Wie funktionieren *Constant Leverage-Zertifikate?*

Seit 2012 ist der Produkttyp dank Pionierarbeit der Commerzbank hierzulande etabliert. Der konstante Hebel sorgt für überdurchschnittliche Gewinnchancen bei kräftigen Kursbewegungen. Auf- und Abschwünge müssen allerdings scharf beobachtet werden.

www.stoinvacanza.it

Dieter Haas

Faktorzertifikate, wie sie anfänglich hiessen, bilden die Brücke zwischen Anlageprodukten (Tracker-Zertifikaten) und den Hebelprodukten. Sie ermöglichen eine überproportionale Partizipation an der Performance des Underlyings. Ausnahmen sind Constant Leverage-Zertifikate (CLS) mit einem einfachen Hebel. Ihre Kursentwicklung orientiert sich 1:1 an der Performance des Basiswertes. Der Produkttyp enthält neuartige Features wie einen konstanten Hebel. Es gibt aber auch Schwächen, die vor allem in langwierigen Seitwärtsmärkten zum Vorschein kommen. Wer die Kategorie richtig anwendet, der findet in ihnen eine einfache und transparente Alternative im Bereich der Hebelprodukte.

Etablierter Markt in der Schweiz und Deutschland

Pionier im Schweizer Markt war die UBS. Sie führte im Jahre 2009 zweifach gehebelte Long- und Short-Zertifikate auf die Edelmetalle Gold und Silber auf Rohöl der Sorte WTI sowie auf den Swiss Market Index (**SMI2L** bzw. **SMI2S**) ein. Danach tat sich lange nichts mehr. Erst als im Jahre 2012 die Commerzbank Faktorzertifikate auf verschiedene Basiswerte, von Einzelaktien über Rohstoffe und Zinsen bis hin zu Volatilitätsfutures, emittierte, begann die Geschichte Fahrt aufzunehmen. Mit der Royal Bank of Scotland kam noch im selben Jahr ein dritter Emittent hinzu. Der definitive Durchbruch gelang 2014 mit dem Eintritt der Bank Vontobel. Sie lancierte auf einen Schlag eine vergleichbare Anzahl an Constant Leverage-Zertifikaten wie die Commerzbank und verhalf so dem Produkttyp zur notwendigen Marktbreite. Anfang Mai waren 1'318 Constant Leverage-Zertifikate an der SIX Structured Products Exchange gelistet. In Deutschland ist das Angebot grösser. Hier teilten sich am 5. Mai 2015 sieben Emittenten (Commerzbank, Deutsche Bank, Raiffeisen Centrobank, Hypo Vereinsbank, HSBC Trinkaus & Burkhardt, DZ Bank und Bank Vontobel) eine Gesamtzahl von 3'517 Faktorzertifikaten. Die höhere Anzahl geht in Deutschland einher mit einer stärkeren Nachfrage im Vergleich zur Schweiz.

BEISPIEL 1: ZWEI AUFEINANDERFOLGENDE POSITIVE TAGE

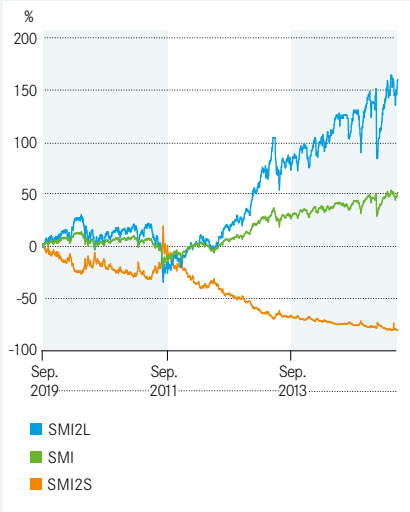
	Kurs SMI	Rendite SMI	Kurs SMI2L	Rendite SMI2L	Kurs SMI2S	Rendite SMI2S
Tag 0	7'249.47	-	202.50	-	26.85	-
Tag 1	7'397.39	2,04%	208.30	2,86%	26.05	-2,98%
Tag 2	7'553.89	2,12%	217.50	4,42%	24.90	-4,41%
Tag 0 – Tag 2	-	4,20%	7,41%	-	-7,26%	-

BEISPIEL 2: NEGATIVE GEFOLGT VON POSITIVEN RENDITEN

	Kurs SMI	Rendite SMI	Kurs SMI2L	Rendite SMI2L	Kurs SMI2S	Rendite SMI2S
Tag 0	8'723.04	-	297.75	-	16.20	-
Tag 8	8'057.54	-7,63%	250.75	-22,89%	19.10	22,89%
Tag 21	8'718.02	8,20%	295.75	24,59%	16.10	-24,59%
Tag 0 – Tag 21	-	-0,06%	-0,67%	-	-0,62%	-

Quelle: Derivative Partners

PERFOR. SMI2L UND SMI2S VS. SMI



Quelle: Bloomberg

Das Konzept

Der Grundmechanismus ist einfach und transparent. Ein Constant Leverage-Zertifikat multipliziert den täglichen prozentualen Gewinn oder Verlust des Basiswertes mit einem vordefinierten Faktor. Am häufigsten sind Multiplikatoren von 1 bis 4 erhältlich. Inzwischen werden aber auch CLCs mit höheren Multiplikatoren offeriert. Bei Aktien liegt die aktuelle Obergrenze bei zwölf. Zinsprodukte können wegen der kleinen Schwankungen deutlich stärker gehebelt werden. Bei kurzfristigen Zinsen (3M EURIBOR) gibt es daher sogar CLCs mit einem Hebel von 40.

Die Funktionsweise

Wenn der SMI um 1% zulegt, verteuert sich z.B. ein Long-CLC mit Hebel 4 um 4%, während das entsprechende Short CLC 4% verliert. Vermindert wird diese Performance durch eine Indexgebühr. Im Falle von **CBWDN** beträgt sie 0,50% p.a., während das ebenfalls vierfach gehebelte **FI4LSM** 1,0% p.a. an Indexgebühr verrechnet. Die Zinskomponente für den Hebel mindert den Wert von Long-Derivaten zusätzlich, während Short-Produkte davon profitieren. Bei kurzer Haltedauer sind diese Komponenten allerdings vernachlässigbar, zumal wegen des Tiefzinsumfelds der Zinsaspekt derzeit praktisch wegfällt.

Einfache Suche

Anleger müssen sich vor jedem Kauf eines Warrants mühsam durch Listen kämpfen, um das optimale Derivat bezüglich Laufzeit, Strike und impliziter Volatilität zu finden. Ähnlich verhält es sich mit Mini-Futures und Knock-Out-Warrants, deren Hebel sich je nach Abstand des Basiswertkurses zum Knock-Out laufend verändern. Diese Probleme stellen sich bei CLCs nicht, denn die Produkte sind unabhängig von der impliziten Volatilität. Sie weisen keine Knock-Out-Schwellen auf und haben keine Laufzeitbeschränkung. Entsprechend kann mit einer sehr übersichtlichen Produktpalette operiert werden. Neuemissionen wegen veränderten Marktbedingungen sind nur dann nötig, wenn der Basiswert sich lange Zeit in eine Richtung entwickelt oder eine endlose Seitwärtsphase durchläuft. In diesem Falle kann ein CLC wertmässig derart viel an Terrain verlieren, dass er unter eine kritische Schwelle von rund CHF 0.30 fällt. Ab diesem Zeitpunkt wird die Sache unattraktiv. Gemäss Andreas Stocker von der Commerzbank führt das zu folgender Problemstellung: Einerseits steigt der prozentuale Spread auf unhaltbare Höhen. So weist beispielsweise ein Faktor-Zertifikat, das zwei auf drei Rappen (Geld/Brief) notiert, einen Spread von einem Rappen bzw. 50% auf. Andererseits ist die Sensitivität des Produkts in diesen Kursniveaus sehr tief. In solchen Fällen fallen CLCs im Prinzip ausser Rang und Traktanden. Ihre Open-end-Laufzeit macht keinen Sinn mehr. Daher hat die Commerzbank etliche abgestürzte CLCs Ende März dekotiert (siehe Online-Interview auf *www.payoff.ch* – unter Rubrik wählen vom 17. März 2015) und beabsichtigt, inskünftig regelmässig Bereinigungen ihrer Palette durchzuführen.

Problem der Pfadabhängigkeit

Am Tagesende wird das Produkt neu ausbalanciert, was bedeutet, dass der Faktor nur innerhalb eines Tages präzise gilt. Beispiel 1 zeigt die Problematik auf. Gewinnt der SMI zwei Tage aufeinander gut 2%, oder insgesamt 4,20%, beträgt die Gesamtrendite des 2x Long-Faktorzertifikates 7,41% (etwas weniger als das Doppelte), während das 2x Short-Faktorzertifikat nur 7,26% verliert. Diese Ungenauigkeit resultiert aus der Tatsache, dass sich (sog. diskrete) Renditen nicht direkt addieren lassen. Während in diesem Beispiel der Investor nicht ganz das Zweifache der Performance erzielte, kann der Faktor vor allem bei länger anhaltenden Trends auch übertroffen werden. So stieg beispielsweise der SMI zwischen dem 3. März und dem

20. März 2015 auf Basis der Schlusskurse um 3,76%, während **SMI2L** um 10,53% zulegte. Ungünstig sind in der Regel schwankende Kurse des Basiswertes. Im Beispiel 2 sinkt der Kurs des SMI innerhalb acht Tagen von CHF 8'723.04 auf CHF 8'057.54, um anschliessend in den nächsten 13 Tagen wieder auf CHF 8'718.02 anzusteigen. Während der Inhaber eines SMI-Futures gesamthaft nahezu eine Nullperformance verbucht, verliert ein Constant Leverage-Zertifikat an Wert – egal, ob long oder short. Je volatiler das Underlying und je höher der Hebel des Zertifikates ist, desto stärker wirkt sich dieser Effekt auf die Performance des Derivates aus.

Beispiel SMI

Ab Spätsommer 2012 sorgte der stetige Anstieg des SMI für eine starke Performance des CLC **SMI2L**, während sein Short-Pendant **SMI2S** massiv an Wert verlor. Constant Leverage-Zertifikate sind ideal, um auf Trends zu setzen. Je länger diese anhalten, umso stärker kann sich ein Constant Leverage-Zertifikat entfalten. In der Regel sind Auf- bzw. Abwärtsbewegungen jedoch eher kurzer Natur. In solchen Fällen macht eine Buy and Hold-Strategie keinen Sinn.

Schutz vor Totalverlust

Eine weitere Besonderheit von Constant Leverage-Zertifikaten ist ein Mechanismus, der den Anleger vor einem Totalverlust schützt: Angenommen, der Preis eines Basiswertes fällt innerhalb von einem Börsentag um 25%, dann würde ein long CLC mit Hebel von 4 wertlos verfallen. Um dies zu verhindern, wird bei einer bestimmten Verlustschwelle des Underlyings (für **CBWDM** bei 20%) ein neuer Handelstag simuliert. Das bedeutet, dass der Inhaber des Zertifikates erst 4 x 20% verliert und danach 4 x 5%, was sich insgesamt in einem Verlust von 84% statt 100% niederschlägt. Das mag für so manchen Trader ein schwacher Trost sein, doch im Worst Case zählt bekanntlich jeder Rappen, den man nicht als Verlust verbuchen muss.

Perfektes Timing ist das A und das O

CLCs eignen sich trotz ihrer endlosen Laufzeit vor allem für die kurzfristige Spekulation (long und short) auf einzelne Basiswerte. Wenn auf stark volatile Underlyings gesetzt wird, ist die zeitliche Präzision von entscheidender Bedeutung. Bei Warrants, Mini-Futures oder Knock-out-Warrants ist der Verlauf des Basiswertes eher zweitrangig, sofern er sich nicht zu weit vom Strike entfernt oder den Stop-Loss nicht tangiert. Falls er am Ende den gewünschten Ort erreicht, spielt das Zwischengeplänkel nur eine untergeordnete Rolle. Ganz anders sieht das bei CLCs aus. Hier ist die Vermeidung von Rückschlägen äusserst wichtig, denn diese wirken sich überproportional auf die Gesamtperformance des Derivates aus. Wer mit dieser Problematik umgehen kann und im Gegenzug die Zeitersparnis für die Produktsuche schätzt, findet in den CLCs eine attraktive Nische im Bereich der Hebelprodukte. Stimmt das Timing, dann geht mit ihnen in Windeseile die Post ab: «In der Kürze liegt die Würze.» ■

Anzeige

Einzigartig.
COSI® – Investieren mit minimalem Emittentenrisiko.

Collateral Secured Instruments – kurz: COSI® – sind Strukturierte Produkte mit erhöhtem Anlegerschutz. Ihre weltweit einzigartige Pfandbesicherung senkt das Emittentenrisiko auf ein Minimum. Das macht COSI® zu einer auffallend sicheren Anlage für private wie auch institutionelle Investoren. Möchten Sie tiefer gehende Informationen über die Besonderheiten von COSI®? Dann besuchen Sie unsere Website: **www.six-structured-products.com/COSI**

SIX Swiss Exchange

STRUCTURED PRODUCTS SIX