

Derivate

Goldpreis gibt langsam nach 47

In der zweiten Wochenhälfte stabilisierten sich die Kurse

Anzeichen einer ersten Erholung 47

Lagerbestand des Basismetalls Kupfer nimmt spürbar ab

Puts auf den SMI rege gehandelt 49

Der Swiss Market Index setzt den Abwärtstrend fort

| Emittenten | |
|------------------|----|
| Bank Julius Bär | 48 |
| Bank Sarasin | 46 |
| Sal. Oppenheim | 46 |
| Société Générale | 48 |

Derivatbranche ordnet sich neu

Neue Gesichter an der Börse Scoach und im Emittentenverband SVSP – Orientierungspunkte im Derivatdschungel

PHILIPPE BÉGUELIN

In den Boomjahren des Derivatgeschäfts drehte sich in der Branche ein fröhliches Personalkarussell, Emittenten machten sich gegenseitig ganze Teams abspenstig. Nun kämpfen die Banken mit dem geringen Absatz und entlassen Fachleute. Für Belebung sorgen dagegen die Derivatbörse Scoach, der Schweizerische Verband für Strukturierte Produkte (SVSP) sowie die Daten- und Informationsanbieter Derivative Partners (DP) und European Derivatives Group (EDG). Neue Gesichter, Orientierungspunkte im Derivatdschungel und Schulung sollen helfen, das Vertrauen der Anleger zurückzugewinnen, das nach dem Konkurs des Emittenten Lehman Brothers arg gelitten hat.

Scoach gab am Donnerstag bekannt, wer den vakanten Chieftessel übernimmt. Die Tochter der SIX Swiss Exchange und der Deutschen Börse mit Handelsplätzen in Zürich und Frankfurt wird ab Juni von Christian Reuss geführt, einem bekannten Gesicht in der Branche. Reuss arbeitet für die amerikanische Grossbank Goldman Sachs und leitet dort den Bereich Public Distribution, also das Marketing und den Vertrieb für Derivate – abgesehen vom rein institutionellen Geschäft – für Kunden in der Schweiz, Deutschland, Österreich und Italien. FuW-Leser kennen ihn als Fachautor und Interviewpartner.

Ein Rating für Zertifikate?

Reuss übernimmt den Posten von Marc Zahn, der seinen Rücktritt auf Ende 2008 bereits im September bekanntgegeben hatte. Zum Thema Bonität der Emittenten erklärte Zahn nach dem Konkurs von Lehman: «Scoach ist daran interessiert, dass Ratings auf Produktebene eingeführt werden, analog zum deutschen Markt. Sie enthalten auch das Emittentenrisiko.» Auch Reuss signalisierte damals Unterstützung für ein Zertifikate-Rating und verwies auf das der EDG in Deutschland (vgl. Interviews in der Sonderbeilage zu FuW Nr. 83 vom 18. Oktober 2008).

Zahn führte Scoach seit der Gründung Anfang 2007, als diese das Derivatgeschäft von ihren Muttergesellschaften über-



Christian Reuss (links) übernimmt die Leitung der Derivatbörse Scoach von Marc Zahn. In den Vorstand des SVSP kommt Esther Thoma.



nahm. Zuvor war er Leiter Marketing und Verkauf der SWX (heute SIX).

Der Aufbruch zu neuen Ufern führte Zahn zur liechtensteinischen Privatbank Centrum, er leitet den Sitz in Zürich, der neu aufgebaut wird. Dem Derivatmarkt bleibt er trotzdem treu: Zahn wird Verwaltungsrat von DP, der Holding von DP Research, DP Media und des Swiss Derivative Instituts (SDI), gab der Informationsanbieter am Montag bekannt. Ob er sich auch finanziell an DP beteiligt?

Ein neues Vorstandsmitglied vermeldete am Donnerstag auch der Emittentenverband SVSP: Esther Thoma, Leiterin des Bereichs strukturierte Produkte auf Aktien von UBS Investment Bank. Sie arbeitet seit 1995 in dieser Sparte und ist verantwortlich für den Vertrieb an Kunden von UBS Wealth Management. Thoma löst Vittorio Schiro, ebenfalls von UBS, ab.

Um das Vertrauen der Anleger zu stärken, haben SVSP und Scoach im Februar eine Weltneuheit lanciert: Die Börse bietet ab dem zweiten Quartal pfandbesicherte Zertifikate an (vgl. FuW Nr. 14 vom 21. Februar). Für den Investor entfällt damit das

Bonitätsrisiko des Emittenten – Lehman lässt grüssen. Einzelne Banken bieten bereits solche Produkte an, doch ein eigens dafür konzipiertes Segment an einer Börse gibt es nirgends. Wer trotzdem wissen will, wie es um die Kreditwürdigkeit steht, findet Rating, Risikoaufschlag und seit Januar auch die Tier-1-Kernkapitalquote der Banken auf der Internetseite des SVSP.

VWD und Springer treten auf

Orientierung im Derivatdschungel bietet die ebenfalls im Februar angekündigte Risikoklassifizierung anhand des Value at Risk (Var), die der SVSP dieses Semester einführt. Berechnet wird der Var entweder von DP in Zusammenarbeit mit Riskmetrics oder von EDG, die damit in Deutschland Erfahrung gesammelt hat – der Entscheid steht noch aus. Die Aktienmehrheit an EDG übernimmt gemäss Ankündigung vom Februar VWD Group, der deutsche Anbieter von Finanzmarktdaten.

Welche Emittenten stellen im Börsenhandel regelmässig enge Geld- und Briefkurse? Das zeigt ab sofort der Market-Ma-

king-Index des DP-Magazins «Payoff» (vgl. «Derivatus» in der Spalte rechts).

Wer sich über Derivate weiterbilden will, absolviert Kurse, die seit Herbst nicht mehr nur bankintern angeboten werden. EDG führt über ihre Tochter European Derivatives Academy (EDA) in Zusammenarbeit mit «Finanz und Wirtschaft» Seminare durch. Schulungen bietet auch das SDI, getragen von DP, Fineo und Fundabilis. Medienpartner ist dort seit Montag der Axel Springer Verlag, der die «Handelszeitung» und «Stocks» herausgibt.

Springer übernahm im Herbst 2007 30% der Aktien des deutschen Zertifikatejournals (ZJ). Von der Schweizer ZJ-Tochter sind seither allerdings keine Impulse zu spüren. Sie konkurrenziert das DP-Magazin «Payoff». Ob Springer mit DP zusammenarbeiten und das ZJ-Schweiz dennoch weiterhin herausgeben will?

Trotz der Baisse ist der Derivatmarkt also in Bewegung. Seit dem Supergau des Kollapses von Lehman wird das Informationsangebot für Anleger laufend verbessert. Börse und Verband sollten den eingeschlagenen Weg zügig weitergehen.

Lieske Anleger

Risiko des Emittenten, Market Making

Dass der Anleger dem Emittentenrisiko ausgesetzt ist, hat sich spätestens seit Lehman Brothers tief ins Gedächtnis aller Anleger eingebrannt. Die Investoren, die Banken, der Schweizerische Verband für Strukturierte Produkte und die Derivatbörse Scoach haben ihre Lehren gezogen (vgl. Text nebenan).

Etwas im Schatten des Emittentenrisikos steht ein anderes Risiko – dasjenige, das der Emittent trägt. In der perfekten Welt, in der eine Bank ihre Emissionen passgenau absichern könnte (ohne neue Risiken einzugehen), trüge sie gar keine Risiken. Produkte würden emittiert und im gleichen Umfang Gegenpositionen eingenommen, sodass das Nettoexposure null wäre. Damit dies so bliebe, würden während der Laufzeit diese Absicherungen laufend dynamisch angepasst. Die Bank wäre völlig indifferent gegenüber der Entwicklung ihres Produktes – abgesehen vom Geschäftsinteresse, wonach gute Erfahrungen des Anlegers das wichtigste Argument sind, um ihn nach Verfall erneut als Kunden zu gewinnen.

Anlage und Sparhammer

Wir alle wissen, dass die Finanzwelt heute nicht nur nicht ganz perfekt, sondern aus den Fugen geraten ist. Hohe Korrelationen und Volatilitäten und v.a. deren unberechenbare grosse Schwankungen erschweren die Absicherung (vgl. FuW Nr. 7 vom 28. Januar). Dazu kommt ein Anlagerisiko, weil der Emissionserlös über die Laufzeit investiert sein will. Es gibt zwei Modelle: Entweder fliesst das Geld in die ordentliche Liquiditätsverwaltung (Treasury) oder wird in der Derivatabteilung gehalten.

Unabhängig davon, welches Modell gewählt wird: Es besteht die Gefahr, dass der Erlös in risikobehafteten Papieren angelegt worden ist, um einen Mehrertrag zu erwirtschaften. Wegen der Krise hat alles, was mit Risiko zu tun hat, an Wert verloren. Allerdings hoffe ich, dass sich solche Verluste in Grenzen halten. Erstens dürfte der Emissionserlös meist nur in erstklassige Papiere reinvestiert worden sein, und zweitens sollten vorübergehende Minderbewertungen unschädlich sein, sofern nicht der Grundsatz der Fristenkongruenz gebrochen wurde.

Ein noch schlechter quantifizierbares Risiko, das die Emissionslaune auch tangiert, ist der von der Krise brutal verkürzte Planungshorizont. Leiter von Derivatabteilungen wissen nicht, ob sie in ein paar Wochen überhaupt noch im Geschäft sind oder ob ihnen der auch in anderen Branchen als «Optimierungsmassnahmen» verbrämte Sparhammer übermorgen die halbe Mannschaft weghaut.

Gute Geld- und Briefkurse?

Anleger tragen das Risiko, einen ungünstigen Geld- oder Briefkurs anzutreffen, wenn sie verkaufen oder kaufen wollen. Die Derivatbörse Scoach veröffentlicht deshalb seit Januar Qualitätsmerkmale über Emittenten, die Kurse stellen. Sie zeigt aber nur die letzten zehn Handelstage, und eine Auswertung fehlt (vgl. FuW Nr. 7 vom 28. Januar).

Daraus berechnet nun das Magazin «Payoff» von Derivative Partners einen Market-Making-Index, der einen Vergleich der Emittenten über einen längeren Zeitraum erlaubt. Das senkt das Risiko der Anleger. Ich werde dieses Qualitätsmerkmal künftig im Auge behalten.

Ihr Derivatfan

Wie lässt sich die Chance nutzen?

Wandelanleihen: Das Jahr 2008 hat alle theoretischen Modelle in Frage gestellt – Wahl der Anlagestrategie ist entscheidend

MATTHIAS NEUBRAND

Wandelanleihen haben Anleger in der Baisse im vergangenen turbulenten Jahr nicht im erwarteten Ausmass geschützt, darüber ist viel geschrieben worden. Sie sind zwar hybride Instrumente, aber Investoren, die davon ausgingen, sie hätten ein Anlageprodukt, das sich in guten Jahren ähnlich einer Aktie entwickelt, und in schlechten wie eine Anleihe, wurden teilweise mit einer unerfreulichen Überraschung konfrontiert. Wandelanleihen haben aussergewöhnlich viel gelitten und sind heute, bedingt durch Fehlbewertungen, entsprechend interessant.

Doch was gilt es zu beachten, und wo verbergen sich die besten Chancen für Anleger? Die Vielseitigkeit des Produkts hat zu zahlreichen Strategien mit verschiedenen Risiko-Rendite-Profilen geführt.

Verschiedene Risikoprofile

Welche Strategien den individuellen Bedürfnissen am ehesten entsprechen, müssen die Investoren entscheiden. Ausschlaggebend ist hierbei die Transparenz

der Fondsmanager von Wandelanleihenportfolios.

2008 hat alle theoretischen Modelle in Frage gestellt. In solch einem dramatischen Jahr – der MSCI-Welt-Aktienindex verlor in Dollar 42 und in Franken 45,5% – waren Wandelanleihen insbesondere im Zusammenhang mit dem Thema Kapitalschutz gefordert. Überrascht stellten Anleger fest, dass der sogenannte Bond Floor – als Synonym für Kapitalschutz – den Er-

wartungen oft nicht gerecht wurde. Auslöser war vor allem der enorme Verkaufsdruck vonseiten der Hedge Funds. Die Wandelanleihe wurde somit Opfer ihrer guten Liquidität.

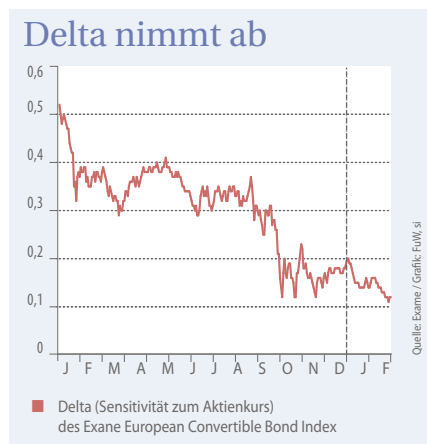
Extreme Fehlbewertungen

Als Folge daraus kam es zu extremen Fehlbewertungen, die heute attraktive Chancen eröffnen. So verlor 2008 der UBS Glo-

bal Convertible Bond Index Hedged (in Franken) 33,3%, und der Jaci Global Convertible Index (in Franken) 26%. Schon unter den Indizes gab es also markante Unterschiede.

Unter den einzelnen Wandelanleihen verloren einige deutlich mehr als das von Modellen anhand des theoretischen Deltas (Sensitivität zum Aktienkurs) prognos-

FORTSETZUNG AUF SEITE 47



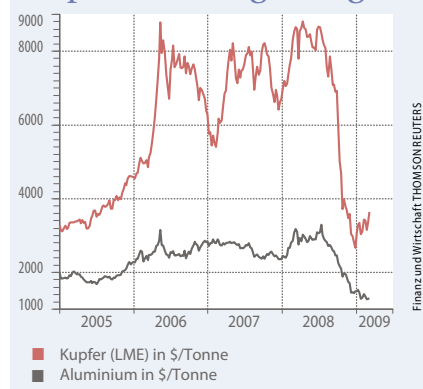
Ist Erholung in Reichweite?

BASISMETALLE Spürbarer Abbau der Lagerbestände von Kupfer

An der London Metal Exchange (LME) sind gemäss jüngsten Berichten die Metallnotierungen 5% gestiegen. Besonders Kupfer scheint sich zunehmend von den Hiobsbotschaften aus den Finanzmärkten und den trüben Konjunkturaussichten abzukoppeln. So verbuchte das rote Leichtmetall, das wegen der breiten industriellen Anwendung als äusserst konjunktursensibel gilt, in der vergangenen Handelswoche einen deutlichen Kursgewinn und erwies sich somit robuster als Aluminium oder Zink.

Die ungewöhnliche Preisstärke des Industriemetalls dürfte einmal mehr auf die verstärkte Aktivität Chinas am Kupfermarkt zurückzuführen sein: Pan Pacific, die grösste japanische Kupferschmelze, hat angekündigt, die Produktion wegen der stärkeren Nachfrage aus China zu erhöhen. Die Kündigungsrate der Lagerseine für Kupfer, die bereits 10,4% der Bestände ausmachen, steigen weiter und deuten somit auf Abflüsse aus den LME-Lagerhäusern hin. Der spürbare Lagerabbau des Basismetalls dürfte ein erstes Anzeichen einer Erholung sein. **SD**

Kupfernachfrage steigt



Notierungen geben langsam nach

EDELMETALLE Erst in der zweiten Wochenhälfte stabilisierten sich die Goldnotierungen

In der vergangenen Woche hat der Goldpreis in einer engen Handelsspanne zwischen 908 und 930 \$ pro Unze geschwankt. Der Tief- und Wendepunkt wurde dann am Mittwoch erreicht. Zuvor aber gaben die Notierungen während acht Tagen in Folge nach und konnten sich nicht in der Reichweite von 1000 \$ stabilisieren. Die US-Spotnotierungen lagen am Donnerstag und Freitag 10 \$ höher als die entsprechenden Preise in London.

In der zweiten Wochenhälfte mussten die Anleger die Zinssenkungen der Europäischen Zentralbank (EZB) und der britischen Notenbank sowie die jüngsten Daten zur Arbeitslosigkeit in den USA berücksichtigen. Denn für Investoren gilt das Edelmetall Gold als Absicherung (Hedge) gegen die Inflation. Die zunehmende Ausweitung der Geldmenge und die grossen Rettungspakete dürften inflationstreibend sein. Zudem könnte die Staatsverschuldung über einige Jahre hinweg mit hoher einstelliger respektive niedriger zweistelliger Teuerung «weg-inflationiert» werden.

Mit Blick auf die Liquiditätszufuhr der Notenbanken erwarten Edelmetallanalysten für das laufende Jahr Durchschnittspreise von 1000 \$, da Gold weiterhin als Inflationsschutz nachgefragt werden wird. Hinzu kommt noch die traditionelle Rolle der Krisenwährung Gold als sicherer Hafen. Es gibt indes auch Analysten, die auf die steigenden Verkäufe von Goldbesitzern hinweisen. So veräussern Private mit finanziellen Problemen ihren Goldschmuck, und für institutionelle Investoren ist der Verkauf von liquiden Goldkontrakten ein praktikabler Weg, Liquiditätsengpässe auszugleichen. Gemäss BNP Paribas gilt der Goldpreisanstieg am Freitagmorgen auf mehr als 931.50 \$ als ein bullisches Signal. Charttechnisch betrachtet liegt eine Erholung bis in die Spanne

zwischen 957 und 963 \$ im Bereich des Möglichen. Dort liegen die nächsten Widerstände. Unterstützung finden sie zwischen 917 und 891 \$.

Platin hingegen notierte mehr als 1039 \$, und sollte es den nächsten Widerstand von 1110 \$ überwinden, ist der Raum frei für das Erreichen von 1192 bis 1260 \$. Unterstützungen liegen auf den Marken von 1039, 1003 und 982 \$. Eine grössere Abwärtskorrektur wäre unter-

Hohe Volatilität



Klare Korrektur



halb von 1000 \$ aber auch möglich. Palladium tendiert kurzfristig erneut fester. Allerdings müssen die Widerstände von 202 und 204 \$/Unze überschritten werden, um den Weg bis zu den nächsten Hürden von 219 und 233 \$ zu öffnen. Silber hatte Mitte Februar zunächst mit 14.61 \$ ein Höchst erreicht. Die anschließende Korrektur führte auf den gleitenden 50- und 200-Tage-Durchschnitt. Erst diese Woche kam es zu einer Trend-

wende: Die gegenwärtigen Preise nähern sich wieder der oberen Grenze eines Aufwärtskanals. Wird der Preis von 13.40 \$ nachhaltig überschritten, können in Etappen 14.14, 14.61 und 15.22 \$ erreicht werden. Wenn die Preise aber auf die gleitenden Durchschnitte von 12.30 \$ zurückfallen, droht ein weiterer Rückgang bis hin zu 11.60 \$.

BNP PARIBAS, Paris

Die wichtigsten Futures auf Rohstoffe und Edelmetalle

| Ware/Index | Börse | Kontrakt | Einheit | Schlusskurs 5.3. | Hoch 1Wo. | Tief 1Wo. | +/- % 1Wo. | +/- % 2009 |
|------------------------|-------|----------|--------------|------------------|-----------|-----------|------------|------------|
| CRB-Futures-Ind. (CCI) | Nybot | Apr. | Index | 348.5 | 354.5 | 342 | -1.83 | -4.98 |
| GS-Commodity-Index | CME | Mrz. | Index | 327.5 | 339.05 | 313 | -3.56 | -5.21 |
| Rohöl Brent | IPE | Apr. | \$/Fass | 43.9 | 46.54 | 41.6 | -5.61 | -3.71 |
| Gasöl | IPE | Mrz. | \$/Tonne | 363.75 | 403.25 | 355 | -9.12 | -13.08 |
| Rohöl WTI | Nymex | Apr. | \$/Fass | 43.61 | 45.76 | 39.44 | -3.56 | -2.22 |
| Heizöl | Nymex | Apr. | Cent/Gallone | 115.98 | 129.15 | 113.5 | -10.37 | -19.58 |
| Benzin bleifrei RBOB | Nymex | Apr. | Cent/Gallone | 131.27 | 138.95 | 127 | -5.53 | +23.61 |
| Erdgas | Nymex | Apr. | \$/mmbtu | 4.088 | 4.34 | 3.945 | +0.27 | -27.29 |
| Aluminium | LME | 3 Mte. | \$/Tonne | 1341 | k.A. | k.A. | -1.03 | -12.92 |
| Kupfer | LME | 3 Mte. | \$/Tonne | 3665 | k.A. | k.A. | +5.74 | +18.61 |
| Kupfer New York | Nymex | Mai | Cent/lb. | 165.35 | 173.7 | 147.7 | +4.72 | +17.27 |
| Blei | LME | 3 Mte. | \$/Tonne | 1167 | k.A. | k.A. | +11.14 | +16.82 |
| Nickel | LME | 3 Mte. | \$/Tonne | 9855 | k.A. | k.A. | -3.62 | -15.77 |
| Zinn | LME | 3 Mte. | \$/Tonne | 10850 | k.A. | k.A. | +0.46 | +1.40 |
| Zink | LME | 3 Mte. | \$/Tonne | 1216 | k.A. | k.A. | +6.20 | +0.08 |
| Gold | Nymex | Apr. | \$/Unze | 927.8 | 964 | 900.4 | -1.57 | +4.92 |
| Silber | Nymex | Mai | \$/Unze | 13.12 | 13.375 | 12.43 | +1.12 | +16.16 |
| Platin | Nymex | Apr. | \$/Unze | 1064.6 | 1100 | 1030.5 | +1.19 | +13.07 |
| Palladium | Nymex | Jun | \$/Unze | 200.3 | 202.85 | 190.6 | +1.09 | +6.15 |
| Kaffee C | Nybot | Mai | Cent/lb. | 108.7 | 113.15 | 105.5 | -3.93 | -2.99 |
| Kaffee Robusta | Liffe | Mai | \$/Tonne | 1511 | 1567 | 1488 | -3.88 | -12.15 |
| Zucker Nr. 11 | Nybot | Mai | Cent/lb. | 12.83 | 13.87 | 12.58 | -7.70 | +8.64 |
| Weisszucker Nr. 5 | Liffe | Mai | \$/Tonne | 381.5 | 401 | 375 | -4.53 | +19.97 |
| Kakao | Nybot | Mai | \$/Tonne | 2265 | 2423 | 2198 | -5.78 | -15.01 |
| Kakao Nr. 6 | Liffe | Mai | \$/Tonne | 1756 | 1814 | 1712 | -1.62 | -3.52 |
| Orangensaft | Nybot | Mai | Cent/lb. | 72.6 | 76.3 | 66.6 | +4.39 | +6.92 |
| Baumwolle | Nybot | Mai | Cent/lb. | 41.38 | 44.42 | 41.17 | -6.46 | -15.59 |
| Sojabohnen | CBOT | Mai | Cent/Bushel | 852 | 878.75 | 838.25 | -1.90 | -13.06 |
| Sojamehl | CBOT | Mai | \$/Short ton | 261.3 | 273 | 258.5 | -0.72 | -12.84 |
| Sojöl | CBOT | Mai | Cent/lb. | 30.71 | 31.93 | 30.1 | -3.82 | -8.60 |
| Mais | CBOT | Mai | Cent/Bushel | 358.5 | 369.5 | 344.5 | -3.24 | -11.92 |
| Weizen Chicago | CBOT | Mai | Cent/Bushel | 515 | 529 | 498.5 | -1.90 | -15.68 |

CBOT = Chicago Board of Trade; LME = London Metal Exchange; Nymex = New York Mercantile Exchange; Nybot = New York Board of Trade; IPE = International Petroleum Exchange; Liffe = London International Financial Futures and Options Exchange; CME = Chicago Mercantile Exchange, k.A. = keine Angaben
Quelle: LaSalle Brokerage AG, Zürich

Fortsetzung von Seite 45

Wie lässt sich die Chance nutzen?

tiziert worden war. Es kam zu Übertreibungen, in deren Folge Wandelanleihen mehr verloren als Aktien des gleichen Unternehmens. Das trifft beispielsweise für Actelion zu (vgl. Grafik auf Seite 45).

Aktiv verwaltete Portfolios mussten, bedingt durch den Verkaufsdruck, ebenfalls Verluste von mindestens 15% hinnehmen, was im Vergleich zur Aktienbörse und zu den Kreditmärkten einen moderaten Verlust darstellt.

Das vergleichsweise gute Abschneiden war vor allem möglich, indem nicht blind auf Modelle vertraut wurde, sondern auf gewissenhaft umgesetzte Prozesse in der Verwaltung von Wandelanleihen. Der Druck, Liquidität zu schaffen, zwang viele Verkäufer, die Papiere zu jedem Preis und ohne Rücksicht auf die Vorgaben der Modelle abzustossen. Das führte zu den extremen Fehlbewertungen.

Delta sinkt auf tiefes Niveau

Im Laufe des Jahres sank das durchschnittliche Delta (es liegt zwischen 0 und 1, wobei 1 einer hundertprozentigen Aktiensensitivität entspricht) von 0,53 auf 0,18. Diese Entwicklung am Markt spiegelt das Delta im Exane European Convertible Bond Index (vgl. Grafik auf Seite 45). Das bedeutet, dass sich der Wandelanleihenmarkt generell aus dem Geld (Out of the Money) befindet, und dass Wandelanleihen in der Verhaltensweise den Anleihen nahekommen.

Selten waren Wandelanleihen so anleihenähnlich. Sie lassen sich somit durchaus als Unternehmensanleihen mit Turbo bezeichnen. Die durch den Verkaufsdruck geprägte Entwicklung hat dazu geführt, dass Wandler mehr Rendite bieten als normale Anleihen und es teilweise immer noch tun. Das Delta ist gefallen. Die Wandelprämie – sie gibt an, um wie viel der Erwerb von Aktien durch die Ausübung des Wandelrechts teurer oder günstiger ist als der direkte Kauf der Aktien – ist rapide gestiegen, bedingt durch den Einbruch am Aktienmarkt. Die eingebaute Option gibt es heute in vielen Wandelanleihen gratis

dazu. Erholt sich der Markt, haben Wandelanleihen dank dieser Option auf Aktien Potenzial, denn die Wandelprämien wurden wegen des Verkaufsdrucks nicht in gewohntem Ausmass aufgebaut.

Ein bemerkenswerter Performancetreiber der Wandelanleihen sind derzeit die Risikoaufschläge (Implied Credit Spread). Sie sind im Lauf der vergangenen zwölf Monate markant gestiegen, das zeigt der Exane European Convertible Bond Index (vgl. Grafik auf Seite 45), und bieten in einer Stabilisierungsphase der Märkte ein hohes Potenzial.

Eine solche Situation gab es 2003. Dabei werden selbstredend und insbesondere auch Titel mit geringerer Anlagequalität profitieren, die nach angemessener Prüfung ins Portfolio aufgenommen werden. Eine Stabilisierung hätte direkten Einfluss auf die Risikoaufschläge, da sie erfahrungsgemäss schneller reagieren als eine Aktienerholung, besonders in einer derart ausgereizten Situation.

Tiefe Bonität, mehr Potenzial

Viele Anleger haben diese Abweichung bereits ab November letzten Jahres erkannt und sind bevorzugt in Wandelanleihen mit hoher Anlagequalität eingestiegen. Der Ausverkauf (Sell-off) traf naturgemäss Wandler mit tieferer Anlagequalität heftiger – 2008 stieg der Kreditderivatindex Itraxx Crossover von 330 auf 1030. Diese haben daher grösseres Aufholpotenzial. Notwendig sind neben sorgfältigen Kreditanalysen der Unternehmen breite Sektoren- und Regionendiversifikation.

Wichtig in Wandelanleihen mit niedriger Anlagequalität ist deren Liquidität. Dies ist eine besondere Herausforderung für Fondsmanager. Auf der einen Seite gilt es, die Liquidität sicherzustellen, und zwar durch das ganze Anlagespektrum der Kreditqualitäten. Nur so lässt sich gewährleisten, dass Investoren den richtigen Preis für ihre Anlage bezahlen respektive erhalten.

Natürlich sind Verzerrungen im illiquiden Bereich vorhanden. Deren Wahrnehmungen (Monetarisierung) ist allerdings

nur möglich, wenn die Papiere handelbar sind. Auf der anderen Seite gilt es, Chancen wahrzunehmen und opportunistisch zu handeln. Dies kann zum zweischneidigen Schwert werden, denn in unvorteilhaften Märkten und mit Rückgaben von Fondsanteilen sind illiquide Positionen schwer oder teilweise nicht verkäuflich. Die Bedeutung der Transparenz der Fondsmanager steht daher an erster Stelle.

Fonds: Welche Strategie?

Wandelanleihen litten unter überproportionalen Entwertungen und stellen daher aussergewöhnliche und risikoeffiziente Anlagemöglichkeiten dar. Wandler mit niedriger Anlagequalität partizipierten teilweise in ungerechtfertigtem Ausmass an der Baisse und weisen daher viel höhere Renditechancen auf. Dies gilt überlegenermassen nicht nur in der Adjustierung der Risikoaufschläge, sondern je nach Laufzeit auch im potenziellen Wert der enthaltenen Option. Wandelanleihen sind zwar keine Alleskönner, aber sie haben durch ihre Konstellation – den Bezug zu Unternehmensanleihen, Aktien und Volatilität (Kursschwankung) – in unsicheren Zeiten einen optimierten risikoadjustierten Einfluss auf das Portfolio.

Gegenwärtig sind, wie für Anleihen, gründliche Kreditanalysen und klare Strategien erforderlich, um Wandelanleihen an den richtigen Platz im Portfolio zu setzen, idealerweise zur Gesamtdiversifikation. Wollen Investoren sie nicht als eigene Anlageklasse einsetzen, was von verschiedenen Studien empfohlen wird, können sie Aktien oder Obligationen zugeordnet werden.

Da kommt die Verpflichtung des Fondsmanagers zum Tragen, seine Strategie klar zu erläutern. Wird diese Aufgabe wahrgenommen, kann die Wandelanleihe den vom Anleger erwarteten Mehrwert im Portfolio erwirtschaften.

Matthias Neubrand, IFP Fund Management, Zürich

LITERATUR

WUCHERZINS UND HÖLLENQUALEN



Jacques Le Goff

ÖKONOMIE UND RELIGION IM MITTELALTER

Nie hatte die Finanzbranche einen so schlechten Ruf wie heute. Könnte man zumindest denken. Doch verglichen mit dem, was die Wechsler und Geldverleiher im Mittelalter zu erdulden hatten, nehmen sich die aktuellen Vorwürfe gegen die Banker geradezu harmlos aus. Der renommierte Historiker Jacques Le Goff stellt in diesem Buch die Kämpfe vor, die damals zwischen kirchlicher Lehre und wirtschaftlichen Notwendigkeiten ausgefochten wurden. Er zitiert ausgiebig Schauergeschichten, mit denen man den Wucherern im wahrsten Sinne des Wortes die Hölle heiss machte, verliert aber dabei nie die Relevanz des Themas für die heutige Zeit aus den Augen.

getAbstract empfiehlt das Buch allen, die sich für die Urzeit unseres Finanzsystems interessieren.

Klett-Cotta Verlag

Diese Ausgabe: Zweite, völlig überarbeitete Auflage, 2008

Erstausgabe: 1986, ISBN: 9783608944686, 205 Seiten, 33.90 Fr

Eine fünfseitige Zusammenfassung dieses Buches sowie mehr als 4500 weiterer Titel finden Sie bei getAbstract: www.getAbstract.ch



Bestellen Sie über:

Verlag Finanz und Wirtschaft AG, Versandhandel, Postfach, 8021 Zürich, Tel. 044 298 35 35, Fax 044 298 35 00 versand@fuw.ch, www.fuw.ch



Anzeige