

Selektiv Chancen nutzen

ROHSTOFFE Das Aufwärtspotenzial bleibt beschränkt, was Struki-Investoren aber nicht hindern soll, im Gegenteil.

Matthias Benz

Wir kennen es alle von der Mode, der Architektur oder dem Design unserer Autos: Im Laufe der Zeit ändern sich Geschmack und Präferenzen, beeinflusst auch durch unsere Umgebung. Bei Investimentsentscheiden ist es nicht anders. Waren Anleger in den vergangenen Jahren stark auf Aktien und Obligationen fokussiert, scheinen sie nun Rohstoffe wiederentdeckt zu haben. Nach langer Durststrecke konnten Commodities auf breiter Front an Wert gewinnen.

Dafür gibt es durchaus Gründe. Der Einfluss von Angebot (beziehungsweise Lagerbestand) und Nachfrage auf den Preis ist hier deutlich grösser als bei anderen Anlageklassen, besonders weil die Lagerkapazitäten begrenzt sind. Der Preis für Rohöl der US-Sorte WTI fiel beispielsweise im Februar 2016 vor dem Hintergrund eines massiven Angebotsüberhangs auf ein Mehrjahrestief von 26.05\$ pro Fass. Als sich die Opec und weitere bedeutende Produzenten Ende November 2016 auf weitere Produktionskürzungen einigen konnten, waren die Zutaten für eine Jahresdrally bis auf 54\$ gegeben.

Ähnlich das Stimmungsbild bei Basismetallen. Für sie war 2016 ein positives Jahr. Vor allem die Erwartung einer stärkeren Nachfrage in China und die Hoffnung auf grosse Infrastrukturinvestitionen der Trump-Regierung fungierten als Treiber.

WIE INVESTIEREN?

Für das gerade begonnene Jahr ist laut Stefan Graber, Leiter Rohstoffstrategie der CS, Vorsicht angebracht. Mit Blick auf den Ölpreis gelte es zu bedenken, dass die angekündigte Angebotsdrosselung zu einem gewissen Grad schon in den Preisen reflektiert sei. Ausserdem sollte das Fördervolumen der US-Schieferproduzenten stark zunehmen, falls der WTI-Preis 60\$ nachhaltig überschreitet.

Ähnlich verhalten ist der Ausblick auf Basismetalle, deren Kurse bereits grosse Erwartungen einer steigenden Nachfrage spiegeln. Diese muss sich aber erst noch bewahrheiten.

Investoren mit ähnlicher Marktsicht sehen sich mit folgender Problematik konfrontiert: An Börsen gehandelte Futures bieten zwar den einfachsten, direktesten und liquidesten Zugang zu Rohstoffmärkten. Jedoch geben sie dem Anleger ein lineares Exposure zur Entwicklung des Basiswertpreises. Der Käufer partizipiert also direkt an der Entwicklung des Basiswerts, im Positiven wie im Negativen, und sieht sich damit umgehend dem Risiko von Wertverlusten ausgesetzt.

Diese Form der Anlage setzt daher einen sehr ausgeprägten Risikoappetit voraus. Problematisch für Interessenten ist, ob ein Partizipationsprodukt oder ein fixer Coupon gesucht wird, ob Kapitalschutz gewünscht oder eine konditionelle Absicherung als ausreichend erachtet wird: Strukturierte Produkte können ganz unterschiedlich ausgestaltet werden und bieten dem Investor einen individuellen Zugang zu Rohstoffanlagen.

Matthias Benz, Sales and Trading Services, Cross Asset Structuring, Credit Suisse

DAS MEISTGEHANDELTE DERIVAT IM DEZEMBER WAR EIN CALL-WARRANT DER ZKB AUF

ROCHE

GENUSSSCHEINE

BRC dominieren die

BARRIER REVERSE CONVERTIBLES Nicht nur eine Buy-and-Hold-Strategie,

Robin Lemann

Was haben Kapitalschutzzertifikate mit Coupon, Referenzschuldnerzertifikate mit bedingtem Kapitalschutz und Tracker-Zertifikate gemeinsam? Auf den ersten Blick wenig, doch sie alle sind – gemessen an den kotierten Produkten an der SIX Structured Products Exchange – die Favoriten in ihrer Kategorie. Über alle Gattungen hinweg gibt es indes seit Jahren beständig einen ganz besonderen «Liebling»: den Barrier Reverse Convertible (BRC).

Ein Blick in die neueste Statistik der SIX liefert den Beleg. Die in der Kategorie Renditeoptimierung angesiedelten Anlageprodukte sind mit einem deutlichen Vorsprung an erster Stelle. Exakt 7574 BRC waren am 30. November 2016 kotiert und machten damit knapp 90% der Renditeoptimierungsprodukte aus. Über alle Kategorien kommen die BRC immerhin noch auf einen Marktanteil von 52%.

An strukturierten Produkten im Allgemeinen und Barrier Reverse Convertibles im Speziellen führt hierzulande kaum ein

«Neue Chancen suchen kann zweckmässiger sein, als das Ende der Laufzeit abzuwarten.»

WAS, WENN DIE BARRIERE BRICHT?

Grundsätzlich sollten Anleger bei der Entscheidung für einen Barrier Reverse Convertible (BRC) nur Produkte in die Auswahl nehmen, deren Basiswerte sie kennen. Wichtig ist auch eine Vorstellung von den Perspektiven der Basiswerte. Hinzu kommt, dass bei einer Barriereverletzung die Rückzahlung am Ende nicht immer in bar geschieht, sondern manchmal in Aktien. Und wer möchte schon eine ungeliebte Aktie im Depot haben? Bei den Barrieren gibt es Unterschiede. Die einen überwachen das Barrierniveau kontinuierlich, bei den anderen wird es erst am Ende der Laufzeit aktiv, beim

Schlussfixing. Diese Variante bietet eine defensivere Anlagemöglichkeit innerhalb der Produktkategorie. Sollte aber im ersten, klassischen Fall eine Barriere während der Laufzeit brechen, müssen Anleger entscheiden: durchhalten oder umschichten. Wird eine Erholung der Basiswerte erwartet, kann Ausstizen die richtige Entscheidung sein. Andernfalls sind der Verkauf am Sekundärmarkt sowie der Wechsel in ein neues oder ein «gebrauchtes» Produkt eine Alternative. Dabei gilt es stets darauf zu achten, dass sich der gewählte BRC in ein gut diversifiziertes Gesamtportfolio einfügt.

Renditeoptimierungsprodukte

Anzahl kotierter Produkte nach SVSP an der SIX Structured Products Exchange am 30.11.2016 (Veränderung z. Vorjahr)

Produkttyp	Anzahl	Veränderung (%)
Barrier Reverse Convertible	7574	+3,7%
Express-Zertifikat	296	-4,4%
Reverse Convertible	261	+102%
Discount-Zertifikat	261	-43%
Discount-Zertifikat mit Barriere	33	+106%

Quelle: SIX, UBS / Grafik: FuW, 10

Keine Angst vor Zinsanstieg

VOLATILITÄT Mit der Zinswende steigt überall die Volatilität, und daraus lässt sich Kapital schlagen. Am meisten Gewinnpotenzial bieten im heutigen Umfeld Arbitragestrategien.

Sacha J. Duparc

Die besseren Konjunkturprognosen für die USA – fiskalpolitische Massnahmen und Zunahme des Privatkonsums – haben die amerikanischen Notenbank Fed dazu bewegt, mit ihrer angekündigten geldpolitischen Straffung fortzuführen. Rückgang des Aktienkurses gleich Zunahme der Volatilität.

Bei erhöhter Volatilität steigen auch die Risikoprämien, was den Börsenwert der Titel zusätzlich belastet. Diese

(erwartete) sowie die effektive Volatilität andererseits auseinander, wie verschiedene Studien zeigen. Es ist ausserdem belegt, dass sich ein Unternehmen im Anschluss an einen Kurseinbruch seiner Aktie mit höheren Finanzrisiken konfrontiert sieht. Dies zeigt sich auch in der Zunahme der impliziten Volatilität. Rückgang des Aktienkurses gleich Zunahme der Volatilität.

Bei erhöhter Volatilität steigen auch die Risikoprämien, was den Börsenwert der Titel zusätzlich belastet. Diese

«Arbitrageure erzielen die beste Performance, vor Absicherern und Renditesuchern.»

Wechselbeziehungen lassen sich selbst in relativ stabilen Märkten beobachten. Andere Studien haben aufgezeigt, dass sich an den Derivatmärkten nie ein echtes Gleichgewicht einstellt. Dies eröffnet Investoren, die diese Dynamik zu nutzen wissen, immer neue Anlagechancen.

DIVERSE ANLEGERGRUPPEN

Es lassen sich drei Gruppen von Anlegern unterscheiden, die auf der Volatilität beruhende Optionsstrategien einsetzen. Die erste Gruppe, die Absicherer (Hedgers), strebt vor allem die Deckung der Portfoliorisiken an. Angesichts der Konvexität der von ihnen gehaltenen Optionen können sie sich absichern und

gleichzeitig einen Gewinn erzielen, falls das von ihnen erwartete Szenario eintritt. Sie sind Nettokäufer von Optionen bzw. von Volatilität.

Dank ihren bedeutenden Gewinnen in den Übergangsphasen zwischen den Zyklen, also dann, wenn die Volatilität hoch ist, vermögen die Hedgers die Auswirkungen auch schwerer Krisen zumindest teilweise zu kompensieren. Die Bedeutung der von ihnen gehaltenen Positionen erklärt überdies eine der am besten belegten Anomalien des gesamten Anlageuniversums: Die implizite, also die von den Marktteilnehmern antizipierte Volatilität, erweist sich als höher als die im Nachhinein tatsächlich beobachteten Kurzwankungen.

STRATEGIE FÜR RENDITE

Die zweite Gruppe, die sogenannten Renditesucher (Yield Seekers), wählt eine zu den Hedgers genau entgegengesetzte Positionierung. Sie sind Nettoverkäufer von Optionen, das heisst, sie versuchen, die Anomalie der Differenz zwischen impliziter und effektiver Volatilität auszunutzen. Dazu verkaufen sie systematisch die als teuer erachteten Optionen, wobei sie versuchen, die Risiken, die mit diesen Transaktionen verbunden sind, zumindest teilweise zu neutralisieren. Die Renditesucher wollen also die beim Verkauf dieser Art von Versicherung erhaltene Prämie ganz oder teilweise als Gewinn einstreichen. Damit bewirken sie eine Senkung der impliziten Volatilität.

Schliesslich bieten die aus der Interaktion zwischen Hedgers und Renditesuchern entstehenden Ungleichgewichte

Strukturierte Produkte

Anlagewelt

auch der Handel am Sekundärmarkt birgt Chancen.

nen jederzeit aktiv werden. Dies gilt auch für den Fall, dass die Barriere berührt bzw. durchbrochen wird (vgl. Textkasten) oder dass der Geldkurs rasch auf ein Niveau über dem Emissionspreis steigt. Im letztgenannten Fall kann «Gewinne mitnehmen und neue Chancen suchen» durchaus zweckmässiger sein, als das Ende der Laufzeit abzuwarten. Zudem lässt sich mit Produkten an der Börse eine individuelle Handelsidee oftmals schneller und flexibler umsetzen.

Wichtig ist, die einzelnen Komponenten zu kennen. Dabei ist es egal, ob es sich um ein Single- oder ein Multi-Produkt handelt. Letztere sind besonders gefragt, da sie in der Regel höhere Rendite resp. grösseren Barriereabstand bieten.

Das Auszahlungsmuster ist relativ einfach: Wird die Barriere während der Laufzeit nicht berührt oder unterschritten, wird der BRC per Verfall zu 100% zurückgezahlt. Der Coupon wird in jedem Fall ausgeschüttet. Die Rückzahlung von 100% gilt auch im Fall eines Barrierebruchs, wenn der oder die Basiswerte per Verfall wieder oberhalb des Ausübungspreises (Strike Level)

handeln. Schafft es jedoch mindestens ein Basiswert nach einem Barrierebruch per Laufzeitende nicht mehr über den Strike Level, folgt die Lieferung des schwächsten Basiswerts (physisches Settlement), oder der entsprechende Gegenwert wird in bar ausgezahlt.

DIE DETAILS KENNEN

Die dafür erforderliche Konstruktion bedarf im Hintergrund eines Optionsgeschäfts. Folglich hängen die Höhe des Coupons und der Abstand der Barriere entscheidend von der impliziten Volatilität (der erwarteten Schwankungsbreite) der Basiswerte sowie von der Laufzeit ab. Zudem spielen die Dividendenenerwartung sowie bei mehreren Basiswerten deren Korrelation untereinander eine wichtige Rolle.

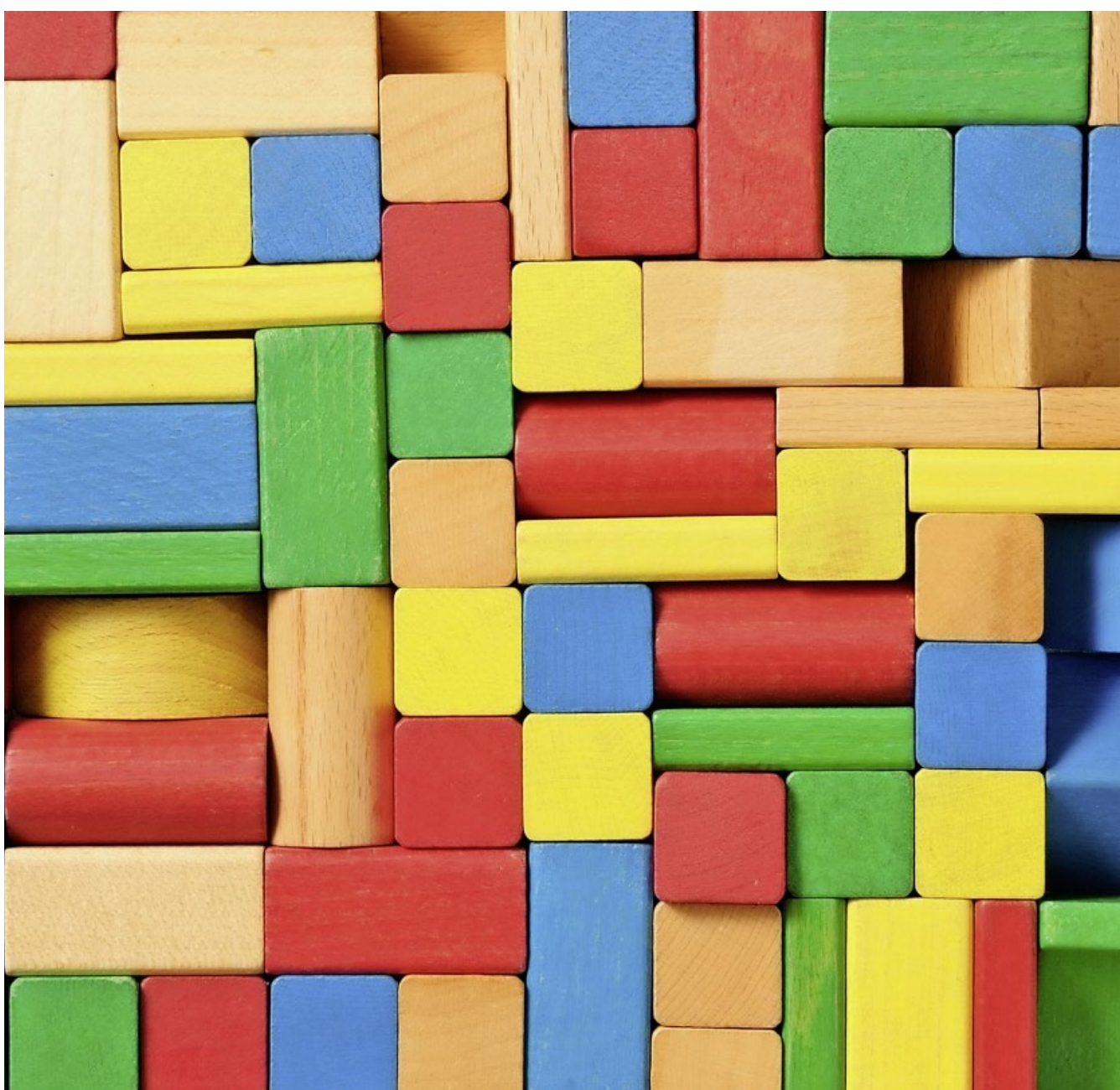
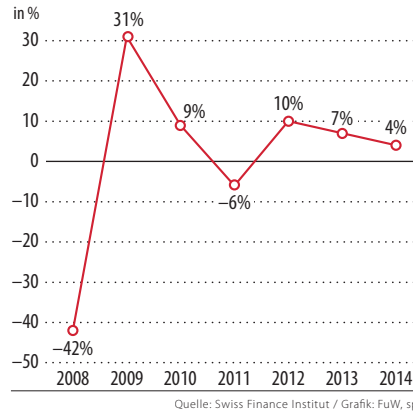
Wer im Sekundärmarkt handelt, muss sich noch mit einem weiteren Thema auseinandersetzen: den Stückzinsen. Dies ist entscheidend, um die Seitwärtsrendite berechnen zu können. Die Preisstellung eines BRC wird «dirty» oder «clean» angezeigt. In ersterem Fall werden die zum Zeitpunkt des Kaufs oder des Verkaufs aufgelaufenen Zinsen im Geld-Brief-Kurs berücksichtigt. Folglich spiegelt der Kurs stets den tatsächlichen Wert des BRC. Beim Clean Pricing werden die Stückzinsen nicht im Preis eingerechnet, sondern gesondert ausgewiesen.

Anlegern, die nicht über die Zeit verfügen, attraktive gebrauchte BRC selbst herauszufiltern, bietet sich am Markt eine Hilfestellung. Emittenten durchforsten ihren eigenen, an der SIX kotierten BRC-Fundus regelmässig nach aussichtsreichen Varianten. Auch besteht die Möglichkeit, mit einem Rendite-monitor-Tool ein individuelles Screening vorzunehmen.

Robin Lemann, Public Distribution Schweiz, UBS Investment Bank

Rendite von BRC

Entwicklung der durchschnittlichen Rendite (Median) von Barrier Reverse Convertibles



So vielfältig strukturierte Produkte sind, so anspruchsvoll ist ihr Zusammenbau, damit sie optimal ins Portefeuille passen.

Vorstoss in die Vorsorge

PENSIONS-KASSEN Der dritte Beitragszahler, die Rendite, lahm. Statt schwindende Leistungen zu beklagen, lohnt es sich, auf moderne Anlageinstrumente zu setzen.

Georg von Wattenwyl

Strukturierte Produkte geben per Definition ein Zahlungsverprechen, das über zwei unterschiedliche Strategietypen realisiert werden kann. Ein Zahlungsverprechen ist mehr als nur ein Leistungsversprechen und kann deshalb eine Pensionskasse dabei unterstützen, ein Renditeziel mit höherer Wahrscheinlichkeit zu erreichen.

Bei strukturierten Produkten handelt es sich nicht um eine eigene Anlageklasse, sondern um Substitute, die in Bezug auf eine bestimmte Anlageklasse die Direkt- oder die Kollektivanlage ersetzen oder ergänzen können. Betrachtet man heute eine typische Asset Allocation von Pensionskassen, erkennt man, dass sich das Vermögen in die Kategorien Aktien, Obligationen, alternative Anlagen und Immobilien unterteilt – so weit, so gut. Doch strukturierte Anlagelösungen werden heute, wenn überhaupt, fast ausschliesslich im Bereich alternativer Investments eingesetzt. Meist geht es darum, Zugang zu einem bestimmten Basiswert, zum Beispiel einem Rohstoff, zu erlangen.

EIN EFFIZIENTERES PORTFOLIO

Dies allein greift jedoch nicht weit genug, denn strukturierte Produkte können dank ihren Eigenschaften durchaus auch in den liquiden Klassen Aktien und Obligationen durch gezielte alternative Strategien zu mehr Portfolioeffizienz führen. Sei es durch ein gezieltes Abschöpfen von Risikoprämien oder durch den Einsatz von Lösungen mit Auszahlungsprofilen, mit denen bestimmte Markterwartungen und Anlageanforderungen gewinnbringend kombiniert werden können.

Der Zinsertrag bricht weg, und die Marktbewertungen befinden sich auf dem Höchststand. Über die nächsten fünf Jahre muss bei Staatsanleihen entwickelter Länder mit einer sehr tiefen und sogar negativen Rendite gerechnet werden. Gegenwärtig rentieren bereits 28% aller Anleihen der Industrieländer negativ. Für Pensionskassen stellt dies in

zweierlei Hinsicht ein Problem dar. Steigen die Zinsen, stehen in vielen Portfolios grosse Bewertungsverluste ins Haus; dies drückt auf den Deckungsgrad. Ausserdem wird beim gegenwärtigen Zinsniveau zu wenig Rendite generiert.

Eine Alternative zu herkömmlichen Obligationen sind Credit Linked Notes, bei denen die Höhe der Rückzahlung wie bei einer Obligation davon abhängt, ob

«Der Vermerk «kostenintransparente Anlage» ist für strukturierte Produkte überholt.»

der Referenzschuldner seinen Verpflichtungen nachkommt. Sie kombinieren als liquides, oft kotiertes Produkt die Anleihe eines Emittenten mit dem Verkauf einer Kreditversicherung (CDS). Je nach Marktkonstellation kann dank dieser Kombination eine deutlich höhere Rendite erzielt werden als mit einer herkömmlichen Obligation – bei vergleichbarem Schuldnerisiko, sofern die Credit Linked Notes mit einer Pfandbesicherung ausgestattet sind. Die Flexibilität bei der Ausgestaltung ist ein grosser Vorteil. Punkto Kreditrisiko des Referenzschuldners kann wahlweise ein Einzelwert oder ein Korb aus Referenzschuldnern gewählt werden, und die Laufzeit lässt sich genau auf Erfordernisse des Portfolios zuschneiden.

ERWARTETE RENDITE EINGRENZEN

Das Prinzip der Renditeoptimierung dank Referenzschuldner wird in konventionellen Anlagen durch strukturierte Produkte lässt sich auch bei Aktienpositionen anwenden. Dabei kann die Zusammensetzung von strukturierten Produkten statisch oder dynamisch (bei Letzterem insbesondere rollierend) sein.

Bei linearen Lösungen (auch Tracker genannt) geht es meistens darum, über eine regelbasierte Strategie ein besseres Chancen-Risiko-Verhältnis zu erreichen.

Solche Strategien bewahren sich oft in einem bestimmten Marktregime, das viele Jahre dauern kann. Verändert sich das Regime, steht einer Anpassung des Portfolios in Form eines Verkaufs dieses Produkts nichts im Weg. Meist handelt es sich um liquide, gut handelbare Lösungen.

Bei der nichtlinearen Lösung geht es wie bereits beschrieben darum, mit einem ganz bestimmten Auszahlungsprofil eine Markterwartung optimal mit den Anlageanforderungen zu kombinieren. Finanztechnisch werden gewisse Marktentwicklungen (Gewinne und Verluste) «weggeschnitten» und zugunsten einer höheren Wahrscheinlichkeit einer bestimmten Rendite «reinvestiert». Diese Transformation erlaubt es der Pensionskasse, eine höhere Aktienquote einzugehen als ohne Einsatz von strukturierten Produkten und so eine bessere Rendite zu erreichen.

ARGWOHN UNGERECHTFERTIGT

Die Anlagerichtlinien der beruflichen Vorsorge (BVV2) erlauben strukturierte Produkte, nur wird das Potenzial bei weitem nicht genutzt. Will man das ändern, müssen sich die Verantwortlichen vernehmlich mit den Anwendungsmöglichkeiten der Produkte auseinandersetzen und mit Vorurteilen aufräumen. Oft reichen einfache Aufklärung und Ausbildung.

Zudem sollten die Behörden erkennen, dass in den letzten Jahren sehr viel in Transparenz und Aufklärung bei strukturierten Produkten investiert wurde. Daher ist der Vermerk «kostenintransparente Anlage» für strukturierte Produkte im Geschäftsbericht einer Pensionskasse längst überholt. Pensionskassen haben ein Anrecht darauf, dass die anvertrauten Gelder vorsichtig und professionell angelegt werden. Nehmen die Anlageverantwortlichen ihre Verantwortung wahr, bekommt der dritte Beitragszahler – die Rendite – auch wieder eine bessere Chance, Pensionskassen von Leistungskürzungen und Beitragserhöhungen abzuhalten.

Georg von Wattenwyl, Präsident Schweizerischer Verband für Strukturierte Produkte, SVSP