

Derivate

Risikoprämie für Rohöl 36

Politische Trends beunruhigen Händler

Gemischte Gefühle 36

BTP- und Bund-Futures steigen

Anleger fragen Calls nach 37

Schwankungsbreite nimmt weiter ab



Günstiger Einstiegszeitpunkt

Die Kombination aus Risikoaufschlag und Aktienkursentwicklung macht Wandelanleihen attraktiv – Guter Ausblick für 2012

MARKUS BOSSARD

Das Thema Wandelanleihen hat dieses Jahr erneut Fragen aufgeworfen. Long-only-Fonds wiesen entsprechend der Marktentwicklung überwiegend negative Renditen auf. Damit konnten die nimmermüden Kritiker ihre Vorwürfe vortragen.

Des Weiteren werden Wandelanleihenmanager häufig mit der Frage konfrontiert, wann wohl der richtige Einstiegszeitpunkt Wandelanleihen sei. Darauf kommt anstatt einer differenzierten Darstellung oft eine entsprechend subjektive Antwort, wie «immer» oder «jetzt». Mit dem Diversifikationseffekt begründet, wäre diese unserer Meinung nach generell lieber «immer», denn Wandelanleihen ermöglichen gerade wegen ihrer je nach Strategie individuellen Dynamik diesen Wunsch. Zudem weisen sie gerade in schwierigen Zeiten gegenüber anderen Anlageklassen eine überdurchschnittliche Performance auf. In der langen Frist schaffen sie dank ihres hybriden Charakters Mehrwert (vgl. Grafik). Nichtsdestotrotz ist es die Dynamik des Wandlers die, wenn auch zu Unrecht, oft Fragen aufwirft.

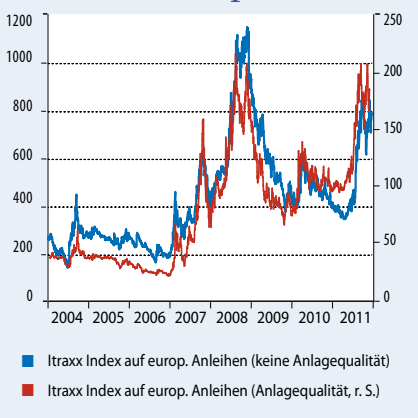
Mauerblümchen

Neben der höheren Rendite im Vergleich zu Aktien und Obligationen, gilt es auch die Volatilität und damit das Risiko zu berücksichtigen. Offensichtlich weisen Obligationen ein tieferes Risiko als Aktien auf. Allerdings erschwert das aktuelle Marktumfeld die Renditeerwartungen für reine Obligationen auf die nächsten Jahre zu antizipieren. Deshalb sollten Wandelanleihen insbesondere aus Diversifikationsgründen berücksichtigt werden.

Mehr Beachtung geschenkt wird derzeit auch der Risikoreduktion im Portfolio. Obwohl dies grundsätzlich immer der Fall sein sollte, wird sie in guten Marktphasen meist stark vernachlässigt – was mitunter ein Grund dafür ist, dass Wandelanleihen eher ein Mauerblümchendasein fristen.

Wandelanleihen können sich im Rahmen einer Long-only-Strategie den Marktschwankungen nicht entziehen, optimieren sie aber. Ebenso sind sie in einer defensiven Strategie eine wertvolle Alternative zu Obligationen – insbesondere weil das Zinsniveau zurzeit sehr tief ist.

Hohe Credit Spreads



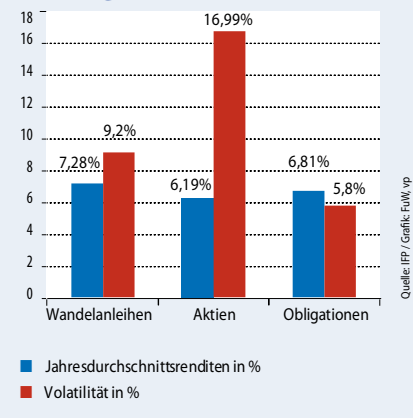
Zurück zur Frage des besten Einstiegszeitpunktes: Im Moment wäre unsere Antwort eindeutig und wohlgemeint «jetzt». Die Märkte sind nicht so verzerrt wie noch 2008, als den Wandelanleihen ihre Liquidität bewertungstechnisch zum Verhängnis wurde. Im Gegensatz zu anderen Wertschriften waren sie noch handelbar – nicht zu vergessen, dass nur handelbare Papiere auch Kapital schützen können. Deshalb litten sie unter starkem Verkaufsdruck, was zu offensichtlich falschen Bewertungen führte.

Ein Extrembeispiel war Parpublica, wo der Wandler mit Laufzeit bis 2012 einen Risikoaufschlag von 227 Basispunkten (Bp) aufwies. Die vergleichbare Anleihe, mit Laufzeit bis 2014, wies lediglich einen Risikoaufschlag von 60 Bp auf. Markanter war der Unterschied in Asien. Hynix 2012 wurde bspw. mit einem Risikoaufschlag von 8700 Bp gehandelt, während er für die Obligation laufend bis 2017 nur 2900 Bp betrug. Die Situation ist aktuell nicht so angespannt wie damals. Auch Hedge Funds, die sich damals zwangsläufig von Wandelanleihen verabschiedet haben, kehren in dieses Segment zurück.

Durch Krise abgewertet

Das Wandelanleihenuniversum bietet gerade jetzt interessante Möglichkeiten. Seit der Krise 2008 hat es lange nicht mehr so fundierte Argumente gegeben. Unternehmensanleihen wurden durch die Krise in Europa teilweise kräftig abgewertet, ein Zustand, der der wirtschaftlichen Realität nicht gerecht wird. Vielmehr ist die Aus-

Geringe Volatilität



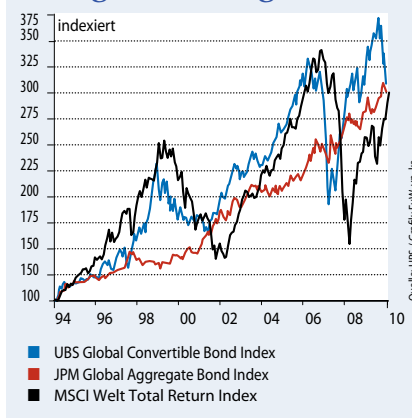
weitung der Risikoaufschläge oft durch Angst und Unsicherheit entstanden (vgl. Grafik). Entsprechend ergeben sich attraktive Investitionsmöglichkeiten.

Investoren, die das Vertrauen in Unternehmen noch nicht verloren haben, sollten diese Entwicklung der Risikoaufschläge nun nutzen. Je nach Risikobereitschaft kann das Spektrum von Qualitätspapieren, sprich Investitionsqualität, bis in den spekulativen Bereich reichen. In beiden Segmenten kann eine ansprechende Rendite erwartet werden. Was bringt uns aber zur Aussage, dass Wandelanleihen derzeit reinen Obligationen gegenüber zu bevorzugen sind?

Wandler sind nicht wie 2008 offensichtlich falsch bewertet. Dennoch gibt es Wandler, welche wegen ihrer Aktienoption deutlich attraktiver sind als reine Unternehmensanleihen. Ebenso sind die Renditen attraktiver, was eine Investition in Wandelanleihen zusätzlich befürwortet. 2008 konnte beobachtet werden, was für eine Auswirkung diese Kombination hatte: deutlich bessere Renditen als reine Anleihen (vgl. Grafik 2).

Risikoreichere Wandler sind bspw. Agile 2014 mit einer Rendite von 15%. Die Anleihe des Unternehmens, die bis 2015 läuft, weist lediglich eine Rendite von 13% auf. Das gleiche Bild zeigt sich bei Hidili 2013 mit einer Rendite von 23%, wo die reine Anleihe mit Rückzahlung 2015 nur 17% rentiert. Auch im AAA-Bereich sind Verwerfungen erkennbar. Mit dem Wandler KfW/Deutsche Telekom kann rund 70 Bp mehr Rendite erzielt werden als mit der entsprechenden Obligation. Dabei ist

Anlagen im Vergleich



der Wert der Option im Wandler nicht berücksichtigt, der zusätzlich einen Wert von rund 20 Bp aufweist.

Zuversicht

Barclays Capital zeigt in einem Bericht den erfreulichen Ausblick für Wandelanleihen im 2012 auf. Gemäss ihrer Prognose rentieren Wandler aus der Emea-Region 8% und 5,3% in Asien. Dabei gehen sie vom asymmetrischen Profil der Wandler aus, welches einen Performancebeitrag liefern sollte. Berechnet wird, dass im Falle eines Aktienkurseinbruchs von 25% die Wandler lediglich 2,7% einbüßen. Bei einem Anstieg von 25% würden sie hingegen mit 10% partizipieren. Schlüsselgrößen sind dabei die Konvexität der Wandler, ihr asymmetrisches Kursverhalten zu den Aktien- und Obligationenmärkten sowie ihre attraktive Bewertung.

Wir erachten das von Barclays Capital beschriebene Szenario als erfreulich, allerdings etwas optimistisch. Trotzdem werden Wandelanleihen im kommenden Jahr ihre Qualitäten umsetzen können. Es stellt sich nur die Frage nach der passenden Strategie. Wie erwähnt bieten verschiedene Fonds unterschiedlich riskante Ansätze an. Die Kombination aus Risikoaufschlag und Aktienkursentwicklung wird eine risikoadjustierte Rendite bringen, die zurzeit kaum ein anderes Produkt mit dieser Risikotransparenz erzielt.

Markus Bossard ist Mitgründer und Leiter des Portfoliomanagements von IPF Fund Management

Der Struki-Marktplatz

Derivative.com nimmt Tätigkeit auf

Der Schweizer Derivatbranche mangelte es noch nie an Dynamik. Im Trend liegen derzeit individuell angefertigte strukturierte Produkte (Zertifikate). Bereits sieben Emittenten bieten Plattformen an, die das Massschneidern von Zertifikaten ermöglichen – schon ab einem Mindestinvestment von 10000 Fr. Der Nachteil ist jedoch: Will der professionelle Investor eine Offerte bei mehreren Banken einholen, muss er das über die jeweiligen Plattformen machen – das ist umständlich.

Ahlfriede bietet die Metaplattform: Sie vereint mehrere Emittentenplattformen, es wird ein grosser Struki-Marktplatz geschaffen. Dadurch kann der Investor über lediglich einen Zugang Offerten von mehreren Instituten einholen und dann sein Wunschzertifikat erwerben. Das klingt ansprechend: Der Derivatmarkt gewinnt dadurch an Transparenz, und die Konditionen von Zertifikaten sind besser vergleichbar. Anzumerken ist jedoch: Die Vergleichbarkeit von strukturierten Produkten muss relativiert werden, denn die Konditionen – bspw. Coupons – hängen von der Bonität des Emittenten ab.

Mit oder ohne Börse

Bereits Anfang November präsentierte Structuring Lab ihre Metaplattform (vgl. FuW Nr. 88 vom 5. November). Sie wird voraussichtlich im Januar oder Februar 2012 den Betrieb aufnehmen. In einem ersten Schritt sollen Offerten von Tracker-Zertifikaten und Barrier Reverse Convertibles eingeholt werden können.

Das Tool von Structuring Lab wird jedoch keine Sekundärmarkt-Dienstleistungen anbieten: Bevor ein über diese Plattform angebotenes Zertifikat erworben werden kann, muss es an der Zürcher Scoach oder Stuttgarter Euwax kotiert sein. Structuring Lab hält sich bedeckt, welche Emittenten Zertifikate über das Metatool vertreiben werden.

Buhlen um Anlegergunst

Jüngst nahm die Metaplattform Derivative.com den Betrieb auf, das teilte der Initiator Derivative Partners DP am Montag mit. FuW ist Medienpartner von Derivative.com. Es seien bereits erste Transaktionen abgewickelt worden. Investoren können über das Metatool (Barrier) Reverse Convertibles auf rund 100 Basiswerte erwerben. Der Marktplatz vereint Zürcher Kantonalbank, Sarasin, EFG FP, Société Générale und Morgan Stanley. Die Metaplattform ermöglicht den ausserbörslichen Kauf von Zertifikaten – eine Kotierung ist nicht nötig.

Somit buhlen bald zwei Metatools um die Gunst der Anleger. Der Erfolg der beiden Plattformen wird davon abhängen, wie viele Investoren dafür gewonnen werden können. Die Chancen stehen gut, denn die bisherigen Plattformen sind beliebt. Es ist aber zu bezweifeln, dass es hierzulande Raum für mehr als einen Struki-Marktplatz hat. **AST**

Monitor

Die Macht der neuen Medien (2/7)

Botellóns sind gemäss der **Online-Enzyklopädie Wikipedia** Zusammenkünfte vor allem Jugendlicher und junger Erwachsener zum gemeinsamen Alkoholkonsum auf öffentlichen Plätzen. Während dieser Brauch in Spanien bereits seit mehr als zehn Jahren praktiziert wird, erreichte die Idee erst 2008 die Schweiz – unter anderem durch **neue Internet-Plattformen wie Facebook**. Auch wenn sich die Bewegung hierzulande nicht durchsetzen konnte, zeigt sie eindrücklich das **Mobilisierungspotenzial der sozialen Netzwerke**. Künftig dürften auch Unternehmen diese Informationskanäle vermehrt nutzen, um aus solchen spontanen Anlässen einen **kommerziellen Nutzen zu schlagen**.



Strukis stagnieren

