

ANLAGEKLASSE COM VERPACKUNG WIRD



MODITIES: RELEVANT



Tulpenzwiebeln, Immobilien, Holz, Mais, Rohöl oder Gold: Seit Menschengedenken sind es Rohstoffe und deren grundsätzliche Knappheit, welche der Welten Lauf massgebend beeinflussen. Sie ernähren uns, helfen bei Transport und Fortbewegung oder wärmen unsere Behausungen. Mit ihnen lassen sich aber auch weltumspannende Handelsgeschäfte tätigen. Als Anlageinstrumente finden sie allerdings erst in Ansätzen Verwendung. Das erstaunt; von der Vielfalt entsprechender Investitionsmöglichkeiten sind heute jedenfalls kaum mehr Grenzen gesetzt. Anleger gehen bei Rohstoffanlagen gemeinhin davon aus, dass diese bezüglich Preisentwicklung eine tiefe Korrelation zu traditionellen Wertpapieranlagen aufweisen, die Renditen im Portfolio mithin langfristig stabilisieren und folglich das Portfoliorisiko senken. Rohstoffe bergen auf längerfristige Optik ein sicherlich immenses Potenzial, doch müssen wir noch im Detail lernen, mit ihnen im Rahmen der Vermögensanlage richtig umzugehen – beispielsweise in der aktuellen Börsensituation.

Entsprechende Fragen diskutieren ausgewählte Fachexperten mit der B2B-Redaktion. Die Gesprächspartner sind Markus W. Amstutz (Future Trade AG, Zürich), Ronald P. Angst (Picard Angst Commodities AG, Pfäffikon), Konstantin Gapp (J.P. Morgan, London), Peter Labhart (Clariden Leu AG, Zürich) und Georg von Wattenwyl (Bank Vontobel, Zürich).

Wie lässt sich die Lage am Rohstoffmarkt heute am ehesten kurz umschreiben?

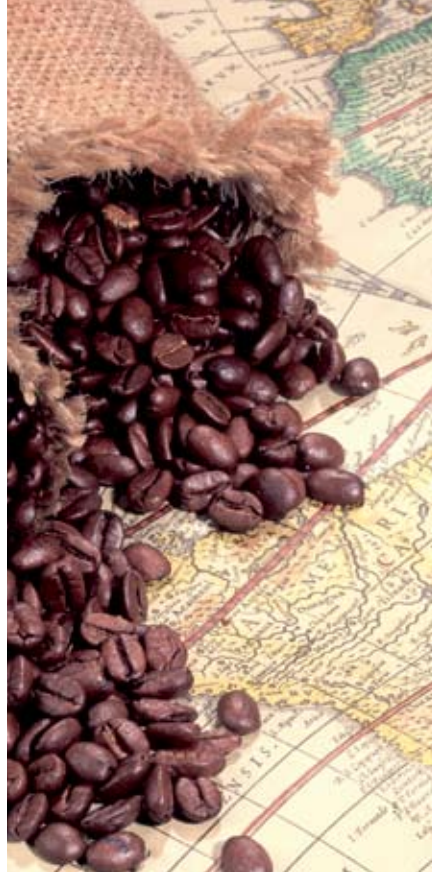
Amstutz: Mit dem Einbruch der Aktienmärkte wurden bedeutende Kapitalmengen, die in Rohstoffzertifikate investiert waren, abgezogen. Die Folge war eine negative Preisspirale. Viele Anleger spüren diese Entwicklungen direkt in ihren Portfolios, da sie meistens auf passive Indexprodukte gesetzt haben. Diese Instrumente sind nicht geeignet, in einer solchen Marktsituation die Anleger vor Verlusten zu schützen oder sogar positive Renditen zu erzielen. Es fällt auf, dass diese Eigenschaften einzig aktiv gehandelten Rohstoff-Futures, so genannten Managed Futures Funds, vorbehalten sind.

Angst: Das Ende der langjährigen Hausse an den Rohstoffmärkten kam sehr abrupt. Lediglich der Sektor der Edelmetalle konnte das erreichte Niveau teilweise behaupten. Insbesondere Gold und Silber konnten von ihrem Charakter als sicherer Hafen in Krisenzeiten profitieren. Seit dem Tiefpunkt im Dezember 2008 haben sich die Rohstoffmärkte bei weiterhin hoher Volatilität leicht erholt und sind in einen Seitwärtstrend übergegangen. Vor diesem Hintergrund bieten sich gegenwärtig nicht-direktionale «Short Volatility»-Strategien an, d.h. das Schreiben von Put-Optionen.

Wie kann man Rohstoffe heute kategorisieren und in welche wird gegenwärtig am meisten investiert?

Labhart: Sinnvoll ist heute die Klassifizierung in Energie, Basismetalle, Edelmetalle, Agrarrohstoffe – also primäre Proteine – und in tierische Proteine. Diese Sektoren bilden die wichtigsten Angebots- und Nachfragesegmente, über die sich liquide Strategien aufbauen lassen. Der grösste Sektor punkto Liquidität und Volumen bleibt der Energiesektor; er ist im GSCI-Index deutlich übergewichtet. Geht es um die Diversifikation eines Portfolios, so ist die Gleichgewichtung der Energie-, Metall- und Agrarsektoren allerdings vorteilhafter.

Wie haben sich in den letzten Jahren Formen und Artenvielfalt im Rohstoffuniversum verändert?



von Wattenwyl: Strukturierte Produkte haben breiten Anlegerkreisen erstmals einen vielfältigen Zugang zur Anlageklasse der Rohstoffe ermöglicht. Während die ersten Produkte vor allem die Partizipation an entsprechenden Rohstoffkategorien ermöglichten, haben sich zunehmend Strategiezertifikate durchgesetzt, die auch Contango- oder Backwardation-Situationen berücksichtigen und dadurch optimierte Anlageansätze erlauben.

Amstutz: Es mag stimmen, dass es heute deutlich mehr Produkte gibt. Allerdings finden sich viele Anleger im Dickicht zwischen strukturierten Produkten, Hedge Funds und Private Equity-Angeboten kaum mehr zurecht. Das Zeitalter der passiv gehandelten Indexprodukte ist meines Erachtens vorbei. Es empfiehlt sich deshalb, auf aktiv gehandelte Futures-Fonds zu setzen, die sowohl in steigenden als auch in fallenden Märkten eine positive Rendite erzielen können.

Direkte Investitionen sind aus nahe liegenden Gründen oft nicht möglich, das Rohstoffgeschäft in seiner Unmittelbar-

«Commodity-Spezialisten sind keine Spieler, sondern disziplinierte Marktteilnehmer, welche die Maxime «Kapitalerhalt vor Gewinnmaximierung» hochhalten.»

Markus W. Amstutz

keit nicht greifbar. Über welche Anlageinstrumente und mit welchen Techniken können Investitionen in Commodities getätigt werden?

Gapp: Anlegern stehen hierfür im Wesentlichen zwei Lösungen offen: strukturierte Produkte und Rohstofffonds. In beiden Fällen beruhen die Investments in der Regel auf Derivaten. Gerade bei der diskutierten Anlageklasse zeigt sich jedoch der Mehrwert von strukturierten Produkten darin, dass sie dem Anleger einen einfachen und effizienten Zugang zu dieser Asset-Klasse überhaupt erst ermöglichen.

Angst: Genau. Um der zunehmenden Bedeutung der Anlageklasse Rohstoffe gerecht zu werden, offerieren Banken und Börsen mittlerweile ein breites Angebot an Produkten, neuerdings gar Exchange Traded Funds. Mittels strukturierten Produkten lassen sich massgeschneiderte Auszahlungsprofile implementieren, welche die spezifische Marktmeinung und Risikopräferenz widerspiegeln.

Labhart: Für mich spielt bei dieser Frage die Erwartungshaltung des Investors eine zentrale Rolle. Oft orientiert er sich an der Steigerung der Spot-Preise von Rohstoffen, hat aber keinen unmittelbaren Zugriff auf diese. Investitionen über Futures bedeuten zwar eine geringere Korrelation zu Aktienmärkten sowie einen besseren Hebel für den Inflationsschutz, doch sind neben dem Spotpreis die Renditen durch das notwendige Rollen der Futures vor dem Verfall zu berücksichtigen. Diese Rollrenditen können durchaus einen «Gegenwind» von 15% jährlich bedeuten, der durch die

Preissteigerung des Rohstoffs erst wettgemacht werden muss. Aktien mit starker Rohstoffabhängigkeit weisen gerade im aktuellen Bewertungsumfeld viel Potenzial auf und sollten nebst Futures in Betracht gezogen werden.

Angst: Bei der Anlage in Rohstoffaktien darf aber die hohe Korrelation mit der allgemeinen Entwicklung der Aktienmärkte nicht ausser acht gelassen werden, was den oft zitierten Diversifikationseffekt der Anlageklasse verwässert.

Fonds oder strukturierte Produkte: Wann ist welcher Art von Verpackung der Vorzug zu geben?

Gapp: Im Gegensatz zu einem strukturierten Produkt hängt der Erfolg eines aktiv verwalteten Fonds wesentlich vom Können des Managers ab. Strukturierte Produkte sind dagegen meist viel flexibler als Fonds. Der Käufer investiert passiv in eine bestimmte Struktur und kann das Risiko/Ertrags-Profil je nach Risikoappetit und Erwartungen gezielt und individuell gestalten. Die Kunden wissen, dass strukturierte Produkte Inhaberschuldverschreibungen sind und dass somit das Insolvenzrisiko des Emittenten zu berücksichtigen ist. Die Strukturierungsexperten haben hier inzwischen allerdings Lösungen gefunden, dieses Risiko deutlich zu reduzieren oder sogar auszuschalten.

Labhart: Als nachhaltig ausgerichtete Bausteine im Portfolio empfehlen wir Fonds mit diversifizierten Rohstoff-Anlagestrategien. Aktive Strategien auf qualitativer oder quantitativer Basis lassen sich gut in Fonds realisieren. Strukturierte Produkte eignen sich derweil bestens zur taktischen Umsetzung besonderer Investitionschancen, sei dies die temporäre Übergewichtung einzelner Rohstoffe oder die Ausnutzung von Besonderheiten der Futures-Kurven, zum Beispiel ausserordentlicher Rollrenditen oder saisonaler Anomalien.

Gapp: Es gilt hier noch zu bedenken, dass traditionelle UCITS-Fonds gewisse Strategien nur bedingt nachbilden können. Ich denke da insbesondere an das ausgeprägte Shortselling, welches nur «echten» Hedge Funds vorbehalten ist.



von Wattenwyl: Zertifikate überzeugen neben ihrer angesprochenen Flexibilität auch mit kurzen Einführungszeiten. Dynamische quantitative Strategien lassen sich unseres Erachtens optimal über Zertifikate abbilden. Bei aktiv verwalteten Produkten, bei denen spezifische Marktkenntnisse gefragt sind zwecks Auswahl der besten Titel, können Fondsmanager durch ihre Erfahrung und ihr Know-how einen Mehrwert generieren.

Gapp: Richtig, allerdings sollte nicht unerwähnt bleiben, dass sich durch aktives Management auch Zusatzkosten ergeben, die bei passiven strukturierten Produkten nicht anfallen.

Welche Marktsituation eignet sich besonders für den Einstieg in einen Rohstofffonds und woran erkennt man diese?

Amstutz: Die Marktsituation ist unseres Erachtens nicht massgebend, da es aktive Handelsmodelle gibt, die sowohl bei steigenden als auch fallenden Kursen Mehrwert bieten können. Jede Marktsituation eröffnet folglich Möglichkeiten zum Einstieg in entsprechende Rohstoff-Fonds. Der erfolgreiche Commodity-Trader macht sich keine Gedanken, ob der Markt fällt oder steigt, da er mit Long- als auch Short-Positionen operiert.

Gapp: Das ist durchaus richtig. Viele Anleger haben allerdings den Einstieg in Rohstoffe auf Grund des hohen Preisniveaus gescheut. Nun, da die Märkte korrigiert

haben, besteht die Möglichkeit zum Einstieg auf tieferen Levels.

Welche Rolle werden Commodities in der Welt der Kapitalanlagen spielen? Bleiben sie periphere Portfolio-Bausteine?

«Wir setzen auf Transparenz; Innovationen zu verkaufen ist zwar spannend, bringt dem Kunden ausser Verunsicherung aber nichts.»

Ronald P. Angst

Amstutz: Rohstoffe werden im Portefeuillekontext eine immer bedeutendere Rolle einnehmen, sei es mit Blick auf die Absicherung oder optimalere Gestaltung nach Risiko/Rendite-Überlegungen. Bis anhin waren etwa Aktien von Minengesellschaften beliebt. Kann eine Minengesellschaft nun aber wegen Stromausfall zum Beispiel kein Platin mehr abbauen, fällt ihr Wert – dies auch dann notabene, wenn der Preis des Platins weiter steigt. Bei Investoren setzt sich nun vermehrt die Erkenntnis durch, dass Aktien von Unternehmen im Rohstoffmarkt einer ganz anderen Logik gehorchen können als die Rohstoffmärkte selbst. Nur eine Investi-

tion in den Rohstoff selbst kann das Problem lösen. Dabei sind Futures-Fonds anderen Rohstoffanlagen in allen Punkten deutlich überlegen.

von Wattenwyl: Die Anlage in Rohstoffe wird eher zunehmen als abnehmen – da gehe ich mit Herrn Amstutz einig. Einerseits bieten sie Mehrwert durch ihren Diversifikationseffekt, andererseits können sie in turbulenten Zeiten durchaus als sicherer Hafen dienen. Das Gold soll hier exemplarisch als Beispiel dienen.

Wie verhalten sich institutionelle Anleger mit Blick auf Rohstoff-Investments? Wie könnte aktuell eine sinnvolle Portfolio-Beimischung aussehen?

Labhart: Institutionelle Anleger rücken Aspekte wie Diversifikation und Inflationsschutz in den Vordergrund. Die «Versicherungswirkung» von Rohstoffen wurde diesbezüglich über die letzten 30 Jahre nachgewiesen. Entsprechend investieren institutionelle Anleger oftmals in passive, indexreplizierende Produkte. Um das Risiko einer physischen Rohstofflieferung zu verringern, sind Finanzprodukte auch für grosse und institutionelle Anleger sicherer als das direkte Halten von Futures. Aus risikotechnischen Überlegungen ist eine Beimischung von unterschiedlichen Rohstoffen im Umfang von 5% bis 10% sinnvoll – dies zumal die Ausgabefreudigkeit der G20-Staaten im Zuge der Finanzkrise in starken Inflationsdruck münden dürfte.

Die Anlageindustrie ist seit jeher sehr innovativ, nicht zuletzt auch bei den Angeboten mit Rohstoff-Fokus. Wer gibt den Lesern Einblick in die aktuellen Produkt-Novitäten?

Angst: Wir sehen eine klare Verschiebung der Hedge Fund Exposures aller Kategorien zu den verschiedensten Rohstoffen – dies insbesondere bei institutionellen Anlegern. Auch diesbezüglich geben wir dem Kunden den Rat «keep it simple»; er soll sich also auf möglichst einfach strukturierte Produktangebote fokussieren. Wir selber setzen auf Transparenz; Innovationen zu verkaufen ist zwar spannend,





bringt dem Kunden ausser Verunsicherung aber nichts.

Amstutz: Zu dieser Frage zitiere ich gerne noch einen letzthin in der Neuen Zürcher Zeitung erschienenen Artikel. Da steht, dass der Rollertrag in den letzten Monaten wegen verbreiteter Contango-Situationen oft negativ ausfiel, was dem Vernehmen nach zur Folge habe, dass Investoren sich aktiveren Anlagestilen zuwenden («Die internationalen Rohwarenmärkte im März», Artikel in der Neuen Zürcher Zeitung vom 7. April 2009, Anmerkung der Redaktion). Ich persönlich bin überzeugt, dass mit Blick auf das Phänomen der Rollverluste die Produkte mit aktivem Handelsansatz

einen grösseren Wertzuwachs generieren können.

Wie lässt sich die Lage beschreiben bezüglich Obligationenanlagen im Rohstoffbereich?

von Wattenwyl: Im Obligationenbereich unterscheiden die Investoren aktuell weniger nach Anlagekategorien, sondern vielmehr nach Bonität. Produkte auf Obligationenanlagen mit Rohstoffcharakter sind selten.

Rohstoffanlagen sind zu einem nicht geringen Teil im Segment der Alternative Investments zu finden. Wie stehen die entsprechenden Produkte in der

gegenwärtigen Anlegergunst und gilt dies für sämtliche Commodities gleichermaßen?

Labhart: Das Image von Rohstoffanlagen hat 2008 aus zwei Gründen gelitten: In der ersten Jahreshälfte dominierte der enorme Preisanstieg von Nahrungsmitteln und Energie, in der zweiten Jahreshälfte war es unter anderem der Preiszerfall wie beim Erdöl. In beiden Fällen wurde das Übel in der angeblichen Spekulation vermutet und vorschnell mit dem Finger auf entsprechende Finanzinvestoren gezeigt. Dabei wird allerdings übersehen, dass sich diese nicht in die physischen Warenströme einschalten. Sie sind weder Preistreiber noch horten sie aus spe-

kulativen Motiven Rohstoffe in geheimen Lagerhäusern.

Angst: Aufgrund der anhaltend hohen Verunsicherung und damit einhergehenden Risikoaversion vieler Anleger stossen gegenwärtig Strukturen mit Kapitalschutz auf grosses Interesse – dies notabene trotz ungünstiger Rahmenbedingungen wie tiefer Zinsen oder hoher Volatilitäten. Mit Blick auf die hohen Volatilitätswerte versprechen jedoch strukturierte Produkte, bei denen Volatilität verkauft wird, derzeit attraktivere Gewinnchancen. Allgemein erschwerend gilt die Tatsache, dass sich bis auf Sojabohnen praktisch sämtliche wichtigen Rohstoffmärkte gegenwärtig in einer ausgeprägten Contango-Konstellation befinden. Aktuell beobachten wir ein reges Interesse an Edelmetallen, insbesondere Gold und Silber, sowie an Kupfer und Rohöl und stellen überdies eine hohe Nachfrage nach physisch unterlegten ETF fest.

Im SRI-Bereich sind Commodity-Anlagen wegen Zielkonflikten nicht ganz unbestritten: Welche Rolle spielen diese bei der nachhaltig ausgerichteten Kapitalanlage?

Angst: Gerade im Rahmen des anziehenden Wachstums von alternativen Energieträgern ergibt sich mittlerweile für ethische, soziale oder an Umweltauflagen gebundene Anlagemandate ein breites Spektrum geeigneter Investitionsmöglichkeiten. Neben Solar- und Windenergieprojekten stellen speziell die Bio-Treibstoffe – insbesondere Zucker – einen zukunfts-trächtigen und nachhaltigen Rohstoffsektor dar.

Amstutz: Ich warne davor, den Rohstoffhandel per se als nicht nachhaltig zu qualifizieren. Der Rohstoffhandel und im speziellen der Handel mit Rohstoffderivaten trägt massgeblich zu einer grösseren Marktliquidität und Preisstabilität bei. So kann ein Plantagenbesitzer in Lateinamerika mit Terminkontrakten bereits heute den Wert seiner Ernte in sechs Monaten absichern.

von Wattenwyl: Es gibt Möglichkeiten, in Unternehmen zu investieren, die gleichzeitig nachhaltige Standards erfüllen und

auch von der Rohstoffverknappung profitieren. Wasser ist ein solches Beispiel.

«Wer sich weniger den Veränderungen der Terminkurve aussetzen will, sollte in verschiedene Laufzeiten investieren, um den Einfluss des Rolleffekts zu glätten.»

Konstantin Gapp

Rohstoffe haben keinen Bruttogewinn und kein Kurs/Gewinn-Verhältnis: Welche spezifischen Eigenschaften und Fähigkeiten sind in der Analyse von Rohstoffanlagen gefragt?

Amstutz: Sicher ist, dass kaum ein anderer Markt von so vielen Einflussfaktoren geprägt ist wie die Rohstoffmärkte. In einem ersten Schritt ist deshalb einzig die technische Chartanalyse zu verlässlichen Aussagen fähig. Diese kann in einem zweiten

Schritt um fundamentale Erkenntnisse ergänzt werden, wozu es ebenso unkonventionelles Denken braucht wie die Bereitschaft, mit den äusserst flexiblen Märkten Schritt zu halten.

Erfolgreiche Commodity-Spezialisten sind vom Naturell her eher Händler-Charaktere. Was denken Sie?

Amstutz: Richtig. Die erfolgreichen CTA kommen eher aus der Händler-Ecke, da sie die Rohstoff-Futures nach quantitativen und nach diskretionären Ansätzen aktiv bewirtschaften. Dies kann nur «on the job» erlernt werden.

Labhart: Wer mit Rohstoffanlagen auf die Portefeuille-Diversifikation zielt, ist mit impulsiven Händler-Charakteren grundsätzlich schlecht beraten. Die Konsistenz der Anlagestrategie, die systematischen Aspekte der Futureskurven sowie fundamentale Treiber des Preisverhaltens stehen bei Investments im Vordergrund. Händler-Charaktere sind eher dort gesucht, wo Anlagen in einzelne Rohstoffe die Rendite steigern sollen. Schliesslich ist die Volatilität einzelner Rohstoffe schnell einmal doppelt so hoch wie bei Aktien.

Amstutz: Die wirklich erfolgreichen Commodity-Spezialisten sind ganz im Gegenteil keine Spieler, sondern disziplinierte Marktteilnehmer, welche die Maxime «Kapitalerhalt vor Gewinnmaximierung» hochhalten.

Wie lässt sich über strukturierte Produkte heute in Rohstoffe investieren? Gibt es dabei Ansätze mit unterschiedlichem Risiko?

Gapp: Strukturierte Produkte haben bekanntlich den Vorteil, dass Käufer damit eine spezifische Markterwartung gezielt umsetzen können. Glaubt man zum Beispiel an einen fallenden Rohölpreis und eine sinkende Volatilität und will von der steilen Contango-Situation im Öl profitieren, so lässt sich dies mit einem kurzlaufenden Bearish Reverse Convertible umsetzen.

Angst: Mit strukturierten Produkten eröffnet sich dem Anleger zudem die Möglichkeit, ein Auszahlungsprofil festzulegen, das





auf seine Risikopräferenz massgeschneidert ist. Der risikoaverse Anleger kann auf Produkte zurückgreifen, welche eine Rückzahlung des eingesetzten Kapitals ungeachtet der Entwicklung des zugrunde liegenden Rohstoffes sicherstellen.

Gapp: Für Investoren mit einer höheren Risikobereitschaft können Produkte mit einem gewissen Leverage durchaus sinnvoll sein.

Angst: Genau. Dem chancenorientierten Anleger bieten Partizipationsprodukte eine proportionale oder auch gehebelte Teilnahme an der Wertentwicklung. Renditeoptimierungsprodukte wiederum ermöglichen die Erzielung attraktiver Renditen auch in seitwärts tendierenden Märkten.

von Wattenwyl: Im Bereich der Absicherung gibt es einerseits die klassischen Mechanismen wie vollständiger oder bedingter Kapitalschutz. Andererseits werden auch Strategiezertifikate angeboten, die das Risiko einer Rohstoffanlage gezielt reduzieren. Ein Beispiel dafür sind die Vontobel Managed Risk Indizes. Diese reduzieren bei erhöhtem Risiko die Partizipation am entsprechenden Rohstoffindex und ermöglichen so die Erzielung stabilerer Renditen.

Rohstoff-Investments werden oft mit Futures-Strategien implementiert. Worauf muss in der heutigen Situation dabei besonders geachtet werden; wo liegen die Gefahren?

Gapp: Bei einer Investition in Rohstoffe wird über die Terminbörse in Futures investiert. Wenn ein lang laufender Futureskontrakt teurer ist als ein kurz laufender, spricht man von einer so genannten Contango Situation. Anleger können in einer solchen Phase theoretisch Gewinne erzielen, wenn sie den Rohstoff physisch kaufen, diesen sicher und kosteneffizient lagern und auf Termin teurer verkaufen. Einige Marktteilnehmer haben dies kürzlich versucht, indem sie Öl-Tanker nebst Ladung in einem Hafen für ein Jahr abstellten und die Ladung im Terminmarkt verkauften. Sind Rohstoffe für die sofortige Lieferung nun teurer als für die Lieferung auf Termin, spricht man hingegen von



einer Backwardation. Historisch betrachtet geht diese Situation mit einer Verknappung der derzeitigen Liefermengen und folglich einem hohen Preis für eine sofortige Lieferung einher.

Amstutz: Bei Rohstoff-Zertifikaten besteht jeweils das Risiko von Rollverlusten, wenn ein Markt im «Contango» steht. Bei einem aktiv gehandelten Rohstoff-Fonds hingegen kann dieser Effekt ausgeglichen werden, da er mit Long- und Short-Positionen operiert. Die Gewinne beziehungsweise Verluste werden dann im jeweiligen Terminmonat realisiert und dem Margin-Konto des Fonds gutgeschrieben. Erst dann wird ein neuer Trade mit der selben Anzahl Kontrakte im neuen Monat eröffnet.

Labhart: Wer sich lediglich auf den Spot-Preis fokussiert, kann das Gefühl für eine «realistische Rendite» verlieren. Um Rollverluste kleiner zu halten, sind optimierte Indizes und eine aktive Positionierung auf der Futures-Kurve notwendig. Die Ölkurve zum Beispiel ist ein perfektes Beispiel dafür, wie schnell Backwardation in Contango umschlagen kann. Spread-Strategien innerhalb der Futures-Kurve mit Fremdkapitaleinsatz sind in diesem Umfeld äusserst gefährlich. Ein Trugschluss ist ausserdem, stets nur auf Rohstoffe in Backwardation zu setzen. Solche Portfolios bergen grosse Klumpenrisiken, denn es ist nicht untypisch, dass von den 30 liquidesten Rohstoffen 25 oder mehr in Contango sind.

Gapp: Es gibt inzwischen allerdings Strategien, die versuchen, das Risiko von Rollverlusten zu minimieren. Der JPMorgan Commodity Curve Index strebt beispielsweise an, die Schwankungsbreite des Rolleffektes zu vermindern, indem er in verschiedene Rohstoffe und innerhalb dieser in Futureskontrakte mit verschiedenen Laufzeiten investiert.

Wo liegen die besonderen Chancen bzw. Gefahren bei Investments in Rohstoffe über derivative Strukturen?

Angst: Bei börsengehandelten Derivaten sehen wir Vorteile in den vergleichsweise tiefen Transaktionskosten. Der Futureskontrakten inhärente Hebel erlaubt eine

äusserst kosteneffiziente Umsetzung von Anlagestrategien, erfordert jedoch zugleich diszipliniertes Risikomanagement. Bei Rohstoffen stellt die Ausprägung und Entwicklung der jeweiligen Terminmarktkurven einen zusätzlichen, häufig schwer quantifizierbaren Risikofaktor dar.

Amstutz: Die Chancen liegen darin, quantitative und/oder diskretionäre Handelsstrategien direkt auf den Futureskontrakt anzuwenden, was die Performance nachhaltig verbessert. Die Herausforderung auf der anderen Seite ist, die offenen Positionen rechtzeitig zu schliessen, um eine physische Lieferung zu verhindern. Den Umgang mit diesen Charakteristika, verbunden mit einem aktiven Risiko- und Money-Management, ist die hohe Kunst des Commodity-Tradings und verlangt deshalb nach äusserst erfahrenen Spezialisten.

Angst: Während bei börsengehandelten Rohstoff-Derivaten das Gegenparteirisiko aufgrund der Zwischenschaltung einer Clearingstelle der Börse in der Praxis vernachlässigbar ist, darf dieser Risikofaktor bei ausserbörslich gehandelten OTC-Derivaten und damit auch bei strukturierten Produkten nicht ausser acht gelassen werden. Jüngst auf Basis so genannter Special Purpose Vehicles entwickelte Ansätze versuchen dieser Problematik durch Auslagerung und Bewirtschaftung von betroffenen Sicherheiten in Sondervermögen zu begegnen.

von Wattenwyl: Es gelten unseres Erachtens die gleichen Grundsätze wie für andere Hebel- oder Anlageprodukte auch: Funktionsweise, Anlagehorizont und Portfoliokontext müssen berücksichtigt werden. Ein besonderes Augenmerk ist zusätzlich auf die Volatilität zu richten.

Wie lässt sich das aktuelle Universum der strukturierten Produkte mit Commodity-Bezug beschreiben?

von Wattenwyl: Grundsätzlich werden alle vier Hauptkategorien heute über Zertifikate abgedeckt – also Edelmetalle, Agrarrohstoffe sowie Energiewerte. Auf grösste Nachfrage stösst im aktuellen Umfeld ohne Zweifel Gold. Weiter werden Produkte auf Öl nachgefragt.



Aufgrund der Contango-Situation ist aber ein Investment in diese schwieriger umsetzbar.

«Springen die Stimulus-Programme im Infrastrukturbereich an und erholt sich die Wirtschaft, wird das knappe Angebot erneut zum Preistreiber.»

Peter Labhart

Sind quantitative Ansätze weit verbreitet bei Rohstoff-Investments?

Amstutz: Quantitative Ansätze sind geradezu ein Wesensmerkmal von Rohstoff-Investments, im Speziellen von Rohstofffonds. Unsere quantitativen Handelsmodelle generieren anhand von verschiedenen Parametern, technischen Indikatoren und Marktdaten laufend Kaufs- und Verkaufsinstruktionen nach festgelegten Regeln.

Labhart: Quantitative Ansätze lassen sich bei Rohstoffen aufgrund der hohen Liquidität der Futuresmärkte effektiv besonders gut umsetzen. Sie sind aufgrund der Volatilität auch sinnvoll. Allerdings sind entweder hohe Adaptivitäts-Anforderungen an die Modelle zu stellen oder eine Kombination aus Technik und manu-

eller Überwachung sowie Intervention – dies deshalb, weil bereits vor der Finanzkrise viele traditionelle Muster ausser Kraft gesetzt wurden.

Gapp: In der Tat sind quantitative Ansätze wie zum Beispiel Momentum- bzw. Trendfolgestrategien für Rohstoffinvestments weit verbreitet. Hintergrund dafür sind vor allem das relativ unelastische Rohstoffangebot und die enge Verzahnung der Rohstoffnachfrage mit den Wirtschaftszyklen. Konkret hat J.P. Morgan vor drei Jahren mit dem JPMorgan Commodity IGAR Index eine Long/Short-Momentumstrategie mit 24 Rohstoffen entwickelt. Die Performance besticht auch in einem Bärenmarkt wie 2008 mit mehr als 15% Return über Cash.

Da und dort liest man, dass mit geschicktem Rollieren Gewinne erzielt werden können. In welcher Grössenordnung bewegen sich diese im Vergleich zu einem durchschnittlichen Gesamtertrag?

Gapp: Durch geschicktes Rollen können kontinuierlich Gewinne erzielt werden, allerdings nur solange die Kurve in ihrer Form verhart. Eine feste Grössenordnung anzugeben ist schwierig. Fest steht allerdings, dass Rolleffekte einen grossen Einfluss auf die Rendite haben und demnach bei einer Investitionsentscheidung nicht vernachlässigt werden dürfen. Insbesondere gilt dies, wenn nur an einem Punkt der Terminkurve investiert und gerollt wird. Wer

sich weniger den Veränderungen der Terminkurve aussetzen will, sollte in verschiedene Laufzeiten investieren, um den Einfluss des Rolleffekts zu glätten. Dafür geeignete Indizes sind zum Beispiel der UBS Bloomberg CMCI Index oder der JPMorgan Commodity Curve Index.

Die Zinsen spielen eine wichtige Rolle bei Rohstoffpreisen. Wie lässt sich die Interdependenz am besten beschreiben?

Angst: Boomende Rohstoffmärkte gehen in der Regel mit einem Anstieg inflationärer Erwartungen einher und führen längerfristig zu Gegenmassnahmen durch die Zentralbanken. Falls steigende Zinsen durch Inflation verursacht sind, führt das in der Folge zu einer Nachfrageerhöhung nach Rohstoffen. Für die Ausgestaltung insbesondere von kapitalgeschützten Produkten auf Rohstoffe bietet ein hohes Zinsniveau attraktive Rahmenbedingungen. Dadurch lassen sich beispielsweise höhere Partizipations- oder Coupon-Raten erzielen.

Welche Herausforderungen ergeben sich, wenn Rohstoffanlagen miteinander verglichen werden müssen?

Labhart: Für einen fairen Vergleich muss man genau berücksichtigen, welche aktiven Elemente mitspielen – ich denke da zum Beispiel an die Gewichtung der Rohstoffe, die Wahl der Instrumente oder die Roll-Strategie – und wie diese das Risiko/Ertrags-Profil verändern.

Amstutz: Ein Vergleich ist eigentlich nur bei nahezu identischen Instrumenten möglich. Vielmehr sollten sich Anleger mit der einem Produkt zugrunde liegenden Mechanik vertraut machen. Investiert ein Produkt passiv oder aktiv? Nach welchen Ansätzen funktioniert ein Handelsmodell – quantitativ und/oder diskretionär? Welchen Kriterien folgt das Money- und Risikomanagement?

Gapp: Anleger sollten sich zunächst im Klaren sein, auf welchen Basiswert sich das Investment beziehen und welcher Indextyp als sinnvoller Vergleichsmaßstab herangezogen werden sollte. In der Praxis werden noch immer recht häufig Preisindizes, Excess Return-Indizes und Total Return-In-



dizes verwechselt. Ein Preisindex ist für einen Anleger im Grunde nicht replizierbar, da ein physisches Halten des Rohstoffs angenommen wird. Ein Excess Return-Index berücksichtigt neben der Preisbewegung auch Rollgewinne oder -verluste und ein Total Return-Index überdies noch eine Zinskomponente.

Eben wurden verschiedene Arten von Vergleichsindizes genannt. Was lässt sich denn im Rohstoffsegment über Orientierungshilfen wie Indizes sagen?

Gapp: Es ist relativ schwierig, Indizes miteinander zu vergleichen, nicht zuletzt weil in jüngster Vergangenheit eine wahre Flut neu entwickelt wurde. Bei marktbreiten Indizes hängt die Performance beispielsweise wesentlich von der Zusammensetzung und der Gewichtung der enthaltenen Rohstoffe ab. Einige Indizes weisen zudem hohe Gewichtungen im Energiesektor auf und sind somit zum grössten Teil der Spot- und Rollrendite von Öl ausgesetzt.

Angst: Über das gestiegene Engagement von institutionellen Anlegern im Rohstoffsegment hat die Bedeutung von Indizes als Benchmark bzw. Investitionsstrategie stark zugenommen. Um ein repräsentatives Abbild der Rohstoffmärkte zu gewährleisten, sollte sich ein Index bei der Auswahl und Gewichtung von Rohstoffen nicht allein auf Produktionszahlen stützen, sondern auch deren Handelsumsätze berücksichtigen. Dabei ist eine Beschränkung auf liquide Kernrohstoffe sinnvoll, insofern ein effizienter Diversifikationsgrad erhalten bleibt. Der Einsatz einfacher und transparenter Konstruktionsmechanismen sichert die kosteneffiziente Replizierbarkeit und erleichtert die Nachvollziehbarkeit der Index-Entwicklung. Der im eigenen Haus entwickelte Picard Angst Commodity-Index setzt diese Prinzipien um und zeigt gegenüber den grossen etablierten Rohstoffindizes über einen Zeitraum von zehn Jahren ein sehr vorteilhaftes Risiko/Ertrags-Profil.

Indexnahes Investieren in Rohstoffe erfreut sich zunehmender Beliebtheit. Welches sind denn die massgeblichen Gründe hierfür?

von Wattenwyl: Die Gründe sehe ich hier in der Diversifikation, sei dies über einen bekannten Index oder einfach über einen Basiswertkorb aus einer bestimmten Rohstoffkategorie bzw. mehreren Kategorien. Über einen Index zu investieren ist einfacher, da die Direktanlage in mehrere Rohstoffe technisch schwierig umzusetzen ist.

Labhart: Wer mit Rohstoffanlagen die Diversifikation in den Vordergrund rückt, sollte sich auf indexnahe Strategien und Produkte konzentrieren. Investoren übersehen dabei aber oft, dass es keine objektiven Rohstoffindizes gibt. GSCI, Reuters-CRB, DJ-AIG, RICI, UBS-BB-CMCI: all diese Indizes stehen für eine Anlagestrategie, hinter der unterschiedliche Annahmen betreffend Rohstoffselektion, Rohstoffgewichtung und Rollmechanismen stehen. Entsprechend deutlich können die Unterschiede betreffend Rendite und Volatilität ausfallen.

Gapp: Viele institutionelle Investoren haben sich eine Benchmark in Form eines Commodity Index gegeben und wollen diese mit möglichst niedrigem Tracking Error zunächst einmal im Kern replizieren, was zwangsläufig zu einem indexnahen Investieren führt. Um Alpha zu generieren, wird nun in einem zweiten Schritt versucht, eine Overlay-Strategie zu implementieren. Hierfür können verschiedene Wege in Betracht gezogen werden. Eine beliebte Strategie besteht im Ausnutzen

der Futureskurve und dem damit verbundenen optimierten Rollen des Exposures. J.P. Morgan hat dafür die Contag Overlay-Strategie entwickelt, um dies systematisch zu handhaben.

«Breit diversifizierte Rohstoffzertifikate, die periodisch an geänderte Marktverhältnisse angepasst werden, können ein interessantes Investment darstellen.»

Georg von Wattenwyl

In welcher Phase des Rohstoff-Zyklus stehen wir heute? Wie können sich Investoren gegen allfällige Kursstürze absichern? Was ist bezüglich der Timing-Frage zu beachten?

von Wattenwyl: Dynamische Strategie-zertifikate mit unbegrenzter Laufzeit ermöglichen einen jederzeitigen Einstieg in die Anlageklasse der Rohstoffe. Viele Experten erwarten durch die anhaltende Bevölkerungszunahme langfristig steigende Rohstoffpreise. Trotz der Preiskorrekturen in den letzten neun Monaten aufgrund der konjunkturellen Abkühlung sehen sie die langfristigen Wachstumstreiber intakt.



facts

Firmenmeinungen über Rohstoff-Investments

Clariden Leu AG

Rohstoffanlagen bieten die langfristigen Vorteile der Diversifikation und des Inflationsschutzes. Wer auf einzelne Rohstoffe mit aktivem Timing setzt, sollte dies nur aus «Spas am Renditepotenzial» und mit grosser Risikofreudigkeit tun. Die Chancen sind intakt, da staatliche Stimulus-Programme weltweit den Infrastrukturaufbau ankurbeln, während die entsprechende Finanzierung die Inflation anheizen dürfte. Brummt der Konjunkturmotor wieder lauter, dürfte sich zeigen, dass die Kapazitätsprobleme im Rohstoffangebot keineswegs gelöst sind. Futures und Rohstoff-Aktien sollten als «Paket» genutzt werden.

Clariden  Leu

Future Trade AG

In Zukunft wird ein optimal diversifiziertes Portefeuille rund zehn Prozent des Anlagevermögens in aktiv gehandelte Rohstoff-Fonds investieren. Der Einsatz transparenter Produkte ist für Anleger entscheidend, um das Gegenparteirisiko zu eliminieren. Die Optimierung und Diversifikation des Portfolios mit Rohstoffen basiert dabei auf den aktiven Investmentgrundsätzen von CTAs (Commodity Investment Advisors), was die Performance der letzten 30 Jahre eindrücklich aufzeigt. Mit Blick auf Rohstoffe haben in der Vergangenheit passive Strategien, unter anderem der «Buy&Hold»-Ansatz, nicht reüssiert.

 futuretrade

J.P. Morgan

Viele Anleger haben Rohstoffe in ihrer Asset Allokation noch gar nicht erschlossen oder sind ausschliesslich in Gold als einzigem Rohstoff investiert. Andere haben den Einsteig bewusst nicht auf den sehr hohen Preislevels der letzten Jahre gewagt. Diese durchaus smarten Investoren haben nun die Möglichkeit, auf tieferen Levels langfristig einzusteigen. Natürlich sollten Anleger nicht in einzelne Rohstoffe investieren. Das Schlagwort sollte nach wie vor «Diversifikation» lauten, denn nur wer ein breit aufgestelltes Portfolio besitzt, kann in der Regel auch in schwierigen Marktlagen profitieren.

J.P.Morgan

Picard | Angst Commodities AG

Die Picard Angst Commodities AG ist ein unabhängiger Lösungsanbieter mit hoher Fachkompetenz im Rohstoffsektor. Die Experten beraten interne und externe Kunden bei der strategischen Asset-Allokation von Rohstoffen und Rohstoffderivaten im Portfolioverbund und bei der Entwicklung von strukturierten Produkten. Zu den Dienstleistungen gehört die kontinuierliche Überwachung und Analyse der globalen Rohstoffmärkte. Der hauseigene Rohstoffindex «Picard Angst Commodity Index» unterstreicht das Engagement im Rohstoffbereich deutlich und bildet heute die Messlatte für viele Fondsprodukte.

 Picard | Angst

Bank Vontobel AG

Als Emittentin legt die Bank Vontobel besonderen Wert auf eine möglichst breite Vielfalt an Strukturen. Da eine Diversifikation über alle Anlageklassen hinweg einen wesentlichen Beitrag zum langfristigen Anlageerfolg leistet, wird in der Produktstrategie auch grosser Wert auf ein breites Angebot an Basiswerten gelegt. Deshalb führt die Bank Vontobel einen integrierten Produktansatz und offeriert strukturierte Produkte auf alle Anlageklassen inklusive Rohstofflösungen. Dies ermöglicht Anlegern, individuelle Marktmeinungen auf Aktien, Zinsen, Währungen, Rohstoffe oder Obligationen gezielt umzusetzen.

 VONTOBEL

Amstutz: Obwohl die Preise für den Einstieg in die Rohstoffmärkte im Moment günstig erscheinen, ist der Zeitpunkt im Prinzip sekundär. Jede Marktsituation birgt Chancen, um mit dem richtigen Instrument eine positive Rendite zu erzielen. Kursstürze schaffen unter diesen Gesichtspunkten attraktive Möglichkeiten, um mit einer Long/Short-Strategie auch von fallenden Märkten zu profitieren.

Ein Wort konkret zur Währungsabsicherung?

Angst: Die Basiswährung sämtlicher wichtiger global gehandelter Rohstoffe ist der US-Dollar. Die Frage, inwiefern ein Hedge der sich aus Rohstoffengagements ergebenden Fremdwährungsexposition sinnvoll ist, kann konkret nur im Rahmen einer spezifischen Einzelfallbetrachtung und unter Berücksichtigung der aktuellen Asset Allocation beantwortet werden.

Amstutz: Eine effektive Währungsabsicherung ist jedenfalls nicht umsonst zu haben.

Bei passiven Indexprodukten hat sich die Währungsabsicherung zwar etabliert – ich denke da konkret an die Quanto-Zertifikate –, aber de facto wird das Währungsrisiko dort nur in ein anderes verwandelt, was zudem mit hohen Kosten verbunden ist. Die besten Fonds mischen deshalb einfach Währungen und Zinsen in ihre Portfolios, womit im Risikoprofil in etwa die gleiche Absicherung erreicht wird.

Die Preise einzelner Rohstoffe werden durch politisch motivierte Entscheidungen immer mal wieder drastisch verändert. Wie hoch schätzen Sie die Gefahr eines abrupten Richtungswechsels heute ein?

Labhart: Der Ruf nach Preisregulierung war im ersten Halbjahr 2008 rund um den Agrarsektor besonders hoch. Auch die Subventionierung von Energie hatte in den letzten Jahren immer wieder zu Verzerrungen geführt. Die Effekte waren im Agrarbereich deutlich grösser als bei

Erdöl, als Beispiele nenne ich hier Zucker oder Weizen. Gewisse politische Ambitionen rund um alternative Treibstoffe sind «dank der Finanzkrise» vorerst jedenfalls etwas in den Hintergrund getreten; abrupte Wechsel in diesem Jahr daher unwahrscheinlich.

Amstutz: Ich betrachte das Szenario eines abrupten Wechsels ebenfalls als eher unwahrscheinlich, da die Rohstoffpreise nicht nur von der Politik, sondern vielmehr von einer ganzen Reihe von Faktoren beeinflusst werden. Dazu gehören industrielle Entwicklungen, konjunkturelle Schwankungen und landwirtschaftliche Veränderungen sowie klimatische Bedingungen. Insbesondere letztere dürften in Zukunft einen massiv stärkeren Einfluss auf die Preisentwicklung haben.

Welche geopolitischen Risiken sehen Sie derzeit, von denen einzelne Rohstoffpreise negativ beeinflusst werden könnten?



Angst: Zurzeit sehen wir schlichtweg keine solchen.

Wie sehen Sie den mittelfristigen Anlegesausblick für Rohstoffe? Wie sind die verschiedenen Rohstoffe heute bewertet und welche Produkte/Produktform empfehlen Sie heute aus welchen Gründen?

Labhart: Die fundamentalen Probleme auf der Angebotsseite von Rohstoffen sind nicht gelöst. Eine Vielzahl wichtiger Projekte zum Kapazitätsausbau wurde gestoppt. Springen die Stimulus-Programme im Infrastrukturbereich an und erholt sich die Wirtschaft, wird das knappe Angebot erneut zum Preistreiber. Dies wird 2010 definitiv ein Thema. Auf dem aktuellen Preisniveau mit der «Chance» auf eine hohe Inflation sind Futures und Aktien interessant.

Amstutz: Die Erwartung, dass nach Ende der Krise die Rohstoffpreise bis in alle Ewigkeit nur noch steigen, ist sicher falsch. Vielmehr gilt es, jetzt schon eine Strategie zur Ausnutzung positiver wie negativer Marktentwicklungen zu wählen. Dabei ist auch nicht so wichtig, auf welche

Rohstoffe man setzt: Technische Analysemethoden garantieren, dass die jeweils beste Wahl getroffen wird.

Gapp: Betrachtet man die Produktseite, so empfiehlt sich als reines Beta-Investment in jedem Fall ein Index, der über die Kurve verteilt investiert, zum Beispiel der JPMorgan Commodity Curve Index. Investoren, die hingegen mehr auf Alpha setzen, finden in der JPMorgan Commodity IGAR Indexstrategie eine interessante Alternative. Kurzfristig können auch taktische Positionen eingegangen werden, beispielsweise ein Verkauf der überwiegend hohen Volatilität.

Angst: Wir schätzen die mittelfristigen Aussichten für Rohstoffe sehr positiv ein. Die Indizes bewegen sich nach Rückschlägen von etwa 50% derzeit mehr oder weniger auf Niveaus des Jahres 2002. Inflationsbereinigt und währungsadjustiert entspricht dies Ständen aus den 80er Jahren. Wir empfehlen auf den heutigen Levels speziell Getreide und Zucker. Investitionen sollten dabei über nachvollziehbare und transparente Produkte erfolgen.

von Wattenwyl: Breit diversifizierte Rohstoffzertifikate, die periodisch an geänderte Marktverhältnisse angepasst werden, können auf mittlere Frist ein interessantes Investment darstellen. Der Vontobel Managed Risk Index Commodity beispielsweise ermöglicht über eine dynamische Allokation zwischen Geldmarkt- und Rohstoffanlagen vergleichbare Renditen wie der S&P GSCI TR Index, allerdings bei deutlich tieferem Risiko. Zudem spielt hierbei das Timing keine Rolle.

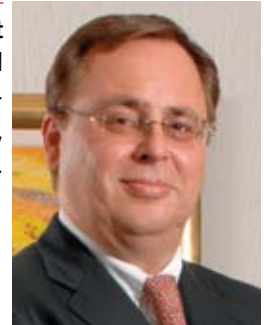
Markus W. Amstutz

Geschäftsführer und Rohstoff-Fondsmanager, Future Trade AG, Zürich.



Ronald P. Angst

Partner, Picard Angst Commodities AG, Pfäffikon.



Konstantin Gapp

Vice President bei J.P. Morgan, London.



Dr. Peter Labhart

Head Alternative Investments, Clariden Leu AG, Zürich.



Georg von Wattenwyl

Head Advisory and Distribution Financial Products, Bank Vontobel, Zürich.

