich 1,5 Mio. \$ täglich. Kostengünstig sind sie mit einer Gebühr und Ankauf-/Verkaufspanne von insgesamt 0,7% ebenfalls nicht. ETF auf Wandelanleihenindizes müssen sich also erst noch beweisen.

Dennoch haben ETF grosses Potenzial, denn nur sehr wenige aktive Wandelanleihenmanager schafften es in der Vergangenheit, die Indizes zu schlagen. Insbesondere in den letzten drei Jahren fällt auf, dass aktive Manager stark hinter den Benchmarks zurückblieben (vgl. Grafik).

Somit müsste vermutet werden, dass Wandelanleihenmanager äusserst aktive Strategien fahren, sonst liesse sich eine solch grosse Abweichung vom Index nicht erklären. Bei näherer Betrachtung fällt auf, dass die Mehrheit der aus Europa verwalteten globalen Wandelanleihenfonds einen Home Bias aufweisen und Europa als Region stark übergewichten. Im globalen Wandelanleihenindex ist das Gewicht der USA rund 50%. Viele Manager gewichten die USA in ihren Portfolios mit lediglich 30%, zugunsten von Europa.

## Viele Fonds nahe beim Index

Die Betrachtung der Titelselektion in den Regionen zeigt, dass mehrheitlich recht indexnah investiert wird. Weiterhin fällt auf, dass insbesondere im Segment der Bonität mit Anlagequalität (Investment Grade, Rating AAA bis BBB-) kaum vom Index abgewichen wird.

Abweichungen sind aber nur schon wegen der fehlenden Anlagemöglichkeiten notwendig. Lediglich 20% des globa-

len Wandelanleihenuniversums sind Investment Grade – entsprechend gefragt sind diese Papiere. In den letzten fünf Jahren waren besonders europäische und amerikanische Investment-Grade-Wandler zu teuer, sie handelten ein bis zwei Prozentpunkte (Pp) über ihrem fairen Wert. Nur asiatische Wandelanleihen handelten meist zu günstig, durchschnittlich 2 Pp.

Wenn man die regionale Abweichung vom Index als strukturellen Entscheidungsansatz, zeigt sich, dass die Mehrheit der Fonds weniger aktiv bewirtschaftet wird, als es den Anschein hat. Viele spiegeln den Index in hohem Mass. Konzentrierte Fonds mit Überzeugungswetten in Einzeltiteln und Titelgewichtungen von 5% und mehr sind ebenfalls kaum zu finden. Der Grossteil der Fonds hat durchschnittliche Titelgewichte von bis zu 2%.

## Gebühren sind zu hoch

Dies legt nahe, dass Verwaltungsgebühren von mehr als 1% für Fonds, die Benchmarktitel spiegeln, zu hoch sind. Solche Gebühren lassen sich nur rechtfertigen, wenn der Index langfristig und nachhaltig geschlagen wird. Semi-passive Fonds müssten deutlich günstiger angeboten werden. Nicht zuletzt deshalb wurden die ersten ETF auf Wandelanleihen aufgelegt.

Fazit: So sehr die Ausrichtung (Tracking) auf die Benchmark bei Wandelanleihen in der Vergangenheit sinnvoll war, muss heute von einer solchen Strategie abgesehen werden. Zu viele Manager tummeln sich in denselben Titeln, und der Crowding-Effekt übersteuert besonders das Investment-Grade-Segment. Problematisch wird dieser Effekt in Korrekturphasen, wenn Anleger Fondsanteile verkaufen. In der Eile werden dann die liquiden Titel, die sich in den meisten Portfolios befinden, als Erste verkauft. Was sich als vermeintlich sicher präsentiert, kann in der Realität rasch zu einem Damoklesschwert werden, wenn alle gleichzeitig zum Ausgang rennen.

Die Zeit ist gekommen, sich deutlich von den Benchmarks zu lösen und Titel zu finden, die weniger überhitzt sind. Für Anleger gilt es nun, die wirklich aktiven Manager zu sondieren und deren Anlagestrategie auf Herz und Nieren zu prüfen.

Alexander Mueller, Partner und Portfolio Manager, Holinger Asset Management.

Kotierte Zertifikate							
Valor	Bank	Produkt	Coupon / Basiswert	Verfall	Lib.	Ausgabepreis	Inserat auf
28231535	UBS	Kick-In GOAL	8% ABB/Meyer Burger/OC Oerlikon	10.06.16	17.06.15	1000 Fr.	
28231529	UBS	Kick-In GOAL	4% Nestlé/Novartis/Roche	11.06.18	17.06.15	1000 Fr.	
26671405	NP	Multi Bar. Rev. Conv.	6.3% ABB/Geberit/Holcim	12.06.17	19.06.15	1000 Fr.	
26671402	NP	Multi Bar. Rev. Conv.	7.2% Actelion/Julius Bär/Swisscom	12.12.16	19.06.15	1000 Fr.	
26671400	NP	Multi Bar. Rev. Conv.	4.6% Adecco/Nestlé/Novartis/Roche	12.06.19	19.06.15	1000 Fr.	
26671409	NP	Multi Bar. Rev. Conv.	5% Adecco/Nestlé/Novartis/Roche	12.06.17	19.06.15	1000 Fr.	
26671391	NP	Multi Bar. Rev. Conv.	3.5% Aktien Basket Schweiz	19.06.19	19.06.15	1000 Fr.	
26671390	NP	Multi Bar. Rev. Conv.	3.8% Aktien Basket Schweiz	19.06.19	19.06.15	1000 Fr.	
26671407	NP	Multi Bar. Rev. Conv.	6.4% Lonza/Sonova/Swatch	12.12.16	19.06.15	1000 Fr.	
26671408	NP	Multi Bar. Rev. Conv.	5.4% Nestlé/Novartis/Roche	12.06.18	19.06.15	1000 Fr.	
26671406	NP	Multi Bar. Rev. Conv.	6.1% Swiss Life/Swiss Re/Zurich Ins.	12.06.18	19.06.15	1000 Fr.	
26671411	NP	Multi Bar. Rev. Conv.	4.4% Swiss Life/Swiss Re/Zurich Ins.	12.06.17	19.06.15	1000 Fr.	
28337913	UBS	Kick-In GOAL	9.25% Actelion/Basilea/Sonova	19.06.17	24.06.15	1000 Fr.	
28337909	UBS	Kick-In GOAL	7.5% Givaudan/Logitech/Lonza	17.06.16	24.06.15	1000 Fr.	
28337908	UBS	Kick-In GOAL	7% Holcim/Sika/Transocean	17.06.16	24.06.15	1000 Fr.	
28337907	UBS	Kick-In GOAL	4.75% Nestlé/Novartis/Roche	19.06.17	24.06.15	1000 Fr.	
28337910	UBS	Kick-In GOAL	5% Nestlé/Novartis/Swisscom	19.06.17	24.06.15	1000 Fr.	
24874861	CS	Cal. Bar. Rev. Conv.	7% Geberit/Lonza/ABB	19.12.16	25.06.15	1000 Fr.	
<b>26249127</b>	<b>CS</b>	<b>Tracker Zertifikat</b>	<b>Fitness Basket</b>	<b>18.06.18</b>	<b>25.06.15</b>	<b>98.75</b>	<b>Seite 9</b>
<b>28404949</b>	<b>VT</b>	<b>Defender Vonti</b>	<b>4.66% ABB</b>	<b>15.07.16</b>	<b>26.06.15</b>	<b>1000 Fr.</b>	<b>Seite 32</b>
28404967	VT	Defender Vonti	6.53% Actelion	15.07.16	26.06.15	1000 Fr.	
28404959	VT	Defender Vonti	4.2% Roche	15.07.16	26.06.15	1000 Fr.	
28405072	VT	Multi Defender Vonti	4.39% Adecco/Richemont/Holcim	16.12.16	26.06.15	1000 Fr.	
28405069	VT	Multi Defender Vonti	6.54% Logitech/Swiss Life/Sulzer	17.06.16	26.06.15	1000 Fr.	
24173495	VT	Multi Vonti	3% Aktien Basket Schweiz	20.06.18	26.06.15	1000 Fr.	
24874863	CS	Cal. Bar. Rev. Conv.	7.5% Swisscom/Richemont/Roche	20.06.16	26.06.15	1000 Fr.	
28154369	LEON	Multi Bar. Rev. Conv.	5% ABB/Roche/Zurich Ins.	19.06.18	26.06.15	1000 Fr.	
28154362	LEON	Multi Bar. Rev. Conv.	3% Galenica/Holcim/Swatch	19.06.17	26.06.15	1000 Fr.	
26671309	NP	Floater mit Ref. Anleihe	Aktien Basket Ausland	21.06.21	26.06.15	1000 Fr.	
26671422	NP	Multi Bar. Rev. Conv.	6.5% ABB/Richemont/SGS	19.06.17	26.06.15	1000 Fr.	
26671421	NP	Multi Bar. Rev. Conv.	6.8% Adidas/Hugo Boss/Inditex	19.12.16	26.06.15	1000 Fr.	
26671420	NP	Multi Bar. Rev. Conv.	7.7% Clariant/Lonza/Sulzer	19.12.16	26.06.15	1000 Fr.	
26671423	NP	Multi Bar. Rev. Conv.	6.2% CS Group/Holcim/Swisscom	19.12.16	26.06.15	1000 Fr.	
26671433	NP	Multi Bar. Rev. Conv.	2% Euro Stoxx 50/S&P 500/SMI	19.06.18	26.06.15	1000 Fr.	
<b>26671418</b>	<b>NP</b>	<b>Multi Bar. Rev. Conv.</b>	<b>5% Giv./Roche/Swatch/Swiss Re</b>	<b>19.06.19</b>	<b>26.06.15</b>	<b>1000 Fr.</b>	<b>Seite 7</b>
26671427	NP	Multi Bar. Rev. Conv.	5.3% Giv./Roche/Swatch/Swiss Re	19.06.17	26.06.15	1000 Fr.	
26671425	NP	Multi Bar. Rev. Conv.	5.4% Nestlé/Novartis/Roche	19.06.18	26.06.15	1000 Fr.	
26671428	NP	Multi Bar. Rev. Conv.	5.8% Nestlé/Novartis/Roche	19.06.17	26.06.15	1000 Fr.	
24173511	VT	Multi Defender Vonti	3% Euro Stoxx 50/S&P 500/SMI	29.06.18	29.06.15	1000 Fr.	
24173512	VT	Multi Defender Vonti	4.75% Roche/Swiss Life/Zurich Ins	29.06.18	29.06.15	1000 Fr.	
28154316	LEON	Bar. Rev. Conv.	7.4% Logitech	20.06.16	29.06.15	1000 Fr.	
28154315	LEON	Bar. Rev. Conv.	10.5% Meyer Burger	20.06.16	29.06.15	1000 Fr.	
28154360	LEON	Bonus-Zertifikat	Nestlé/Novartis/Roche	20.12.17	29.06.15	1000 Fr.	
28154312	LEON	Multi Bar. Rev. Conv.	8.5% ABB/Lonza/OC Oerlikon	20.06.16	29.06.15	1000 Fr.	
28154336	LEON	Multi Bar. Rev. Conv.	18% Aktien Basket Ausland	12.09.16	29.06.15	1000 Fr.	
<b>28154367</b>	<b>LEON</b>	<b>Twin-Win Certificate</b>	<b>Aktien</b>	<b>19.12.16</b>	<b>29.06.15</b>	<b>1000 Fr.</b>	<b>Seite 4</b>
28431189	UBS	Kick-In GOAL	5.25% Aryzta/Barry Callebaut/Nestlé	23.12.16	01.07.15	1000 Fr.	
28431197	UBS	Kick-In GOAL	5.5% Baloise/Helvetia/Zurich Ins.	26.06.17	01.07.15	1000 Fr.	
28431196	UBS	Kick-In GOAL	5% DAX/SMI/S&P 500	23.12.16	01.07.15	1000 Fr.	
28431188	UBS	Kick-In GOAL	5.5% Geberit/Schindler/Sulzer	26.06.17	01.07.15	1000 Fr.	
28431192	UBS	Kick-In GOAL	8.5% Logitech/Lonza/Transocean	23.12.16	01.07.15	1000 Fr.	
28431190	UBS	Kick-In GOAL	7% Nestlé/Novartis/Vertex	26.06.17	01.07.15	1000 Fr.	
28431194	UBS	Kick-In GOAL	5.5% Nestlé/Novartis/Roche	26.06.17	01.07.15	1000 Fr.	
26671431	NP	Multi Bar. Rev. Conv.	3.3% Aktien Basket Schweiz	26.06.19	03.07.15	1000 Fr.	
26671432	NP	Multi Bar. Rev. Conv.	3% Aktien Basket Schweiz	26.09.19	03.07.15	1000 Fr.	
24173517	VT	Multi Defender Vonti	10.75% Actelion/Basilea/Galenica	27.06.16	06.07.15	1000 Fr.	
24173514	VT	Multi Defender Vonti	5% Nestlé/Novartis/Roche	27.06.16	06.07.15	1000 Fr.	
28524337	BCV	Bar. Rev. Conv.	3.25% SMI/Euro Stoxx 50/S&P 500	26.01.18	06.07.15	1000 Fr.	
28154365	LEON	Multi Bar. Rev. Conv.	12% ABB/Clariant/Logitech	24.12.15	06.07.15	1000 Fr.	
28154363	LEON	Multi Bar. Rev. Conv.	3% Aktien Basket Schweiz	01.07.19	08.07.15	1000 Fr.	
28440136	ZKB	Bar. Rev. Conv.	2% SMI/Euro Stoxx 50/S&P 500	26.06.19	10.07.15	1000 Fr.	
24036116	LTO	Bar. Rev. Conv.	8.4% ABB/Richemont/CS	11.08.16	19.08.15	100 Fr.	

Die publizierten Neuemissionen wurden der «Finanz und Wirtschaft» direkt vom Emittenten mitgeteilt. Alle Angaben ohne Gewähr. <sup>1</sup> indikativ

Alle Konditionen der neu lancierten Zertifikate finden Sie unter [www.fuw.ch/zertifikate-neuemissionen](http://www.fuw.ch/zertifikate-neuemissionen)



Eurex-Optionen auf die zehn wichtigsten Schweizer Basiswerte																	
Calls			Puts			Calls			Puts			Calls			Puts		
o.K.	Strike	o.K.	o.K.	Strike	o.K.	o.K.	Strike	o.K.	o.K.	Strike	o.K.	o.K.	Strike	o.K.	o.K.		
<b>ABB N</b>	<b>21.27</b>		1075	JULS	28	379		5227	JUNS	73	12076		888	SEPS	320	2127	
0	JUNS	18.5	366	0	AUGS	22	747	27285	JUNS	74	23861	0	AUGS	19.5	832	465	
2040	JUNS	19	21048	0	AUGS	23	1102	1220	JUNS	75	307	78	AUGS	96	59	59	
735	JUNS	19.5	4377	2100	AUGS	24	610	76013	JUNS	76	49111	243	AUGS	98	0	0	
24104	JUNS	20	28295	552	AUGS	25	0	19785	JUNS	78	20450	406	AUGS	100	0	0	
3318	JUNS	20.5	690	1402	AUGS	26	0	858	JUNS	79	0	106	AUGS	105	0	0	
15808	JUNS	21	14783	658	AUGS	27	75	469	JULS	68	9601	4	AUGS	110	0	0	
27212	JUNS	21.5	631	285	AUGS	28	105	1281	JULS	70	6892	1	AUGS	115	0	0	
34496	JUNS	22	43348	1134	SEPS	23.5	510	2755	JULS	72	2433	6434	SEPS	92	6211	937	
0	JULS	18.5	185	745	SEPS	24	17119	4401	JULS	74	838	115	SEPS	94	1590	80	
0	JULS	19	1463	2688	SEPS	24.5	3088	2489	JULS	76	0	7722	SEPS	96	4935	290	
0	JULS	19.5	1055	2043	SEPS	25	5723	9									