

# Den Verfall im Auge behalten

Dynamische **Warrantabsicherungen** können manchmal Aktienkurschwankungen verstärken und zu Kursabweichungen führen.

Von Heinz R. Kubli

In Zeiten hoher Aktienkursschwankungen stellt sich die Frage, ob die dynamischen Absicherungsstrategien der Warrantemittenten die Aktienkursbewegungen verstärken. Rückkoppelungseffekte von Warrants auf Aktien könnten dadurch

entstehen, dass Emittenten ihre Warrantposition durch den Handel des jeweiligen Basiswertes dynamisch absichern müssen. Diese Voraussetzung ist nicht immer gegeben, da es auch andere Absicherungsmethoden gibt. Solange Emittenten aber dynamisch absichern und mehrheitlich Warrants ausstehen haben, müssen sie bei steigenden Börsenkursen Aktien kaufen und bei sinkenden Kursen Aktien verkaufen. Je näher Warrants kurz vor Verfall am Geld liegen, desto mehr Aktien müssen in diesem Prozess gehandelt werden.

**Aus diesem Grunde sollte man den Verfall** von Warrants genauer betrachten. Werden dynamische Absicherungen in grossem Stil durchgeführt, so können diese eine Verstärkung der täglichen Aktienrenditen sowie eine Abweichung des Gleichgewichtspreises der Aktien herbeiführen. Abweichungen vom Gleichgewichtspreis sind speziell für Fondsmanager interessant, weil solche für Handelsstrategien genutzt werden können. Market Maker dürften daran interessiert sein, da sich der dynamische Absicherungsprozess ändert. Marktregulatoren dürften ein solches Phänomen interessieren, weil das Wissen um die Grösse und die Art der Absicherungstransaktionen eine grössere Transparenz im Markt ergäbe und damit vermeintliche Kurssprünge in Basiswerten, die aus diesen Absicherungsstrategien stammen, beobachtbar wären.

Analysen zeigen, dass bei Optionsscheinen, die nahe am Geld verfallen, die Volatilität der Basiswerte nach Verfall sinkt. Bei Optionsscheinen die nicht am Geld liegen, ergibt sich keine Veränderung der Volatilität der Basiswerte. Demzufolge haben nur am Geld liegende Warrants kurz vor Verfall einen verstärkenden Einfluss auf die Aktienkursschwankungen.

Mit diesen Volatilitätseffekten geht eine starke Überrendite der Aktien nach Verfall von am Geld liegenden Scheinen einher. Solche können bei den Optionsscheinen, die nicht am Geld liegen, nicht beobachtet werden. Sie weisen darauf hin, dass durch den Absicherungsbedarf von Händlern das titelspezifische Aktienrisiko der Basiswerte zunimmt. Die Aktien werden wegen des erhöhten Risikos tiefer bewertet. Diese Neubewertung ergibt sich jedoch auf Grund der Interpretation, dass hinter der Veränderung des Risikos eine Information bezüglich der fundamentalen Unternehmensdaten stünde. Tatsächlich hat sich das Risiko des Unternehmens jedoch nicht verändert. Alleine die Art und Weise wie deren Aktien gehandelt werden, erhöhen das Risiko der Anlage in diesen Basiswerten.

**Wären die Absicherungsaktivitäten** auf aggregierter Basis beobachtbar, würden die Aktien kaum Neubewertet, da eine effiziente Informationssituation für alle Marktteilnehmer geschaffen würde. Die Anleger bräuchten nicht mehr zu vermuten, dass erhöhte Aktienkursschwankungen auf Grund der Absicherung der Emittenten das fundamentale Risiko der Unternehmung erhöhen. Damit würden vermutlich Abweichungen vom Gleichgewichtspreis der Aktie vermieden. ■

Das Buch «Feedback effects from dynamic hedging on selected stocks – An empirical analysis in the Swiss Stock Market» von Heinz Kubli, erschien am 3. Oktober 2001 in der Schriftenreihe «Bank- und Finanzwirtschaftliche Forschungen» des Verlages Paul Haupt, Band 328 (ISBN 3-258-06374-5).



**Heinz Kubli ist im Verkauf strukturierte Aktien-Derivate der Bank von Ernst & Cie. AG in Zürich tätig.**



BEILD: AFP/PHOTO/SCOTT OLSON

**Auch Absicherungsstrategien** erhöhen die Volatilität und damit die Hektik an den Märkten.