

# Derivate

Getreide spriesst in die Höhe 36

Rohwaren profitieren von Konjunkturdaten

Die Nervosität steigt 37

Warrants auf Nestlé und ABB gefragt

Zentrale Gegenpartei für CDS 37

Tiefere Futures- und Optionsvolumen an der Eurex

Emittenten  
Vontobel

36

## Was treibt die Wandler?

Risiko und Indexbestandteile bestimmen die Performance – Manager schlagen Benchmark nicht

ELISABETH TESTER

Auch Wandelanleihen haben ein äusserst turbulentes Jahr hinter sich: Der gleichzeitige Absturz der Aktien- und der Kreditmärkte neutralisierte die Diversifikationseffekte der hybriden Charakteristiken von Wandlern. Die Anlageklasse litt im Einklang mit allen anderen – erstklassige Staatsanleihen ausgenommen. Seit Anfang Jahr haben sich viele Wandelanleihen gut erholt, die Unterschiede in der Wertentwicklung sind jedoch gross. Die Gründe dieser Performancedivergenz beleuchtet eine Studie der Vermögensverwaltungs-boutique Aganola, die sich auf Wandelanleihen konzentriert.

### Entwicklung divergiert

Der Gläubiger kann eine Wandelanleihe während der ganzen Laufzeit in Aktien des entsprechenden Unternehmens tauschen und somit von einer allfälligen Advance des Titels profitieren. Behält er die Anleihe bis Verfall, wird der Nominalwert erstattet. Allgemein partizipieren Wandler an einer Aufwärtsbewegung der Aktien zu rund zwei Dritteln, an einem Kursrückgang nur zu einem Drittel (vgl. FuW Nr. 8 vom 31. Januar).

Fallende Aktienkurse in Kombination mit steigenden Risikoaufschlägen und massives Deleveraging grosser Investoren – unter anderem mussten Hedge Funds in grossem Stil Wandlerpositionen liquidieren, um ihre Verbindlichkeiten zu bedienen – machten diese Regel im vergangenen Jahr obsolet. Die Wandelanleihen verzeichneten im Herbst 2008 teilweise ähnlich grosse Einbussen wie Aktien.

Im ersten Teil der Studie von Aganola werden fünf verschiedene Wandlerindizes (alle in Dollar) in Bezug auf Risiko und Rendite verglichen. Für die Periode von Anfang Januar bis Ende Mai 2009 führen der UBS Global Convertible Index (UBS Global CV) und der Jefferies Active Convertible Index Global (Jaci Global) die Tabelle mit einer Performance von 17,25 respektive 16,69% an. Der Merrill Lynch Global Convertible Index (ML Global CV TR EUR hedged) lieferte eine Rendite von 15,64%. Der UBS Global Focus Convertible Index (UBS Global CV Focus) erreicht in derselben Periode 7,08% und der UBS Global CV Focus Investment Grade (UBS Global CV Focus IG) nur 1,57%.

Der UBS Global CV und der Jaci Global weisen auch über fünf Jahre die höchste Performance auf. Es fällt auf, dass die Entwicklung der Indizes in einzelnen Zeitabschnitten deutlich divergiert, langfristig konvergieren die Indizes jedoch immer wieder (vgl. Grafik unten links).

### Risiko rentiert

Höhere Renditen werden – wie überall – mit einem höheren Risiko erkaufte (vgl. Grafik unten Mitte). Der defensive Wandlerindex UBS Global CV Focus IG, der nur

Papiere von Anlagequalität umfasst, weist ein deutlich tieferes Risiko auf als der breitere UBS Global CV oder der Jaci Global, die beide zusätzlich in hochverzinsliche Wandler (High Yield) investiert sind. Die spekulativen Papiere sind der wichtigste Performancetreiber seit Jahresbeginn.

Die Gewichtung von Regionen und Ratings trug auch zu der unterschiedlichen Wertentwicklung bei. Die Analyse der einzelnen Faktoren der Performance zeigt zudem, dass die tiefsten Ratings und die höchsten Renditen seit Jahresbeginn den grössten Kursgewinn verzeichneten. Die Sektorgewichtung hingegen spielt keine bedeutende Rolle, da sie in allen untersuchten Indizes recht ähnlich ist.

Als weiterer Grund für die unterschiedliche Performance werden Convertible Preferred Shares (vor allem von Banken) angeführt. Convertible Preferred Shares enthalten ein Recht auf Wandlung in normale Aktien, das unterschiedlich ausgestaltet sein kann. Der Emittent kann sie dem Eigenkapital anrechnen. Während des Beinah-Kollapses des Finanzsystems und der notwendigen Rettung vieler Finanzinstitute und anderer Unternehmen durch den Staat rutschten sie teilweise – oft eindeutig politisch motiviert – in eine tiefere Liquidationsklasse. Drastische Verluste waren die Folge.

Seit Mitte Februar 2009 befinden sich Bank Convertible Preferred Shares nicht mehr im Investment-Grade-Index. Der UBS Global CV Focus IG musste bis zu diesem Zeitpunkt ihren Kurssturz tragen, konnte aber nicht mehr von der folgenden rasanten Erholung profitieren.

### Die Qual der Wahl

Der zweite Teil der Studie vergleicht den Aganola Global Convertible Focus in Dollar mit zwanzig anderen Wandlerfonds: Die Wertentwicklung, die Überrendite (Alpha) gegenüber dem Referenzindex (Benchmark) und das eingegangene Risiko werden betrachtet.

Gemäss Bernadette Behrens, Wandler-spezialistin von Man Investments, wurden Fonds von Konkurrenten aus dem ganzen Feld mit guten und auch weniger guten Leistungen (Track Records) repräsentativ ausgewählt und verschiedene europäische und amerikanische Anbieter berücksichtigt.

Markus Bossard, Portfoliomanager IFP Fund Management, wundert sich hingegen über die Auswahl der Fonds. Er erwähnt erfolgreiche Produkte wie IFP Fund CHF (Lipper-Award Bester Globaler Fund 3 Jahre Schweiz 2009) und dessen Schwesterprodukt in Euro sowie RWC Partners in Euro respektive dessen Manager Miles Geldard, die keine Aufnahme in die Studie fanden. Die Fondsauswahl – das Aganola-Produkt weist übrigens die beste Performance auf – wird auch von anderen Marktteilnehmern kritisiert.

Aganola lancierte den Global Convertible Focus erst Ende August 2008, deshalb wurde für die davorliegende Periode der

entsprechende Track Record des Managements übernommen. Behrens erläutert, dieser Ansatz sei grundsätzlich vertretbar, sofern die frühere Strategie die gleiche war, wie sie nun von Aganola weitergeführt wird. Dem stimmt auch Bossard zu und betont die diesbezüglich notwendige Transparenz gegenüber potenziellen Investoren.

Wie für Indizes variiert auch die absolute Performance der einzelnen Fonds deutlich. Die Studie geht jedoch nicht detailliert auf die Unterschiede ein. Behrens erhebt die Bedeutung der Titelselektion und der Währungskomponente. Sind Währungsrisiken im Fonds nicht abgesichert, können sie die Wertentwicklung entscheidend beeinflussen.

Bossard sieht neben der geografischen und der Ratingallokation die Risikobereitschaft der Manager als hauptverantwortlich für die Wertentwicklung von Wandlern. Die Risikobereitschaft spiegelt sich jedoch weniger in den Indizes als im Performancevergleich von aktiven Managern. Preferred Shares hingegen sollten gemäss Bossard in einem klassischen Wandlerportfolio nur eine marginale Rolle spielen.

### Wenig Alpha

Die Studie untersucht nicht nur die absolute Performance der verschiedenen Fonds: Auch die relative Performance – das heisst die Fondsentwicklung im Verhältnis zu einem entsprechenden Referenzindex – wird analysiert. Die Vergleichsgruppe umfasst nur benchmarkorientierte Produkte, für die ein Alpha-Vergleich mit dem eingegangenen Risiko sinnvoll ist, wobei die genaue Definition des Alphas nicht geliefert wird. Die Aktienquote aller Fonds ist kleiner als 10%, und die Daten sind seit mindestens drei Jahren verfügbar.

Auffallend ist, dass nur gerade zwei der berücksichtigten Fonds im Dreijahresvergleich ein positives Alpha (Outperformance gegenüber der Benchmark) generiert haben (vgl. Grafik unten rechts). Im ersten Halbjahr 2009 konnte sogar kein einziger der untersuchten Fonds eine Überrendite erzielen. In einigen Produkten ist das wohl auf die defensive Titelselektion und die verzögerte Anpassung an die sich ändernde Indexstruktur zurückzuführen.

Die Autoren weisen jedoch darauf hin, dass die langfristig erfolgreicherer Manager auch für diesen Zeitraum eine kleinere negative reale Rendite aufweisen als die Konkurrenten. Stefan Hiestand, CEO von Aganola, empfiehlt benchmarkorientierten Anlegern, sich nicht von absoluter Performance täuschen zu lassen, sondern den Blick vielmehr darauf auszurichten, ob ein Fonds, beziehungsweise ein Manager, in der Lage ist, Alpha zu generieren. Auch wenn in der Studie das Aganola-Produkt sehr gut wegkommt – dieser Empfehlung kann jederzeit mit gutem Gewissen zugestimmt werden.

## DTCC erhöht Transparenz

Kreditderivatmarkt ist schon lange kein Buch mit sieben Siegeln mehr

Kreditderivate, unter anderem Credit Default Swaps (CDS), werden ausserbörslich (Over the Counter, OTC) gehandelt. Wer nun aber glaubt, in Sachen Transparenz sei es dort schlecht bestellt, irrt. Das ist in erster Linie ein Verdienst der Depository Trust & Clearing Corporation (DTCC). Der US-Abwickler hatte bereits 2003 – damals begann das CDS-Marktvolumen exponentiell zu wachsen – gemeinsam mit der Industrie Lösungen gesucht, um die mehrheitlich manuell abgewickelten Kontrakte zentral zu erfassen und zu verarbeiten. Das Ergebnis war ein Dienst namens Deriv/Serv. Dank ihm konnte der Anteil des elektronischen CDS-Handels von 15 auf gegenwärtig 95% erhöht werden.

Ende 2008 ging DTCC einen Schritt weiter und begann wöchentlich aktualisierte Daten zum CDS-Markt zu veröffentlichen (vgl. FuW Nr. 89 vom 8. November 2008). Ins sogenannte Trade Information Warehouse speisen mittlerweile 1400 Händler, Vermögensverwalter und andere Marktteilnehmer Angaben zu ihren CDS-Transaktionen ein. Sie beziehen sich auf standardisierte Produkte, etwa Single Name CDS. Diese schützen Sicherungnehmer vor dem Ausfall einer bestimmten Gegenpartei. Insgesamt erfasst DTCC derzeit CDS mit einem ausstehenden nominalen Nettovolumen von rund 26,5 Bio. \$.

### Alles für den Regulator

Das New Yorker Fed und andere Regulatoren haben nun aber auch die zentrale Verwaltung von Details zu nicht standardisierten CDS gefordert. Bis Mitte Juli müsste das geschehen, verlangten die Aufsichtsbehörden.

DTCC hat Anfang Woche erstmals detailliert über massgeschneiderte CDS in-

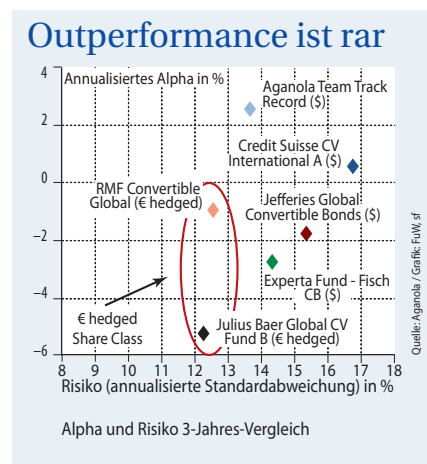
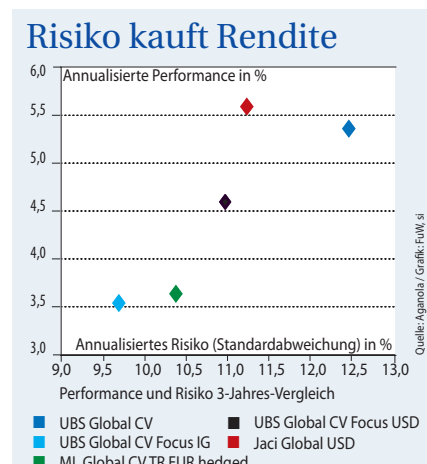
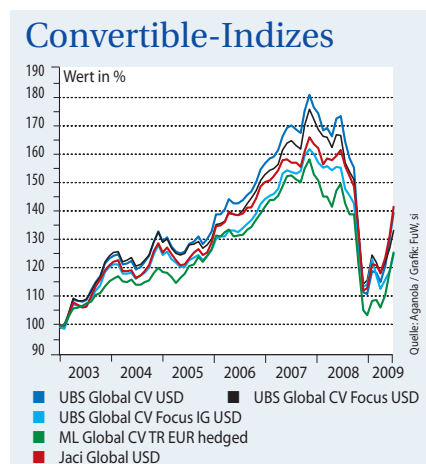
formiert, die nicht elektronisch verarbeitet werden. Dabei handelt es sich vielfach um Ausfallversicherungen für einzelne Tranchen von Collateralized Debt Obligations (CDO). CDO sind eine Form von Kreditverbriefung.

Dem US-Clearinghaus wurden Dokumentationen zu insgesamt beinahe 217 000 CDS geliefert, die ein ausstehendes nominales Nettovolumen von 5,7 Bio. \$ aufweisen und in dreissig Währungen denominated sind. Wie gross das damit verbundene Kreditrisiko ist, teilt DTCC nicht mit, in der Regel ist es kleiner als 1% des Nettowerts. DTCC versicherte gleichzeitig, die Angaben periodisch zu aktualisieren, jedoch nicht wöchentlich wie im Fall der standardisierten CDS.

### ICE hat die Nase vorn

Auch in der alten Welt unternimmt die Branche alles, den Wünschen der Regulatoren zu entsprechen. EU-Kommissar Charlie McCreevy forderte per Ende Juli einen Clearingdienst für Europa, der das Gegenparteiisiko im CDS-Handel minimiert. Seit vergangener Woche offerieren nun sogar bereits zwei Anbieter, Eurex und Intercontinental Exchange (ICE), einen entsprechenden Service.

Der grössere Erfolg ist ICE beschieden. ICE Clear Europe hat in der ersten Woche bereits CDS im Umfang von 8,4 Mrd. \$ abgewickelt. ICE gelang es bis anhin, mehr Händler als Kunden zu gewinnen als die zur Deutschen Börse und zur SIX Swiss Exchange gehörende Eurex (vgl. Seite 37). Eurex Credit Clear hat am ersten Handelstag Transaktionen auf den CDS-Indizes Itraxx Europe für rund 35 Mio. \$ zwischen den Banken Unicredit und Nomura verarbeitet. **MP**



### Schweizer Kult-Objekte (3/7)

Die Frage aus der Anzeige kennt auch jedes mittlerweile «erwachsene» Kind. **Ovomaltine** hat **1904 von Bern aus** ihre Reise um den Globus gestartet und wird heute in mehr als hundert Ländern verkauft. Das Unternehmen Wander gehört seit 2003 dem britischen Nahrungsmittelkonzern ABF, produziert aber nach wie vor hauptsächlich in der Schweiz.