

FINANZ und WIRTSCHAFT

Inhalt

Rohstoffe: Die Stimmung bleibt freundlich	49
Zins-Futures: Inflationsdruck dämpft Kurse	49
Eurex: Handel in Itraxx-Indizes lahm	51
Warrants: Indizes rege gehandelt	51
Neue derivative Produkte	53

Emittenten

Bank Julius Bär	50
Bank Sarasin	50
Bank Vontobel	48
Dresdner Bank	49
Sal. Oppenheim	48

Keine Zeichnungsfrist mehr verpassen:

Alle Zertifikate-Neuemissionen ab sofort unter www.fuw.ch/neuemissionen

Anlegen mit Wandelanleihen: Nervosität der Aktionäre und Vertrauen in Obligationen beeinflussen Preis (Teil 6)

Volatilität und Kreditrisiko kombinieren

Von Markus Bossard

Im April konnten sich Anleger zumindest teilweise von den Strapazen des ersten Quartals erholen. Die Märkte schlugen anlegerfreundlichere Pfade ein, dennoch bleibt ein hohes Mass an Unsicherheit. Daher sind die Reaktionen der Marktteilnehmer teilweise doch überraschend. Die Aktienmärkte wurden vergangene Woche abgestraft, nachdem die US-Börsenaufsicht SEC von Finanzinstituten grössere Transparenz gefordert hatte. Die Folge davon war die Furcht vor weiteren unangenehmen Überraschungen – sind wir nicht alle etwas müde von der scheinbar weissen Verdauung schlechter Neuigkeiten?

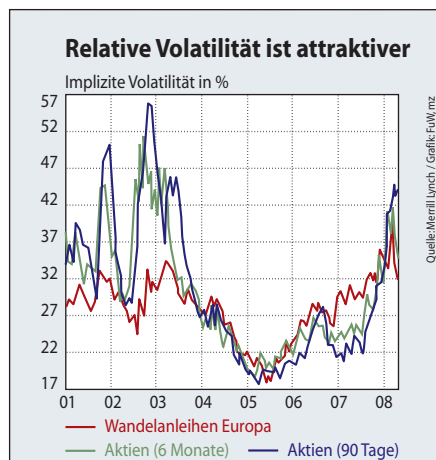
Die anhaltende Unsicherheit, bedingt durch unterschiedliche Meinungen über den Weitergang an den Börsen und in den Volkswirtschaften, fordern alle Vermögensverwalter gleichermaßen. Transparenz ist gerade in solchen Phasen wünschenswert. Das gilt auch für das Management von Wandelanleihen, besonders da die Anlageklasse – trotz ihrer Kombination aus der Welt der Obligationen, Aktien und Optionen – ein hohes Mass an Transparenz möglich macht. Somit bietet sich die Anlageklasse im aktuellen Umfeld an.

Worin bestehen die Vorteile von Wandelanleihen? Vom «Besten beider Welten», in der Regel sind damit Aktien und Obligationen gemeint, wollen wir nicht sprechen, denn das wäre zu einfach.

Timing birgt weniger Risiko

Die Kombination sowie der Charakter der Anlageklasse bieten im aktuellen Umfeld durchaus Chancen. Wandelanleihen partizipieren asymmetrisch am Aktienkurs. Ein Engagement vermindert deshalb im Vergleich zur Direktinvestition in Aktien das Timing-Risiko erheblich.

Favoriten sind deshalb die hybriden Wandelanleihen, denn sie weisen eine hohe Veränderung der Aktienkursbeteiligung (Sensitivität zum Aktienkurs, Delta) zu Gunsten des Anlegers auf. Die Delta-Steuerung hat in einem Wandelanleihenportfolio während langer Zeit den dominanten Faktor dargestellt. Doch im



hybriden Bereich der Wandelanleihe kommt der Performancetreiber Volatilität (Kurschwankung) am deutlichsten zum Tragen. Die implizite (erwartete) Volatilität der Wandler ist schon lange nicht mehr auf Tiefst. Beachtenswert ist aber auch, dass Wandelanleihen sogar in Europa relativ betrachtet nicht mehr teuer sind. Gerade dieser Umstand ist ihnen lange vorgehalten worden (vgl. Grafiken).

Bleibt die Volatilität hoch?

Ein Wandelanleihenmanager kann daher nur in hybride Anleihen investieren, falls er der Meinung ist, die Volatilität bleibe auf derzeitigem Niveau konstant oder nehme gar zu. Andernfalls muss sie als bedeutender Faktor in der Konstruktion des Portfolios berücksichtigt werden.

Gerade die letzten Monate haben gezeigt, wie dynamisch sich die implizite Volatilität in Wandelanleihen bewegen kann. Vom 21. März bis zum 8. April ist sie von 34,15 auf 28,4% gefallen. Da brachte die reine Positionierung im hybriden Bereich unvermeidlich Wertabschläge mit sich.

Doch das lässt sich als Chance werten, um ein Portfolio nun zu repositionieren. Für die Gestaltung eines globalen Portfolios sind besonders die regionalen Unterschiede zu beachten. Hierbei darf nicht nur die aktuelle Bewertung zu Rate gezogen werden. Auch die historische Entwicklung einer Wandelanleihe (oder eines ihrer Vorgänger des gleichen Unterneh-

mens) sollte studiert werden. Das dient dazu, den Fair Value (Marktwertprinzip) zu beurteilen.

Meist wird eine Wandelanleihe als zu günstig, zu teuer oder zum richtigen Wert – basierend auf der impliziten Volatilität – klassifiziert. Diese Wertbeurteilung bezieht sich in der Regel auf den Vergleich zur bezahlten Volatilität in Optionen. Doch halten wir uns zwei Dinge vor Augen: Erstens ist die implizite Volatilität die Folge einer Reihe von Annahmen, zweitens kann eine Wandelanleihe je nach Umfeld über die gesamte Laufzeit im einen oder anderen Lager liegen, also permanent zu günstig oder zu teuer bewertet sein. Grund dafür ist die Liquidität der zugrunde liegenden Aktien respektive der Umstand, ob Hedge Funds den Preisunterschied monetarisieren können oder nicht. Ein Aufschlag gegenüber ausserbörslich gehandelten Optionen (OTC) besteht vor allem als Preis der Liquidität, die in den Optionen nur teilweise vorhanden ist.

Kreditrisiko als Chance

Ein weiterer beachtlicher Performancetreiber sind die Kreditspreads, also die Risikoauflagen im Kreditmarkt. Wandelanleihen sind in der Regel Unternehmensanleihen. Bedingt durch die aktuellen Zinsen sind viele Investoren gewillt, sich vermehrt mit Unternehmensanleihen zu beschäftigen – nicht zuletzt aus der Erwartung, die Renditen der Zinspapiere wür-

den künftig nicht mehr wie in der letzten Dekade verlaufen, ungeachtet ob die Zinsen verharren oder steigen. Weitere Zinssenkungen der Notenbanken sind wegen des steigenden Gewichts am Faden des Damoklesschwertes Inflation zunehmend in Frage gestellt. Daher werden Unternehmensanleihen gerade mit dem derzeit höheren Risikoaufschlag ein Thema, um die notwendigen Renditen zu erwirtschaften.

Im Gegensatz zur Wahrnehmung in der Investorengemeinschaft machen Wandelanleihen global immerhin knapp 10% aller ausstehenden Unternehmensanleihen aus. Die Kreditspreads sind in den letzten Monaten wegen der Subprime-Krise generell, und somit auch Wandelanleihen, markant gestiegen (vgl. Grafik). Mit dem angebrachten Risikomanagement können Chancen wahrgenommen werden.

Stabilisierung im Portfolio

Wie an den Aktienmärkten stellt sich die Frage, ob wir am Anfang oder bereits am Ende des Tunnels sind. Derzeit befinden sich die Kreditspreads des Wandelanleihenmarktes auf dem Niveau wie zuletzt im Zusammenbruch der Internetblase. Im Jahr 2003 verzeichneten Wandelanleihenindizes eine deutliche Erholung. Die Aktiensensitivität lag damals knapp unter 20%. Daher ist offensichtlich: Ein Teil der Rendite muss den Kreditspreads zugeschrieben werden. Angemerkt sei, dass vor allem Anleihen mit einem Rating von BBB resp. Baa und tiefer profitieren würden. Gerade sie stellen aber besondere Anforderungen an den Wandelanleihenmanager.

Die Entwicklungen von Risikoauflagen und Aktienkurs sind oft gekoppelt. Das muss in der Vorhersage der Wertentwicklung berücksichtigt werden. Doch Wandelanleihen sind nicht nur aus Aktien und Obligationen zusammengesetzt. Sie sind eine Kombination aus Optionen und Obligationen. Damit ist auch klar, dass der Faktor Volatilität einen Einfluss hat.

Nun kommt die Chance der Kombination zum Tragen: Volatilität und Kreditspreads kombinieren. Beide Komponenten weisen eine beachtliche Korrelation (statistische Abhängigkeit) auf. Für die Investition in Wandelanleihen kommt dadurch ein Stabilisierungsfaktor im Portfolio zum Tragen, der dem Produkt eigen ist.

Natürlich wenden hier Kritiker ein, Wandelanleihen seien weder Fisch noch Vogel, weil sie die verschiedenen Komponenten enthalten. Das hat allerdings auch zur Folge, dass Wandelanleihen nicht in den freien Fall übergehen oder Bauch oben an der Oberfläche treiben. Mit der notwendigen Flexibilität im Verwalten von Wandelanleihenportfolios kann Mehrwert geschaffen werden. Besonders Investoren, die derzeit gewillt sind, Unternehmensanleihen zu berücksichtigen, sollten Wandelanleihen in ihre Überlegung einbeziehen.

Markus Bossard ist Partner von IFP Fund Management, Pully, und leitet die Niederlassung in Zürich. Die Teile 1 bis 5 der Serie über Wandelanleihen sind in FuW Nr. 67 vom 29. August, Nr. 70 vom 8. September, Nr. 88 vom 10. November, Nr. 100 vom 22. Dezember 2007 und Nr. 35 vom 3. Mai erschienen.

Börsenderivate

Aufsicht über Kredit und Öl

«Es gibt einen riesigen unkontrollierten Finanzmarkt mit Akteuren, die im Kreditgeschäft nichts verloren haben. Wir glauben an die Selbstregulierung, doch wir brauchen mehr Aufsicht.» Das forderte Hans-Jörg Rudloff, Chairman von Barclays Capital sowie von Icm, der Lobby des internationalen Anleihegeschäfts, im vergangenen Herbst am FuW-Seminar für Kapitalanlage in Zürich. Nun schlagen die Aufsichtsbehörden für Versicherungen in New York in die gleiche Kerbe. Sie erwägen für Credit Default Swaps (CDS) ähnliche Vorschriften wie für Versicherungsprodukte. Probleme des Brokers Bear Stearns, des Versicherers AIG und der Monoliner (Bondversicherer) MBIA und Ambac hätten gezeigt, dass ein Systemrisiko bestehe.

CDS sind das wichtigste Instrument aus der Familie der Kreditderivate. Gläubiger und Obligationäre versichern sich damit gegen Zahlungsausfälle (Defaults) von Schuldnern. Der Absicherung von Schuldtiteln im Portefeuille dienten etwa 20% der ausstehenden CDS, erläutern die Behörden. Diese könnten als eine Art Versicherung betrachtet werden. Der Rest diene zur Plazierung von Wetten.

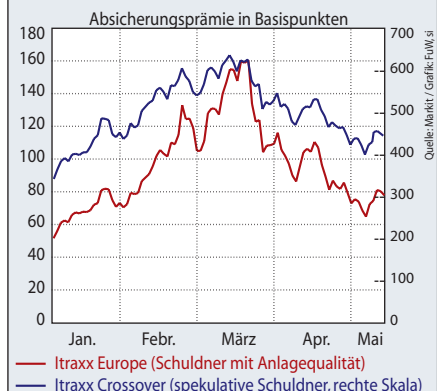
Ob zusätzliche Regulierung künftige Krisen verhindert? Das bezweifelt Isda, die Standesorganisation des ausserbörslichen Derivathandels: Die im CDS-Markt aktiven Banken unterstützen bereits diversen Regeln. Ausbleiben werden neue Vorschriften allerdings kaum. Das Basler Komitee für Bankaufsicht will z. B. mehr Reserven und Offenlegung vorschreiben.

Barometer für den CDS-Handel sind die Itraxx-Indizes. Sie zeigen, dass das Vertrauen im Kreditmarkt erneut geschwunden ist. Die Absicherung von Titeln europäischer Schuldner sämtlicher Bonitäten war Mitte März so teuer wie noch nie, die Itraxx-Indizes erreichten Rekordhöchst. Bis Anfang Mai fielen sie markant (vgl. FuW Nr. 36 vom 7. Mai). Seither sind sie gestiegen und liegen deutlich höher als Anfang Januar (vgl. Grafik).

Der Ruf nach Regulierung erschallt auch für Rohstoffe. US-Senatoren fordern Kontrolle über die Energiebörse Intercontinental Exchange (ICE) in London. Kurzfristige Spekulation treibe dort den Preis für Rohöl der US-Sorte West Texas Intermediate (WTI) in die Höhe, was sich auf die Notierung an der New York Mercantile Exchange (Nymex) auswirke.

ICE ist zwar in Atlanta domiziliert, hat aber im Jahr 2001 die frühere International Petroleum Exchange (IPE) in London übernommen. Im Gegensatz zu den amerikanischen verfolgen die britischen Behörden den Anteil der Spekulanten am Handelsvolumen nicht und ziehen diese auch nicht zur Verantwortung, falls ihre ausstehenden Positionen übermässig gross werden. ICE entgegnet, der hohe Ölpreis lasse sich nicht auf Spekulation zurückführen. Setzen sich die Senatoren durch, müsste ICE die Regeln akzeptieren oder den direkten Zugang für US-Händler schliessen. Darunter würden die Aktien der Rohstoffbörse leiden. **Beg**

Vertrauen im Kreditmarkt stagniert



Monitor: Biokraftstoffe (7/10)



Ein Arbeiter füllt einen Tankwagen im Depot einer Biodieselfabrik der Biopetrol Industries in Rostock, Deutschland. Die Anlage wurde 2006 eröffnet. Der Konzern mit Hauptsitz in Zug besitzt zwei weitere Standorte im nördlichen Nachbarland, ein Betrieb in Rotterdam ist geplant. Biodiesel wird beispielsweise aus Pflanzenöl hergestellt, auch Altspeiseöl wird verwendet. BILD: KEYSTONE