

# Derivate

Keine erfreuliche Perspektive 40

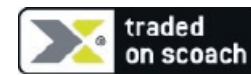
Konjunktursorgen belasten Rohwarenmärkte

Unsicherheit kehrt zurück 40

UBS kann erneut überraschen

Volatilitätsindizes 41

Bessere Absicherung



## Bestandsaufnahme in Wandlern

Convertible Bonds sind nach den jüngsten Korrekturen attraktiv bewertet – Instrumente spekulativer Bonität sind zu bevorzugen

ALEXANDER MUELLER

Normalerweise sind die Sommermonate an den Finanzmärkten unspektakulär: Viele Marktteilnehmer befinden sich emotional und gedanklich an sonnigen Plätzen, die Handelsaktivität und die Kursbewegungen fallen dementsprechend gering aus. Nicht so in diesem Sommer: Anfang August verloren die Vereinigten Staaten das AAA-Rating. Kurz darauf wurde eine Reihe von Makrodaten publiziert, welche auf ein geringeres Wirtschaftswachstum schliessen liessen, und letztlich spitzte sich die Verschuldungsproblematik in Europa immer stärker zu. Vertrauens- und Rezessionsängste kamen auf. Diese Kombination sorgte für Panikverkäufe an den globalen Aktienbörsen, welche auch vor den wachstumsstarken und bilanziell soliden Märkten der Schwellenländer (Emerging Markets) nicht haltmachten. Globale Aktien verloren in den letzten zwei Monaten 15%, Wandelanleihen 11%. Im Gegensatz zur Krise von 2008 und 2009, in welcher Wandelanleihen mit Aktien markant korrelierten (hohe Gleichläufigkeit), lässt sich dort die erwünschte Abkopplung zumindest teilweise feststellen.

Vor dem Einbruch hatten Wandler eine Sensitivität gegenüber Aktien von etwa 45% (Delta). Das lässt darauf schliessen, dass die Papiere etwa die Hälfte der Aktienbewegung mitmachen. Wird berücksichtigt, dass sich rund 60% der ausstehenden Wandelanleihen dem hochverzinslichen und spekulativen (High Yield) Segment zurechnen lassen, wird klar, auch dort ist durch die Ausweitung der Risikoaufschläge (Credit Spreads) mit Kursverlusten zu rechnen. Dies war insbesondere im August spürbar – High-Yield-Anleihen liefen deutlich schlechter als Aktien. Gemäss Credit Suisse haben sich die Credit Spreads, gemessen am Itraxx Crossover (spekulative Schuldner), im August um 60% ausgeweitet, während der Euro Stoxx 50 lediglich 15% verlor. Allerdings sollte beachtet werden, dass hochverzinsliche Anleihen die wohl attraktivste Anlageklasse seit 2009 waren.

### Anlagequalität schützt nicht

Spekulative Wandelanleihen aus dem High-Yield-Bereich haben naturgemäss einen grösseren Risikoaufschlag als Wandelanleihen mit Anlagequalität (Investment Grade, IG = mindestens BBB-Rating). Investoren stellen sich berechtigterweise die Frage, warum ein höherer Risikoaufschlag bezahlt werden sollte, und ob das zusätzlich eingegangene Risiko auch abgegolten wird. Die Antwort ist schlicht und einfach: Ja. Seit UBS die Indexfamilie für Wandelanleihen 1994 aufgelegt hat, rentierten sie 214% (6,7% p.a.). Der breite Index, der die Anlageklasse spiegelt, hat dabei einen High-Yield-Anteil von rund 60%. Als Vergleich: Der UBS Investment-Grade-Index warf in derselben Periode 152% (5,3% p.a.) ab (vgl. Grafik).

Wie entwickeln sich Wandelanleihen in Korrekturphasen? Durch die höhere Kreditqualität sollten die Kursverluste für Wandelanleihen des IG-Bereichs geringer ausfallen. Dies ist der Fall, allerdings nur marginal. In der Korrekturphase von Juli bis Oktober 2008 haben High-Yield-Instrumente 33% korrigiert, der IG-Index 29%. Während dem Ausverkauf der letzten Wochen haben hochverzinsliche Instrumente von Ende Juli bis Ende September 11% verloren, der IG-Index 9%. Dies zeigt deutlich: Der vermeintliche Qualitätsschutz ist unzureichend und kompensiert den laufenden Renditeausfall über höhere Coupons auch in Krisenzeiten nicht. Intuitiv ist dies auch sinnvoll. Denn Versicherungsgesellschaften basieren ihr Ge-



Wandelanleihen können in Aktien getauscht werden. Die Eigenheiten des Papiers passen sich an, vergleichbar mit einem Chamäleon.

schäftsmodell auf dem Verbriefen von diversifiziertem Risiko und leben durchweg gut davon, solange die Risikokontrolle nicht versagt. Denn potenzielle Ausfälle werden durch die Versicherungsprämien mehr als abgegolten.

Per saldo hat die durchschnittliche Wandelanleihe fast schulbuchmässig ohne grössere negative Überraschungen abgeschnitten. Neben dem Preisfindungsmodell, das den Wert einer Wandelanleihe im Verhältnis zu Aktienkursen, Credit Spreads, Volatilität (Schwankungsbreite) und Zinsen bestimmt, ist vor allem das aktuelle Marktbild (Anlegerschaft von Wandelanleihen) für die Performance entscheidend. Es macht einen markanten Unterschied, ob Wandelanleihen von Privatbanken, Pensionskassen, Hedge Funds oder Eigenhandelsabteilungen von Investmentbanken im Bestand gehalten werden. Dominierten 2008 mit Hebelwirkung (Leverage) arbeitende Hedge Funds das Marktgeschehen, sind heute langfris-

tig orientierte Investoren in der Überzahl. Das soll jedoch nicht heissen, die Anlageklasse kann nicht wieder enttäuschen. Spätestens seit der Krise von 2008 wurde Marktteilnehmern teils schmerzlich bewusst, wie stark Wandelanleihen mit Aktien korrelieren können. Nicht zuletzt deshalb ist es wichtig, Wandelanleihen als das zu sehen, was sie wirklich sind: ein Aktienersatz mit tieferer Volatilität.

### Emission wird zunehmen

Die derzeit komplett eingeschlafene Aktivität im Primärmarkt sollte wieder anziehen, sobald der Fokus auf die derzeitige Staatsverschuldung der westlichen Welt in den Hintergrund rückt. Davon ist mittelfristig auszugehen.

Die Reaktion der Märkte auf den AAA-Rating-Verlust der USA hat der politischen Klasse vor Augen geführt, welche Auswirkungen ein zu zaghaftes Umgehen mit der derzeitigen Problematik hat. Sie hat eben-

falls gezeigt, dass wir alle letztendlich im selben Boot sitzen und multilaterale Kompromisse gefordert sind.

Weiterhin stimmt positiv, dass sich nun einige gewichtige Persönlichkeiten dafür ausgesprochen haben, die stetig weiter auseinanderlaufende Einkommensschere zu adressieren. Allen voran die amerikanische Investorenlegende Warren Buffett. Er forderte seine obersten 10 000 Landsleute auf, über höhere Steuern einen Beitrag zur Krise zu leisten.

Unternehmen, welche sich in den letzten zwei Jahren über Wandelanleihen finanziert haben, haben positive Erfahrungen gemacht. Viele werden zur Refinanzierung an den Markt zurückkehren und etliche neue werden dazukommen.

### Wandler wieder günstig

Wie sieht letztlich die aktuelle Bewertung von Wandelanleihen aus? Noch im Frühling 2011 wurde die Befürchtung geäussert, Wandelanleihen seien durch das grosse Anlegerinteresse zu teuer. Die implizite (erwartete) Volatilität einer Wandelanleihe lag damals einige Punkte höher als in vergleichbaren Optionen auf Aktien. Diese relative Übertreibung hat sich im Zuge der jüngsten Korrektur vollständig gedreht. Barclays Capital erläuterte in einer Analyse, dass die impliziten Volatilitäten von Wandlern aus der EMEA-Region (Europe, Middle East, Africa) derzeit 5,8 Punkte günstiger seien, während sie Ende Juni noch 2 Punkte höher lagen.

Unsere Auswertung des globalen Wandelanleihenuniversums zeigt ein ähnliches Bild (vgl. Grafik) – die Mehrzahl der Instrumente kann wieder unter dem theoretischen Wert erworben werden. Sollte die Korrektur an den Märkten nur ein überraschender Sommerregen gewesen sein, welcher die ökonomische Grosswelterlage zu pessimistisch einstuft, dann würden risikobehaftete Anlagen schnell wieder gefragt sein. Unterbewertete Wandelanleihen, welche ihr begrenztes Kursverlustrisiko gezeigt haben, gehören sicher dazu.

Alexander Mueller ist Partner von Hologer Asset Management in Zürich.

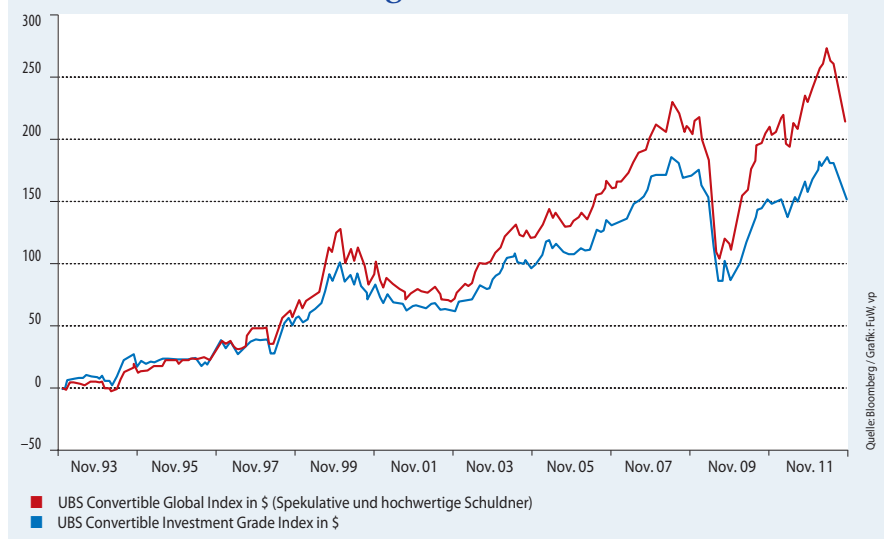
### Aktuell notieren Wandler unter dem fairen Wert

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	heute
USA	98,7	98,8	98,9	99,2	99,7	100,0	100,2	100,6	100,8	95,9	97,3	99,8	97,4
Europa	98,9	99,0	99,2	99,5	100,1	100,3	100,9	101,6	102,1	95,2	97,5	101,3	98,2
Asien	97,6	98,1	98,1	98,3	98,6	99,2	99,2	99,3	100,0	94,2	98,1	99,1	97,9
Japan	99,2	99,1	99,1	99,2	99,5	99,8	100,1	100,1	100,1	97,1	98,5	98,15	97,9

ein Wert von 100 entspricht der fairen Bewertung von Wandelanleihen

Quelle: Hologer Asset Management

### Korrektur bietet Einstiegschancen



## Neue Indexfamilie

Chi-X Europe lanciert Europaindizes

Die multilaterale Handelsplattform Chi-X Europe nahm im März 2007 den Betrieb auf. Ziel war und ist, eine Alternative zu den herkömmlichen Börsen zu bieten. Zwei Finanzkrisen später hat der Einsteiger bereits einen Marktanteil von knapp 25% am europäischen Aktienhandel und ist damit zurzeit noch Marktführer – sollte der Zusammenschluss der Nyse Euronext und der Deutschen Börse zustande kommen, würden sie mehr als 30% des Volumens auf sich vereinen.

Vor diesem Hintergrund scheint der Zeitpunkt für die Lancierung einer neuen EU-Indexfamilie in Zusammenarbeit mit dem US-Indexanbieter Russell gut gewählt. Chi-X verspricht, dass die vier Indizes Chi-X Europe Russell – PanEurope, Eurozone, PanEurope 60 und Eurozone 40 – die Entwicklungen der vergangenen Jahre besser berücksichtigen und im Vergleich zu bspw. dem Euro Stoxx 50 auch Schweizer und britische Titel enthalten.

### Innovationskraft

Der PanEurope ist der am breitesten gefasste Index. Er umfasst 216 Wertpapiere aus vierzehn Ländern in fünf verschiedenen Währungen. Die jetzige Vormachtstellung von Chi-X, aber auch das dank der Unsicherheit vorherrschende Informationsbedürfnis, könnten die Lancierung unterstützen. Die Indizes stehen vor allem in Konkurrenz zum Euro-Stoxx-Universum. Neben ihrer Funktion als Marktindikatoren könnten die Indizes auch im Futures-, ETF- sowie Derivathandel eine bedeutende Rolle einnehmen.

Erfreulich ist zudem, dass die Indizes nur eine von vielen Innovationen sind. Bereits mit Freude aufgenommen wurde das von der Bats Europe implementierte System «präferenzierter Interoperabilität» (vgl. FuW Nr. 63 vom 10. August 2011). Alternative Handelsplattformen nutzen die durch die Konsolidierungsbemühungen hervorgerufene Ablenkung der traditionellen Börsen. Finanzinstitute wie auch Privatanleger profitieren von diesen Neuerungen dank tieferer Gebühren.

### Mehr Vielfalt und Umsatz

Auch um Marktanteile kämpfen müssen die Schweizer Börse SIX und die Derivatbörse Scoach. Gegenüber dem Vormonat – im August war die Aktivität besonders hoch – nahm der Umsatz im September (-17%) und die Zahl der Transaktionen (-22,2%) ab. Gegenüber den ersten drei Quartalen 2010 kamen jedoch 6% mehr Abschlüsse mit einem 1,2% höheren Volumen zustande.

Erfreulich zu werten ist auch die Handelszunahme in den Bereichen ETF sowie strukturierte Produkte und Warrants. Der Umsatz in kotierten Indexfonds stieg 51,8%, in Derivaten 45,9%. Im Gegenzug hat das Volumen in internationalen Anleihen nachgelassen. Im Vergleich zum Vorjahr sank es 28,7%. Solange die Unsicherheit hoch bleibt, dürfte auch die Handelsintensität weiter schwanken. **TB**

### Handelsplätze

