

# Neue Forschungsergebnisse schliessen Erkenntnislücke

Von Heinz R. Kubli

Im Sommer 1997 wurden in der «Finanz und Wirtschaft» mehrere Artikel publiziert, in denen der Einfluss dynamischer Absicherungstransaktionen auf die Volatilität der Basiswerte zur Diskussion stand. Die Autoren argumentierten, dass dynamisches Absichern von Aktienwarrants die Volatilität im Basismarkt erhöht und übertriebene Tagesrenditen durch Absicherungstransaktionen ausgelöst wurden. Ein solcher Einfluss konnte erst jetzt teilweise nachgewiesen werden. Die Diskussion setzte zu Beginn der Asienkrise im Herbst 1997 ein. Institutionelle Anleger wollten wissen, ob es tatsächlich Rückkoppelungseffekte vom Handel mit Warrants auf die Aktienkurse gebe.

Die ersten Versuche, diese Frage zu beantworten machte UBS Werbung mit der Veröffentlichung des «Warrants Focus». Zur gleichen Zeit schrieben die OZ-Banker einen Artikel in dieser Zeitung mit ähnlichem Inhalt. Dazu wurde die notwendige Anzahl Aktien geschätzt, um die ausstehenden Warrants-Positionen abzusichern, wenn sich der Aktienkurs um ein Prozent verändert. Zugleich wurde die Anzahl der Aktien geschätzt, die die gesamthaft ausstehenden Warrants-Positionen abgestichert haben.

## Konsequenzen

Ein Jahr später kam dieselbe Diskussion erneut auf. Dieses Mal war sie vom «Crash in Rates» begleitet, der den Swiss Market Index (SMI) zwischen dem 21. Juli und dem 5. Oktober 1998 von 8412 auf 5126,5 Punkte sinken liess. Die ursprüngliche Frage, ob es einen Rückkoppelungseffekt auf die Aktien gibt, konnte damals nicht beantwortet werden. Diese Ergebnisse liefert nun das Buch «Feedback ef-

fects from dynamic hedging on selected stocks – An empirical analysis in the Swiss stock market» in der Schriftenreihe «Bank- und Finanzwirtschaftliche Forschungen», Band 328 (ISBN 3-258-06374-5), nach. In diesem und zwei folgenden Beiträgen sollen die Forschungsergebnisse kurz präsentiert werden.

Folgende Konsequenzen ergeben sich für die Marktteilnehmer. Werden dynamische Absicherungen von Warrants oder auch anderer dynamischer Portfoliostrategien in grossem Stil durchgeführt, so können diese das normale Verhalten der Aktienkurse verändern. Denkbar sind eine Verstärkung, aber auch eine Verringerung der täglichen Fluktuationen. Zudem wird angenommen, dass dynamische Absicherungen einen theoretischen Gleichgewichtspreis destabilisieren. Investoren glauben, aus den schlecht zu beobachtenden Veränderungen von Angebot und Nachfrage im Basismarkt der Warrants eine Information über die zukünftige Entwicklung der Aktienpreise erkennen zu können.

Abweichungen von Gleichgewichtspreisen sind speziell für Fondsmanager interessant. Bei konsistenten Abweichungen der Aktienkurse von ihren Gleichgewichtspreisen können Handelsstrategien so imple-

nen. Entsprechend werden nicht informierte Investoren bei steigenden Aktienkursen – wenn zusätzliche Aktien von Emittenten gekauft werden, um ihre Positionen abzusichern – ihre Kursziele nach oben revidieren. Bei fallenden Notierungen und den damit verbundenen Aktienverkäufen revidieren sie ihre Schätzungen nach unten.

Richtigerweise müssten diese Investitionen trotz einer allfälligen Veränderung von Angebot und Nachfrage die gleichbleibenden Erwartungen an die Entwicklung der zu Grunde liegend Aktien haben, auch wenn eine Absicherungsstrategie die Volatilität im Basismarkt verändert. Entsprechend der Fehlinterpretation der Marktaktivitäten entstünden somit Aktienkurse, die weit von ihrem eigentlichen Wert abdriften können.

Abweichungen von Gleichgewichtspreisen sind speziell für Fondsmanager interessant. Bei konsistenten Abweichungen der Aktienkurse von ihren Gleichgewichtspreisen können Handelsstrategien so imple-

mentiert werden, dass die Fondsmanager ihre Kauf- und Verkaufsaufträge zeitlich besser ausführen können und damit eine Überrendite gegenüber dem Referenzindex erzielen. Marktteilnehmer, die Preise stellen (Market maker), dürften an solchen Phänomenen genauso interessiert sein wie Marktregulatoren, weil diese Effekte den eigentlichen Prozess der dynamischen Absicherung beeinflussen.

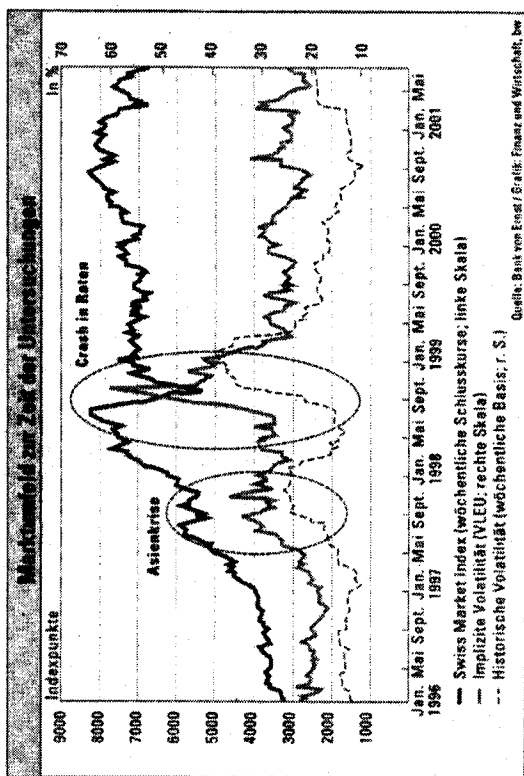
## Falsche Ansätze

Das Wissen um die Grösse und die Art der Absicherungstransaktionen ergäbe eine grössere Markttransparenz. Vermintliche Kursprünge wären somit gut zu beobachten, und die Investoren müssten ihre Erwartungen über die Aktienkursentwicklung nicht revidieren.

In der Vergangenheit wurden bereits einige Artikel über den Einfluss derivativer Finanzinstrumente geschrieben. Die meisten dieser Artikel kommen zu keinem eindeutigen Schluss, was die Einflüsse der Absicherungsstrategien auf das gehandelte Volumen im Basiswert, die Veränderung der Aktienkurschwankungen oder der Preiseffekte anbelangt. Allen bisherigen Artikeln mangelte es an einem Punkt: Sie untersuchten die Effekte der Absicherungstransaktionen, indem sie den ganzen Markt des entsprechenden derivativen Instruments betrachteten.

Diese Sichtweise macht jedoch wenig Sinn, da hinlänglich bekannt ist, dass Warrants, die am Geld liegen und eine kurze Laufzeit haben, am meisten auf Kurschwankungen des Basiswertes reagieren. Infolgedessen müssten diese Options-scheine die grössten Rückkoppelungseffekte auf dem Basismarkt haben.

Erste Folge einer dreiteiligen Serie über Rückkoppelungseffekte, die Absicherungsgeschäfte am Warrants auf den Basismarkt haben können. Die zwei weiteren Beiträge werden in den folgenden Wochen erscheinen.



Heinz R. Kubli arbeitet im Bereich HVB Equity Linked Products Sales in der Bank von Ernst.