

Lieber Anleger

Verwandtschaftsverhältnisse von Kapitalschutzprodukten, Wandlern und Syntheten.

Kapitalschutzzertifikate sind sinnvolle Anlageinstrumente – Leserinnen und Leser dieser Spalten wissen, dass ich immer wieder gerne auf sie hinweise. Ihre Cousins sind traditionelle Wandelobligationen (vgl. Text nebenan), die auch als Convertibles bezeichnet werden. Noch näher verwandt und damit Geschwister der Kapitalschutzprodukte sind strukturierte Wandelobligationen, sie heissen auch Umtauschanleihen oder Exchangeables oder synthetische Wandler.

Aber der Reihe nach. Unternehmen emittieren traditionelle Wandelanleihen, um Kapital aufzunehmen. Die Investoren begnügen sich mit einem geringeren Coupon als bei normalen Obligationen, weil sie das Recht erhalten, die Wandler in Aktien des Unternehmens zu tauschen und damit vom Gläubiger zum Miteigentümer zu mutieren. Damit hat der Anleger den Fünfer und das Weggli: Steigt der Aktienkurs, übt er sein Wandelrecht aus und erhält Aktien. Fällt der Kurs jedoch, behält er die Wandelanleihen und bekommt den Coupon sowie den Nominalwert zurück.

Umtauschanleihen hingegen werden – wie Kapitalschutzzertifikate – von Banken emittiert. Der Anleger ist Gläubiger der Bank und muss ihre Bonität beachten. Diese synthetischen Wandler beziehen sich aber nicht auf Aktien der Bank, sondern auf solche eines anderen Unternehmens. Die «fremden» Aktien werden später von der Bank geliefert, falls Anleger wandeln wollen. Kreiert werden Exchangeables oft auf Nachfrage, etwa wenn keine entsprechenden traditionellen Wandelanleihen vorhanden sind oder wenn sie am Markt zu teuer sind.

Der Dritte im Bunde, das Kapitalschutzzertifikat, bezieht sich in der Re-

gel auf einen Aktienindex oder allenfalls auf einen Aktienkorb. Gewandelt wird nicht und geliefert auch nicht. Aber wie bei traditionellen und synthetischen Wandlern ist das Kursrisiko nach unten begrenzt und die Gewinnchance offen.

Im Kapitalschutzprodukt ist ebenfalls eine Obligation verpackt, und zwar eine Nullcouponanleihe (Zero Bond). Dieser Baustein gewährleistet den Kapitalschutz. Wegen des tiefen Zinsniveaus ist der Zero Bond teuer, deshalb bleibt vom Kapitaleinsatz nur wenig übrig für den zweiten Baustein, die Call-Optionen auf den Aktienindex. Dadurch ist die Partizipation an den Aktien gering. Abhilfe schafft ein Kapitalschutz von lediglich 95 oder 90% des Kapitaleinsatzes, wodurch mehr Geld bleibt für Calls.

Wandler sind ebenfalls aus einer Anleihe und einer Call-Option zusammengesetzt und verhalten sich asymmetrisch respektive konvex. Mit tiefen Aktienkursen hat der Wandler Anleihencharakter, mit hohen Kursen Aktiencharakter. Das gilt gleichermassen für Kapitalschutzzertifikate. Steigt der Aktienindex markant und liegt damit das Kapitalschutzniveau weit unten, hat das Zertifikat Aktiencharakter, zumindest in einem gewissen Bereich. Die eingebaute Call-Option reagiert, wenn sich die erwartete (implizite) Volatilität ändert. Das gilt für alle drei Instrumente.

Wer also Aktien kaufen will und auf Sicherheit bedacht ist, hat die Wahl. Wie im realen Leben ist es essenziell, die Verwandtschaftsverhältnisse der verschiedenen Protagonisten genau zu kennen.

Ihr Derivat

Wandelanleihen entmystifizieren

Die Untergrenze ist nicht verbindlich und die Gewinnchance wird manchmal teuer erkauft.

ALEXANDER MUELLER

Bei Aussagen und Kommentaren, die über Wandelanleihen kursieren, fällt auf: Einerseits wird vielfach und ohne Einbindung des Kontexts mit Allgemeinplätzen und Pauschalisierungen argumentiert. Andererseits werden die bekannten positiven Eigenschaften – insbesondere der Schutz gegen grosse Kursverluste – gebetsmühenhaft hervorgehoben. Das verleiht Wandelanleihen den Anschein eines allzeit beglückenden Allwetterinstruments. Wenig anderes ist zu erwarten, kaum ein Anlagespezialist schiesst sich mit kritischen Aussagen zur Anlageklasse seiner Wahl ins eigene Bein. Doch enttäuschte Erwartungen von Investoren können für ganze Anlageklassen massiven langfristigen Kollateralschaden anrichten.

Diese Ausgangslage dient zum Anlass, zwei der wichtigsten regelmässig auftauchenden Eigenschaften von ihrem fehlkommunizierten heilbringenden Charakter zu entmystifizieren: den Bond Floor (Obligationenwert) und die implizite Volatilität der Call-Option. Es gilt zu hinterfragen, was sie tatsächlich liefern können und wo ihre Grenzen liegen.

Bond Floor ist keine Garantie

Den Leser von Kommentaren beschleicht vielfach das Gefühl, dass der Bond Floor – die Preisuntergrenze, auf die eine Anleihe aus momentaner Sicht fallen kann – eine gegebene, einbetonierte Linie ist. Viel zu oft wird suggeriert, dass ein Wandelanleihenportfolio mit hohem Bond Floor verlässlich vor übermässigen Kursverlusten schützt. Häufig müssen Wandelanleihenmanager den Bond Floor als Zahl ausweisen, um ihren Anlegern konkret mitzuteilen, wo sich in unserer sicherheitsfixierten Welt der Stop Loss des Portfolios befindet. Doch der Bond Floor ist ein rein theoretisches, auf zeitbeschränkten Annahmen basierendes Konzept und hat keineswegs verbindlichen Charakter mit Garantiansprüchen. Er leitet sich aus der Kreditqualität des Emittenten (Credit Spread des Wandlers gegenüber Staatsanleihen), der Laufzeit und dem Zins ab.

Laufzeit und Zins sind fixe Grössen, die Kreditqualität hingegen ist beweglich. Sie kann sich ändern, manchmal erschreckend abrupt, wenn Papiere mit Anlagequalität (Investment Grade) unvorhergesehen auf Junk (Speculative) heruntergestuft werden. Dann liegt ein ursprünglich statisch veranschlagter Bond Floor plötzlich nicht mehr bei 90% des Nominalwerts, sondern bei 75% oder tiefer.

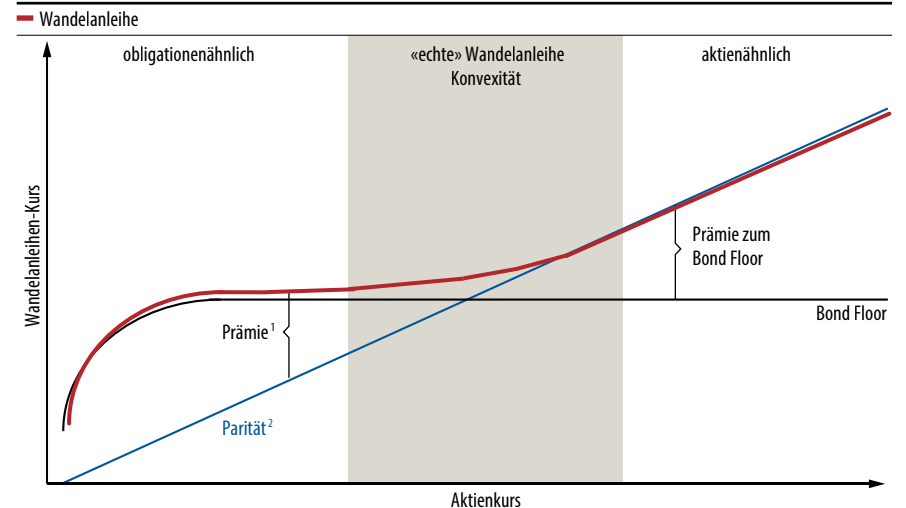
Von Anlagequalität zu Junk

Der Generikahersteller Teva Pharmaceuticals hat Anfang August anschaulich gezeigt, wie wenig sich der Anleger auf den Bond Floor verlassen kann. Eine fünfjährige Kreditausfallversicherung (Credit Default Swap, CDS) des Schuldners kostete über lange Zeit eine Prämie von 90 Basispunkten (0,9%), was die geringe Ausfallwahrscheinlichkeit und das offizielle Rating von BBB spiegelte. Als Teva Ende Juli verkündete, verstärktem Preisdruck ausgesetzt zu sein, höhere Abschreibungen vornehmen zu müssen, und sich zusätzlich mit der Situation von Schuldenüberhäufung konfrontiert sah, brach ein «perfekter Sturm» aus, der den Aktienkurs halbierte und die Kreditausfallversicherung auf 215 Basispunkte explodieren liess.

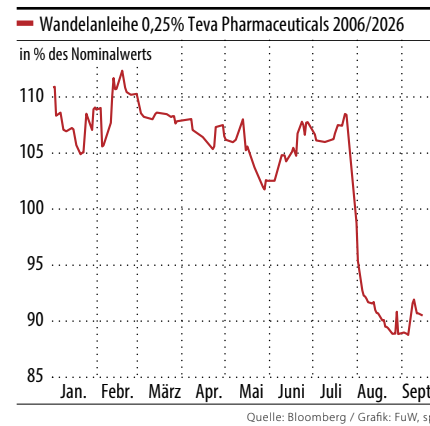
Das zeigt sich am Kurs der Wandelanleihe 0,25% Teva Pharmaceuticals 2006/2016 (vgl. Grafik). Wo der Bond Floor jetzt zu veranschlagen ist, hat sich zu einer rein akademischen Frage gewandelt. Es ist nicht einmal klar, ob das Unternehmen in seiner heutigen Form überlebensfähig ist.

Aber selbst wenn sich an der «objektiven» Qualität eines Emittenten nichts ändert, können in Krisenphasen durch grosse institutionelle Anleger erheblicher Preisdruck und erhöhte Volatilität entstehen, wenn sie sich entschliessen, ihr Wandelanleihenportfolio rasch zu veräussern. Kurzfristig ist es also völlig unerheblich,

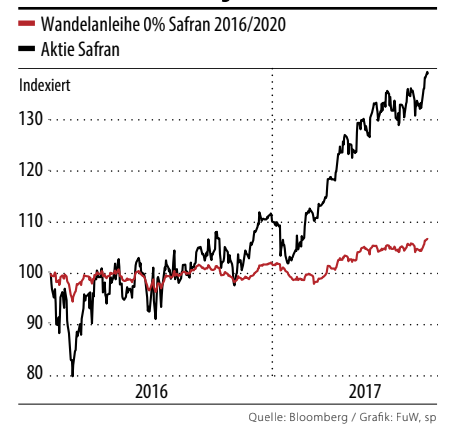
Wandelanleihe mit Obligationen- und Aktiencharakter



Wo ist der Bond Floor?



Die Wandelanleihe steigt nicht



wo sich der theoretische Bond Floor rechnerisch befindet. Wandelanleihen können über längere Zeit darunter handeln, was sich in tieferen Bewertungskursen des Gesamtportfolios niederschlägt.

Seriöse Fondsmanager sollten ihren Anlegern proaktiv vermitteln, dass das Ausweisen dieses theoretischen Bond Floor eine Scheinsicherheit suggeriert, die der Realität nicht gerecht wird. Sie sollten dies durch aussagekräftigere Risikokennzahlen ersetzen. Wandelanleihen als Aktiensubstitut zu klassifizieren und eine höhere Risikotragfähigkeit einzufordern, wäre ein erster wirkungsvoller, symbolbehafteter und richtungweisender Schritt.

Call-Option ohne Arbitrage

Die implizite (erwartete) Volatilität der Call-Option lässt sich aus dem Preis der Wandelanleihe unter verschiedenen Annahmen herleiten und mit einem Optionsmodell berechnen. Sie ist aber leider – anders als oft fälschlicherweise beschrieben – keineswegs gegeben, sondern hat ein nachfragebedingtes und losgelöstes Eigenleben und variiert dadurch erheblich in ihrem Wert. Wenn sich ein Benchmark-Schwergewicht mit Investment-Grade-Rating und optisch hohem Bond Floor starker Nachfrage erfreut und sich die Wandelanleihe nach der Emission durch Zukäufe verteuert, ist es nicht untypisch, dass ihre implizite Volatilität erheblich höher liegt als bei vergleichbaren börsengehandelten Optionen auf dieselbe zugrundeliegende Aktie.

Die implizite Volatilität ist dann vom eigentlichen Marktwert deshalb losgelöst, weil sich die überbewertete Option des Wandlers nicht risikolos gegen die günstiger vorhandenen Optionen am Markt arbitrieren lässt – Wandelanleihen lassen sich nur aufwendig und risikobehaftet leer verkaufen. Wann immer also Wandelanleihen spezialisten auf synthetische Wandler ausweichen, beginnen die Warnleuchten als klares Indiz dafür zu leuchten, dass die implizite Volatilität und damit die Wandelanleihe als Ganze zu teuer ist.

Wenn in solchen Marktphasen die Konvexität von Wandelanleihen – das nach oben offene Gewinnpotenzial bei begrenztem Verlustrisiko – in der Presse als vorteilhaft gepriesen wird, kommt das einem Spiel mit dem Feuer gleich. Wandelanleihen steht keine absolute und sakrosankte Betrachtungsweise zu, sie müssen sich an anderen Finanzinstrumenten messen lassen und sich relativ behaupten.

Die Wandelanleihe 0% Safran 2016/2020 des französischen Rüstungskonzerns hinkt der Aktie weit hinterher (vgl. Grafik). Weil die Optionalität des Wandlers überbetuert ist, dauert es eine gefühlte Ewigkeit, bis er bei steigendem Aktienkurs seine Prämie abbaut und an Traktion gewinnt.

Es gilt an dieser Stelle zu betonen, dass ein solider Bond Floor und die implizite Volatilität der eingebauten Call-Option in Kombination kaum zu überschätzende und einzigartige positive Charakteristika von Wandelanleihen darstellen. Sie sind für die gewünschte Konvexität verantwortlich und haben über lange Marktphasen ihre Vorzüge bewiesen – jedoch nicht zu jeder Zeit in gleich hohem Ausmass.

Wenn der relative Preis für die eingebaute Sicherheit und Konvexität von vornherein überhöht ist, ist kaum zu erwarten, dass die zu erzielende Rendite über die Laufzeit befriedigend ausfällt. Wenn die Erwartung, ein Kursverlust werde vermieden, zu hoch ist, können Anleger in Stressphasen nur enttäuscht werden.

Vorzüge unter Beweis gestellt

Beide Komponenten können umgekehrt zu einem bestehenden Risiko-Rendite-Verhältnis beitragen, wenn sich am Markt Papiere finden lassen, die nicht überbetuert oder sogar fehlgepreist sind. Wandelanleihen bieten wegen der fehlenden Standardisierung und der damit verbundenen Komplexität eine optimale Voraussetzung für aktives Management. Glücklicherweise ist das Anlageuniversum vielfältig und gross genug. Ausserhalb der Benchmarks lassen sich Wandelanleihen mit äusserst attraktivem Risiko-Rendite-Profil finden.

Der Anspruch eines langfristig orientierten aktiven Fondsmanagers muss sein, diese günstigen Risiko-Rendite-Profile zu einem soliden Portfolio zu strukturieren. Falls dies aufgrund spezifischer Marktgegebenheiten jedoch nicht möglich ist, sollte er sich mit einem Brief an seine Anleger in den Urlaub verabschieden und sich dann zurückmelden, wenn die Bewertungen wieder derart attraktiv sind, dass er vorbehaltlos und ohne schlechtes Gewissen die Vorzüge von Bond Floor und Konvexität preisen kann. Diese übertreffen dann wahrscheinlich auch wieder die zuvor geweckten Erwartungen einer immer treuer werdenden Anlegerschaft.

Alexander Mueller ist Partner und Geschäftsführer von Hologer Asset Management in Zürich.

Kotierte Zertifikate

Valor	Bank	Produkt	Coupon / Basiswert	Verfall	Lib.	Ausgabepreis ¹	Inserat auf
38289000	VT	Multi Defender Vonti	7.18% Bayer/Clariant/Lonza	29.03.19	06.10.17	1000 Fr.	
37739784	VT	Multi Defender Vonti	3% EuroStoxx 50/S&P 500/SMI	29.09.21	06.10.17	1000 Fr.	
38089521	RCH	Multi Bar. Rev. Conv.	3.4% SMI/Euro Stoxx 50/S&P 500	29.09.20	06.10.17	1000 Fr.	
38385291	LEON	Multi Bar. Rev. Conv.	8% Adecco/Logitech/Swatch	30.09.19	09.10.17	1000 Fr.	
37363056	LEON	Multi Bar. Rev. Conv.	6.4% Allianz/ING/Munich Re	30.09.19	09.10.17	1000 Fr.	
38385328	LEON	Multi Bar. Rev. Conv.	11.4% Ferrari/Porsche/Tesla	03.01.19	09.10.17	1000 Fr.	
38385293	LEON	Multi Bar. Rev. Conv.	5.6% Lonza/Straumann/VAT	30.09.19	09.10.17	1000 Fr.	
38089517	RCH	Multi Bar. Rev. Conv.	5.4% ABB/Geberit/Swatch	02.04.19	09.10.17	1000 Fr.	
38089649	RCH	Multi Bar. Rev. Conv.	10% AMS/Aryzta/Logitech	02.10.18	09.10.17	1000 Fr.	
38089639	RCH	Multi Bar. Rev. Conv.	5% Baloise/Swiss Life/Zurich Ins.	02.04.19	09.10.17	1000 Fr.	
38089513	RCH	Multi Bar. Rev. Conv.	7.1% Lonza/Clariant/Vifor Pharma	02.04.19	09.10.17	1000 Fr.	
38089632	RCH	Multi Bar. Rev. Conv.	4.5% Vifor Pharma/Straumann/Lonza/Clariant	02.10.19	09.10.17	1000 Fr.	Seite 6
38089643	RCH	Multi Bar. Rev. Conv.	4.75% Lonza/Nestlé/Novartis/Roche	02.10.19	09.10.17	1000 Fr.	
38089519	RCH	Multi Bar. Rev. Conv.	5% Nestlé/Novartis/Roche	02.10.19	09.10.17	1000 Fr.	
38089641	RCH	Multi Bar. Rev. Conv.	5% Nestlé/Novartis/Roche	02.10.19	09.10.17	1000 Fr.	
38385299	LEON	Multi Bar. Rev. Conv.	9% ABB/CS/Vifor	28.12.18	10.10.17	1000 Fr.	
38233371	LEON	Multi Bar. Rev. Conv.	21% Avis/Hertz/Tesla	02.10.18	10.10.17	1000 Fr.	
38385305	LEON	Multi Bar. Rev. Conv.	9.4% Comcast/Netflix/Time Warner	03.01.19	10.10.17	1000 Fr.	
38385300	LEON	Multi Bar. Rev. Conv.	8% Geberit/Swiss Re/UBS	28.12.18	10.10.17	1000 Fr.	
38089634	RCH	Multi Bar. Rev. Conv.	7% Adidas/Nike/Ralph Lauren	04.10.19	10.10.17	1000 Fr.	
38089647	RCH	Multi Bar. Rev. Conv.	12.5% Albemarle/Nvidia/Tesla	03.10.18	10.10.17	1000 Fr.	
38089524	RCH	Multi Bar. Rev. Conv.	8.35% Amazon/Alphabet/Netflix	03.10.18	10.10.17	1000 Fr.	
38089523	RCH	Multi Bar. Rev. Conv.	10% AMS/ARYZTA/Dufry/Logitech	03.10.18	10.10.17	1000 Fr.	
38089638	RCH	Multi Bar. Rev. Conv.	5.25% Brent Crude Oil/WTI Crude Oil	03.10.19	10.10.17	1000 Fr.	
38089635	RCH	Multi Bar. Rev. Conv.	6.25% Credit Suisse/Julius Bär/UBS	03.04.19	10.10.17	1000 Fr.	
38089522	RCH	Multi Bar. Rev. Conv.	10.8% Nike/Skechers/Under Armour	03.10.18	10.10.17	1000 Fr.	
38027409	UBS	Kick-In GOAL	10% CS/Richemont/Zurich	03.10.18	10.10.17	1000 Fr.	
38310146	LEON	Multi Bar. Rev. Conv.	11.5% Adecco/Logitech/Vifor	04.10.18	11.10.17	1000 Fr.	
38233372	LEON	Multi Bar. Rev. Conv.	10% Agilent/Analog/Delphi	04.01.19	11.10.17	1000 Fr.	
38310147	LEON	Multi Bar. Rev. Conv.	10.5% AMS/CS/Swiss Re	04.10.18	11.10.17	1000 Fr.	
38385330	LEON	Multi Bar. Rev. Conv.	10% Brent/WTI	04.01.19	11.10.17	1000 Fr.	
38310148	LEON	Multi Bar. Rev. Conv.	5.2% Nestlé/Novartis/Roche	04.10.18	11.10.17	1000 Fr.	
38180188	UBS	Kick-In GOAL	7.75% AMS/Dufry/Logitech	04.10.18	11.10.17	1000 Fr.	
38180169	UBS	Kick-In GOAL	12.5% ARYZTA/AXA	04.10.18	11.10.17	1000 Fr.	
38179813	UBS	Kick-In GOAL	20.5% Avis/Hertz	04.10.18	11.10.17	1000 Fr.	
38180175	UBS	Kick-In GOAL	8.25% Swiss Life/AXA/Zurich	04.10.19	11.10.17	1000 Fr.	
38180180	UBS	Kick-In GOAL	10% Barrick Gold/Freeport/Kinross	04.10.18	11.10.17	1000 Fr.	
38180177	UBS	Kick-In GOAL	5.75% Amazon/Lonza/Clariant	04.10.18	11.10.17	1000 Fr.	
38180179	UBS	Kick-In GOAL	6.5% Facebook/Netflix	04.10.18	11.10.17	1000 Fr.	
38180168	UBS	Kick-In GOAL	5.25% Flughafen Zurich/Roche	04.10.19	11.10.17	1000 Fr.	
38179818	UBS	Kick-In GOAL	8.5% Roche/Zurich/LafargeHolcim	04.10.19	11.10.17	1000 Fr.	
38179819	UBS	Kick-In GOAL	5.75% Nestlé/Novartis/Roche	04.10.19	11.10.17	1000 Fr.	
38179817	UBS	Kick-In GOAL	8.25% Straumann/Sunrise	04.04.19	11.10.17	1000 Fr.	
38310142	LEON	Multi Bar. Rev. Conv.	7% ABB/Swatch/UBS	05.10.20	12.10.17	1000 Fr.	
38385333	LEON	Multi Bar. Rev. Conv.	6% Adecco/Richemont/Zurich	05.10.20	12.10.17	1000 Fr.	
38233374	LEON	Multi Bar. Rev. Conv.	13% Applied/Netflix/Nvidia	05.04.19	12.10.17	1000 Fr.	
38233373	LEON	Multi Bar. Rev. Conv.	5% Nestlé/Novartis/Roche	05.10.20	12.10.17	1000 Fr.	
38289203	VT	Multi Defender Vonti	5% ABB/Geberit/LafargeHolcim	06.10.20	13.10.17	1000 Fr.	
38289200	VT	Multi Defender Vonti	3% Euro Stoxx 50/S&P 500/SMI	06.10.20	13.10.17	1000 Fr.	
38289207	VT	Multi Defender Vonti	4.5% LafargeHolcim	08.04.19	13.10.17	1000 Fr.	
38289202	VT	Multi Defender Vonti	4% Nestlé/Novartis/Roche	06.10.20	13.10.17	1000 Fr.	
38289206	VT	Multi Defender Vonti	5.25% Richemont	08.04.19	13.10.17	1000 Fr.	
38289212	VT	Multi Defender Vonti	5% UBS	08.04.19	13.10.17	1000 Fr.	
38233384	LEON	Multi Bar. Rev. Conv.	7.4% ABB/Roche/Swatch/UBS	06.10.20	13.10.17	1000 Fr.	
38385482	LEON	Multi Bar. Rev. Conv.	7% Logitech/Lonza/Swatch/Vifor	06.10.20	13.10.17	1000 Fr.	Seite 4
38089646	RCH	Multi Bar. Rev. Conv.	3% SMI/Euro Stoxx 50/S&P 500	09.04.20	16.10.17	1000 Fr.	
38179927	UBS	Kick-In GOAL	3% Euro Stoxx 50	10.10.19	17.10.17	1000 Fr.	
38310202	LEON	Multi Bar. Rev. Conv.	12% AMS/Logitech/Swatch	11.10.18	18.10.17	1000 Fr.	
38310203	LEON	Multi Bar. Rev. Conv.	10% CS/Vifor/Zurich	11.10.18	18.10.17	1000 Fr.	
38310201	LEON	Multi Bar. Rev. Conv.	13% Facebook/Netflix/Tesla	11.10.18	18.10.17	1000 Fr.	
37363059	LEON	Multi Bar. Rev. Conv.	4% Nestlé/Novartis/Roche	18.10.19	25.10.17	1000 Fr.	
37363061	LEON	Multi Bar. Rev. Conv.	9% Adecco/CS/Logitech	23.04.19	30.10.17	1000 Fr.	
37363060	LEON	Multi Bar. Rev. Conv.	7.2% Clariant/Lonza/Straumann	21.10.19	30.10.17	1000 Fr.	

Die publizierten Neuemissionen wurden der «Finanz und Wirtschaft» direkt vom Emittenten mitgeteilt. Alle Angaben ohne Gewähr. ¹ indikativ

Alle Konditionen der neu lancierten Zertifikate finden Sie unter www.fuw.ch/zertifikate-neuemissionen

