

# **Strukturierte Produkte bewegen die Aktienkurse kaum – Warrants können den Basiswert beeinflussen – Enorme Rückkopplung auf Oerlikon**

## **Der Einfluss von Zertifikaten auf den Basismarkt**

13.10.2007 , Ausgabe: 80 , Seiten: 226 , Rubrik: SONDERBUND

Von Heinz Kubli

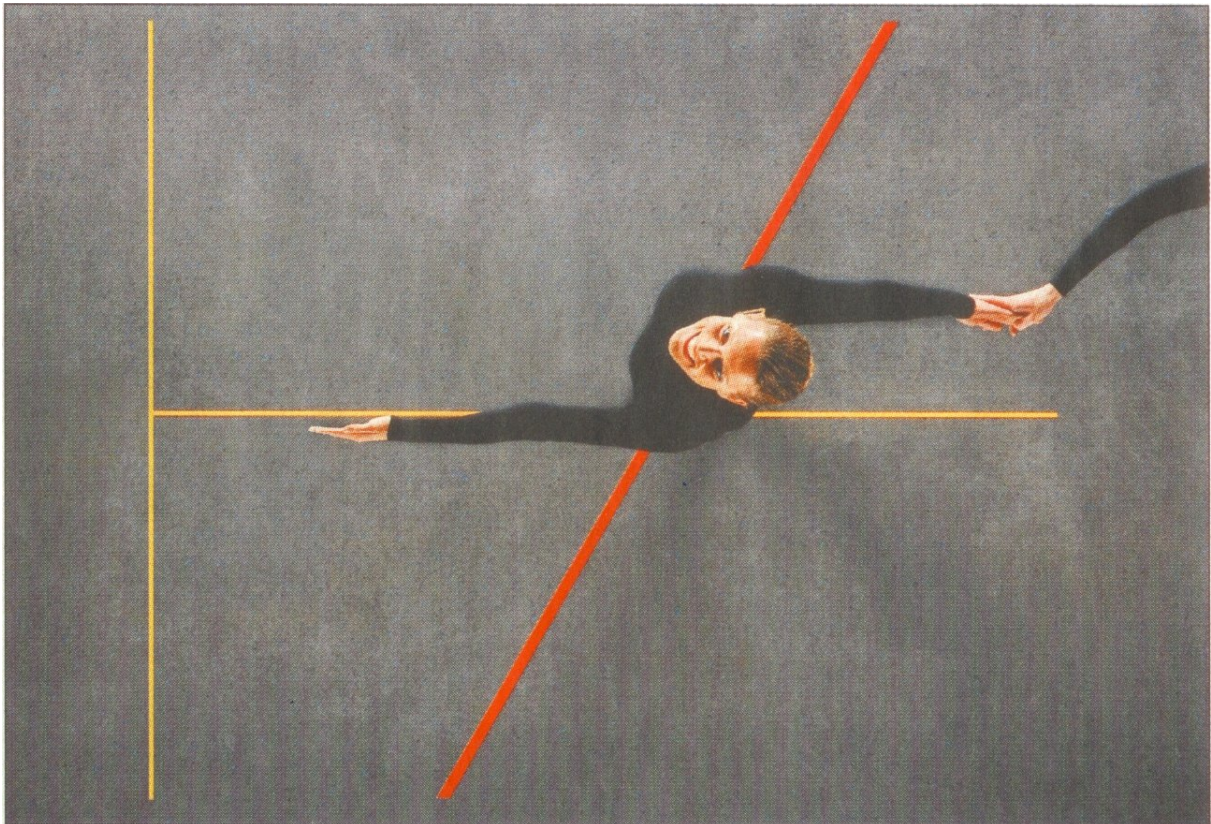
Der Markt für strukturierte Produkte (Zertifikate) wächst ungebrochen. Wie wichtig sie in Europa geworden sind, zeigt die Lancierung der eigens dafür bestimmten Börse Scoach. Somit stellt sich die Frage: Beeinflussen neben den Warrants (Optionsscheinen) auch die strukturierten Produkte den Basismarkt?

In den letzten zwölf Monaten korrigierten die Märkte jeweils am deutlichsten im letzten Drittel der Monate November 2006, Februar 2007 und Juli 2007. Da sind möglicherweise stabilisierende Faktoren (Absicherungsstrategien) nach dem Verfall der Optionen weggefallen.

Der mögliche Einfluss von Zertifikaten und Warrants ist über die offenen Gammapositionen des Marktes messbar (vgl. Sonderbeilage zu FuW Nr.70 vom 6.September 2006 sowie auf [www.fundabilis.ch/deutsch/presse.html](http://www.fundabilis.ch/deutsch/presse.html)). Gamma ist ein Risikoparameter: Der Kurs des Basiswerts schwankt und beeinflusst dadurch den Preis des Derivats. Ob der Einfluss gross oder klein ist, zeigt die Sensitivität (Delta). Delta ist keine feste Grösse, die Sensitivität ändert sich je nach Kurs des Basiswerts – das wird durch Gamma ausgedrückt.

Emittenten sichern sich ab. Es kommt darauf an, ob sie dazu in Gamma eine Kaufposition (Long) oder eine Verkaufsposition (Short) haben. Eine Long-Gamma-Position entspricht dem Kauf von Standardoptionen (Plain Vanilla), eine Short-Gamma-Position dem Verkauf von Standardoptionen. Muss der Emittent eine Short-Gamma-Position absichern, so repliziert er mit Delta-Hedging eine Long-Gamma-Position.

Aus diesem Grund kauft er den Basiswert, wenn die Kurse steigen, und verkauft ihn, wenn die Kurse sinken. Wird im Gegensatz dazu eine Short-Gamma-Position repliziert, muss der Emittent zur Absicherung den Basiswert verkaufen, wenn die Kurse steigen, und kaufen, wenn die Kurse sinken.



Kapitalschutzprodukte mit Cap.

BILD: IRIS C. RITTER

Pro- oder antizyklisch

Die Replikation der Long-Gamma-Position (entspricht der Short-Gamma-Position des Emittenten) wirkt zyklisch und verstärkt unter Umständen die Bewegungen des Basiswerts. Die Replikation der Short-Gamma-Position wirkt antizyklisch und stabilisiert den Basiswert.

In Zeiten von Börsenkrisen sind zyklische Strategien natürlich problematisch für den Markt, während antizyklische Vorgehensweisen eine gewisse Stabilisierung bieten. Deshalb ist es interessant zu untersuchen, welche Rückkopplungseffekte von ausstehenden Emissionen herrühren könnten.

Wird der Schweizer Markt kotierter Derivate durchleuchtet, ist festzustellen, dass weniger als 5% davon Knock-out-Puts sind, die bei Emittenten zusätzliche Short-Gamma-Positionen hervorrufen. Darunter beziehen sich die meisten auf Indizes. Wegen der geringen Zahl an Knock-out-Puts und des Umstands, dass unendlich viele Handelsstrategien einen Index beeinflussen können, ist zu vermuten, dass Knock-out-Puts zurzeit einen sehr geringen destabilisierenden Einfluss auf den Basiswert haben.

Im Gegenzug wirken Knock-out-Calls stabilisierend, da der Emittent antizyklisch absichert. Die Emissionen von Knock-out-Calls und -Puts neutralisieren sich teilweise, was den Einfluss weiter reduziert. Zudem werden auf Einzelaktien kaum Knock-Out-Warrants emittiert. Demzufolge sind auch dort kaum Rückkopplungseffekte auszumachen.

Kotierte strukturierte Produkte mit exotischen Attributen sind Bonus-, Twin-Win- und Barrier-Discount-Zertifikate sowie Barrier Reverse Convertibles und Barrier Range Reverse Convertibles. Alle haben gemeinsam, dass sie mit Knock-in-Puts ausgestattet sind. Diese kauft der Emittent implizit von den Anlegern. Daraus ergibt sich für den Emittenten eine Long-Gamma-Position, die er mit einer antizyklischen Strategie absichert.

Es ist zu beachten, dass diese Zertifikate jedoch nur knapp 20% aller kotierten Derivate darstellen. Sie dürften somit einen leicht stabilisierenden Beitrag zur Volatilität (Schwankungsbreite) der Märkte leisten. Die Grosszahl der kotierten Derivate sind jedoch noch immer Hebelprodukte, vor allem einfache Call- und Put-Warrants. Deshalb muss aufgrund der Anzahl Emissionen vermutet werden, dass der Warrantmarkt Basiswerte beeinflussen kann, kotierte strukturierte Produkte dies jedoch kaum tun. Basierend auf dem aktuellen Verhältnis aller kotierten Derivate zu strukturierten Produkten sind gegenwärtig zwei Thesen zu verwerfen. Erstens: Mit grossen Überlagerungen von Short-Gamma-Positionen der Emittenten aus strukturierten Produkten kommt es zu einer Verstärkung der Marktbewegung, und durch eine unglückliche Häufung und Verkettung extremer Gamma-Positionen wird ein Basiswert in kürzester Zeit in eine Richtung geschleudert. Zweitens: In gewissen Basiswerten kommt es wegen strukturierter Produkte zum fast absoluten Stillstand der Preisbewegungen.

Rückkopplungseffekte aufgrund neuerer Strukturen zu negieren, wäre jedoch falsch. Denn das Gros der Emissionen sind noch immer Warrants. Gerade auf Einzelaktien kann die Rückkopplung enorm ausgeprägt sein. Es war deshalb nicht verwunderlich, dass in der Marktkorrektur im Juli die Aktien Oerlikon enorm an Wert verloren.

Mitte dieses Jahres waren die Ausübungspreise (Strike) der Call-Warrants breit verteilt (vgl. Grafik). Zwischen Juli und September sind nicht weniger als 82 Warrants verfallen. Da besonders im Septemberverfall fast auf jedem Preisniveau Calls mit entsprechenden Ausübungspreisen ausstehend waren und der Markteinbruch im Juli recht kurz vor dem Septemberverfall stattfand, wurde höchstwahrscheinlich durch die Absicherungsstrategien der Warrants-Emittenten der Kurs der Aktien übermässig deutlich nach unten gedrückt. Dass die derzeitige Gegenbewegung im Vergleich zum Gesamtmarkt ebenfalls rasant vor sich geht, ist aufgrund der weit über fünfzig Warrants, die im kommenden Dezember verfallen werden, ebenso gut nachvollziehbar.

Bei dieser enormen Anzahl Warrants ist das Verhältnis des Handelsvolumens aus der Absicherung zum normalen Handelsvolumen gross. Die Absicherung scheint deshalb den Basiswert beeinflussen zu können.

## Schlüssel zur Markttransparenz

Wie diese einfachen Beobachtungen zeigen, ist zu vermuten, dass über die genauere Analyse offener Derivatpositionen der Emittenten Preisrisiken von Basiswerten besser abgeschätzt werden könnten. Für präzise Schätzungen fehlen jedoch noch immer die Daten aus dem ausserbörslichen Markt (over the counter, OTC).

Leider wurde es auch mit den neuen Pflichten zur Offenlegung von Beteiligungen an kotierten Unternehmen verpasst, eine Lösung zu finden, die es erlaubt hätte, die effektiven Absicherungspositionen der Emissionshäuser abzuschätzen. Somit bleibt eine wichtige Informationsquelle zur Verbesserung von Marktrisikomodellen weiterhin verschlossen.

Dr. Heinz R. Kubli ist Gründer und Geschäftsführer der Fundabilis, Zürich.

