






SMI 
9439,91 1.28%DAX 
10301,54 0.21%Dow Jones 
23537,68 0.14%Euro/Fr. 
1,0509 -0.18%Dollar/Fr. 
0,9692 0.45%Gold (\$/oz.) 
1725,20 -0.12%Erdöl (Brent) 
28,12 0.43%

Stand 22.12 Uhr

Helfen Hebelprodukte durch die Krise?

Die Kursausschläge an den Börsen verstärken das Interesse an spekulativen strukturierten Produkten

CHRISTIAN GATTRINGER

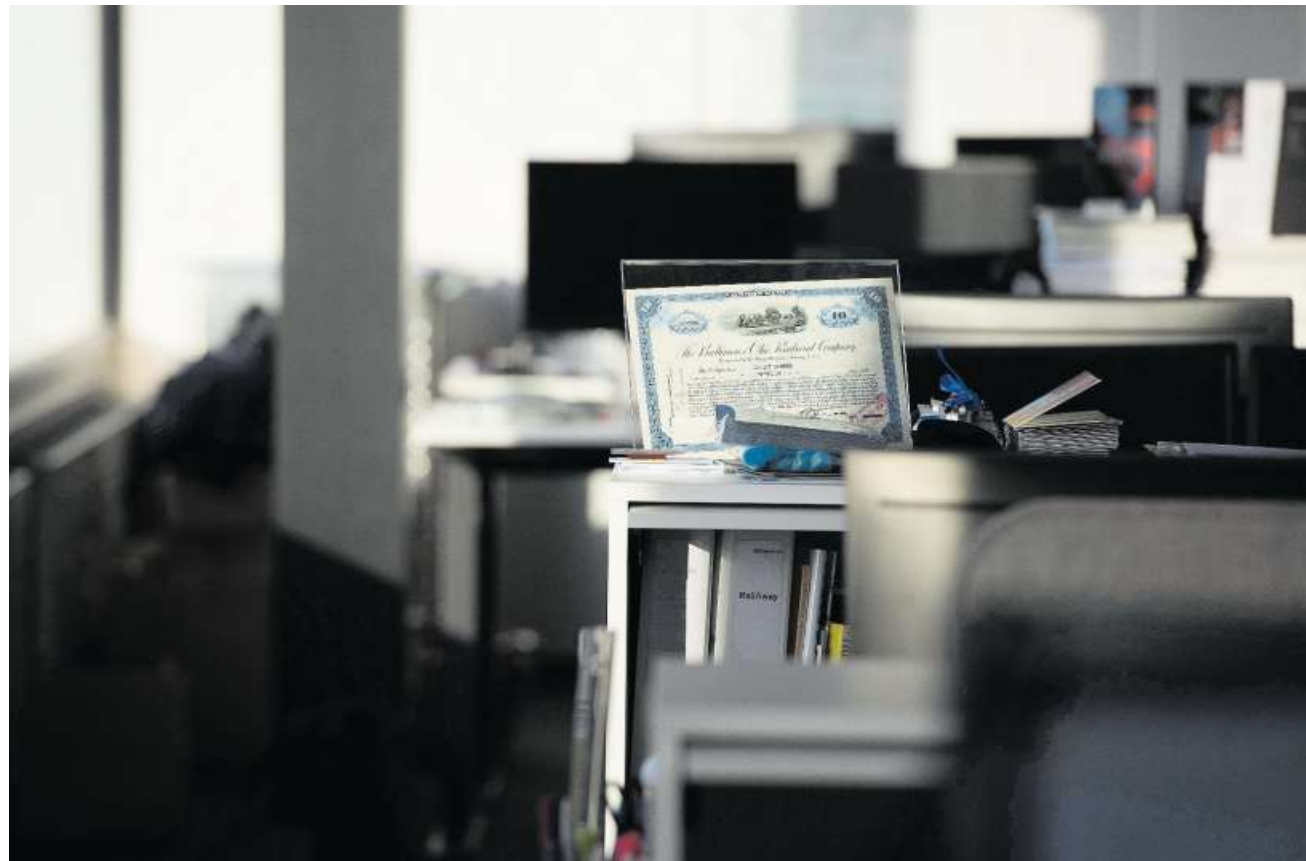
Die Corona-Krise hat die Finanzmärkte auf eine noch vor kurzem kaum vorstellbare Achterbahnfahrt geschickt. Selbst grosse Aktienindizes haben in den vergangenen Wochen Kursausschläge verzeichnet, die in normalen Zeiten bei Einzeltiteln selten zu beobachten sind. Das Schweizer Leitbarometer Swiss-Market-Index (SMI) etwa schloss am 12. März um volle 9,6% tiefer als am Vortag. Das war der grösste Tagesverlust seit dem 16. Oktober 1989. Der Ausschlag in die Gegenrichtung von 7,0% am 24. März war dagegen der grösste Tagesgewinn seit dem 6. Oktober 1998, als der SMI um 7,7% in die Höhe geschossen war.

Solche Extreme bereiten langfristig orientierten Anlegern Bauchschmerzen, locken aber gleichzeitig Spekulanten aller Art an die Märkte. Dies illustriert etwa die Handelsaktivität im Derivatensegment der Schweizer Börse SIX. Mit 4,45 Mrd. Fr. erreichte das gesamte Handelsvolumen an der SIX Structured Products im März einen Spitzenwert. Besonders rege war die Aktivität bei Hebelprodukten, deren Handelsumsatz sich gegenüber dem Durchschnitt der Vormonate beinahe verdreifachte – auf etwa 1,5 Mrd. Fr.

Absicherung des Depots

Hebelprodukte sind Finanzinstrumente, mit denen Anleger mit geringem Kapitaleinsatz verstärkt an der Entwicklung eines Basiswerts – etwa einer Aktie oder eines Indexes wie dem SMI – teilhaben können. Der «Hebel» gibt dabei das Ausmass der Verstärkung an. Wer etwa ein Hebelprodukt mit einem Hebel von 5 kauft, gewinnt 10%, wenn der Basiswert um 2% zulegt. Umgekehrt schlagen auch Verluste des Basiswerts verstärkt auf das eigene Investment durch.

Mit solchen Produkten kann man auch auf fallende Kurse setzen und so allenfalls das Depot absichern. Wer also beispielsweise davon ausgeht, dass die Aktienbörsen aufgrund der Corona-Krise noch einmal deutlich abtauchen



An der Schweizer Börse SIX – im Bild ihre Büros in Zürich – waren Hebelprodukte im März sehr gefragt.

CHRISTIAN BEUTLER / KEYSTONE

werden, kann auf Mini-Futures der Marken «bearish» und «short» oder auf Put-Warrants setzen.

Die Vielzahl von Hebelprodukten in der Schweiz lässt sich prinzipiell in die zwei Kategorien Warrants und Mini-Futures einordnen. Warrants sind verbrieft Optionen; der Käufer erwirbt das Recht, den Basiswert zu einem späteren Zeitpunkt zu einem fixen Preis, dem Ausübungspreis oder Strike, zu kaufen (Call-Option) oder zu verkaufen (Put-Option). Wie sich der Wert dieser Option entwickelt, hängt von einer Reihe von Faktoren ab. Dazu zählen der Kurs des Basiswerts, aber auch die Zeit bis zum Ablauf – je kürzer, desto billiger wird die Option – und das Kurs-

risiko des Basiswerts, die sogenannte Volatilität. Eine Option ist umso wertvoller, je grösser die Kursausschläge des Basiswerts sind, weil es dadurch wahrscheinlicher wird, dass die Option am Ende der Laufzeit «im Geld» ist, man also beim Call den Basiswert günstiger erwerben und beim Put teurer verkaufen kann als jeweils an der Börse.

Die Volatilität an den Börsen ist infolge der Covid-19-Krise sprunghaft angestiegen. Der VSMI, ein Index, der die Volatilität des SMI misst, steht etwa derzeit bei knapp 36 Punkten, etwas weniger als doppelt so hoch wie noch Mitte Februar. Mitte März stand er kurzzeitig sogar bei 84 Punkten, dem höchsten Wert seit dem Ausbruch der Finanz-

krise im Jahr 2008. Das macht Optionen und Warrants deutlich teurer, womit der Preis der Spekulation, aber auch derjenige der Absicherung des Portfolios durch Put-Warrants stark gestiegen ist.

Bei Mini-Futures spielt die Volatilität dagegen keine Rolle für den Preis. Ein Mini-Future ist im Prinzip eine Investition in den Basiswert, bei welcher der Emittent einen Teil des Kaufpreises vorschiesst, den sogenannten Finanzierungs-Level. Kauft ein Anleger etwa für 20 Fr. einen Mini-Future auf eine Aktie mit einem Kurswert von 100 Fr., liegt der Finanzierungs-Level bei 80 Fr. Steigt der Aktienkurs um 5 Fr., so legt der Mini-Future um den gleichen Betrag zu, was einem Anstieg von 25% entspricht. Um-

gekehrt verliert der Anleger aber auch 25% seines Geldes, wenn der Aktienkurs um 5% sinkt. Somit schlagen Kursänderungen verstärkt auf die investierte Summe durch. Nähert sich der Kurs des Basiswerts dem Finanzierungs-Level zu stark an, verfällt der Mini-Future.

Dies ist auch einer der wichtigsten Unterschiede für Privatanleger: Entwickeln sich bei klassischen Warrants die Kurse nicht in die erwartete Richtung, verlieren die Papiere zwar stark an Wert. Man kann aber später wieder in die Gewinnzone kommen, wenn sich die Kursentwicklung umdreht. Bei Mini-Futures (aber auch bei Warrants mit Knock-out) ist das investierte Geld dagegen verloren, wenn es vorübergehend allzu weit in die falsche Richtung geht. Wer zu spät richtig liegt, kann sich davon nichts mehr kaufen.

Dennoch griffen Investoren derzeit verstärkt zu Mini-Futures und anderen Produkten mit Knock-out, sagt David Schmid, Head of Investment Solutions bei Leonteq. Auch viele Privatanleger hätten derzeit eindeutige Erwartungen an die Marktentwicklung, die die Basis für ein Investment in Hebelprodukte darstellen. Schmid empfiehlt aber, nicht zu allzu stark gehebelten Produkten zu greifen, eben weil hier das Risiko, währenddessen ausgebremst zu werden, deutlich grösser ist.

Auf den Emittenten achten

Wie bei allen Finanzprodukten gilt auch für Warrants und Mini-Futures: Vor dem Kauf sollte man sich mit der Funktionsweise der Zertifikate vertraut machen. Besonders wichtig sind auch die Qualitäten des Emittenten im Handel mit den eigenen Produkten. Dies bedeutet, insbesondere in Krisenzeiten verlässlich Preise für die ausgegebenen Produkte zu stellen und die Spanne zwischen Geld- und Briefkurs (Bid-Ask-Spread) möglichst gering zu halten. Andernfalls läuft der Anleger Gefahr, eine unangenehme Überraschung zu erleben, wenn er sein Hebelprodukt in turbulenten Zeiten wieder verkaufen möchte.

Darum konnten sich auch die stabilen Nebenwerte nicht halten

Vom Mythos «Ausserbörsliche Aktien sind krisenresistent» müssen sich die Investoren verabschieden

WERNER GRUNDLEHNER

Eine solche Reaktion hätte man von diesen Aktien nicht erwartet. Die nicht-kotierten Aktien, die sonst in turbulenten Zeiten ein Hort der Stabilität sind, mussten während der Corona-Pandemie Rückschläge im Ausmass der kotierten Aktien hinnehmen. Seit Anfang Februar haben sowohl der Liquidity-Index der Berner Kantonalbank (nichtkotierte Aktien) und der breite Swiss-Performance-Index je etwa 11% verloren (vgl. Chart). Wieso haben die «Liebhaber-Aktien» aus dem Nebensegment diesmal so nervös reagiert?

Dafür gibt es mehrere Gründe: Diese Krise war kein Versagen im Finanzsystem von US-Banken oder Schwellenländern oder eine Korrektur von überbewerteten Trend-Titeln wie nach der Dotcom-Blase zur Jahrtausendwende. Diese Krise traf KMU, Bahnen und Hotels direkt, weil Betriebe, Läden und Grenzen geschlossen wurden, Kunden und Touristen von einem Tag auf den anderen ausblieben. Es kommt dabei nicht darauf an, wie international ausgerichtet das Geschäftsmodell ist – auch lokal verankerte Unternehmen waren vom Lockdown betroffen. Gerade diese Konzentration auf

den Heimmarkt, die sonst zu den Stärken der nichtkotierte Aktien zählt, war kein Pluspunkt mehr.

Zu Beginn der Krise haben sich die ausserbörslichen Titel gemäss dem Vermögensverwalter Hans Peter Diethelm wie gewohnt stabil verhalten: «Dann sind sie eingebrochen wie die Titel am Haupttableau.» Die These von den in der Krise stabilen Nebenwerten lasse sich nicht mehr halten. Diethelm vermutet, dass viele Investoren, die wegen Kreditkäufen Geld nachschiessen mussten, auch ausserbörsliche Aktien verkauften.

Die Liquidität fehlte

«Panik und Gewinnmitnahmen sind der Hauptgrund für den ungewöhnlichen Rückschlag», sagt ein Händler der Privatbank Lienhardt & Partner. Wie an den Börsen hätten viele Investoren alle Aktien aus Angst vor einem grossen Einbruch so schnell wie möglich abgestossen. Andere hätten gesehen, dass sie über die vergangenen Jahre schöne Buchgewinne erzielt hätten, und diese realisiert. Oft werden dabei Unternehmen am meisten bestraft, die sich um ein Market-Making bemühen und ihre Titel liquide halten. Denn hier können die Investoren davon

ausgehen, dass sie für ihre Verkäufe eine Gegenpartei finden und keine zu grossen Abschläge hinnehmen müssen. «Teilweise war es aber wie bei den Kotierten – es traten teilweise einfach keine Käufer mehr am Markt auf.»

Der jüngste Abwärtstrend wurde dabei durch einen Nachteil verstärkt, den die Ausserbörslichen stets aufweisen, jenen der Illiquidität. Die Umsätze sind tief, viele Titel werden kaum gehandelt, und es kann Tage dauern, bis es wieder zu einer Transaktion kommt. Wenn man seine Positionen schnell liquidieren will oder muss, kommt man in die Lage, dass man tiefe Kurse akzeptieren muss. Ausserbörsliche Aktien dürfen deshalb nur mit einer Kurslimite gekauft oder verkauft werden.

Die Nebenwerte, von denen die meisten auch in «normalen» Zeiten zu den Dividenden-Perlen gehören, glänzen nach dem Rückschlag erst recht mit hohen Dividenden-Renditen. Diese sind jedoch ausnahmsweise mit Vorsicht zu geniessen. Denn erst wenn die Generalversammlung ihren Segen gegeben hat, werden die vorgeschlagenen Dividenden auch ausbezahlt.

Die Kurserholung im ausserbörslichen Bereich wird Zeit brauchen. Es

gibt kein kurzfristiges Trading wie an der Börse, wo Investoren sich kurzfristig in Titel engagieren, die zu stark bestraft wurden. Die Erholung der Nichtkotierte wird bedächtig und stetig vorangehen – aber nur bei Substanzwerten mit stabiler Bilanz und konservativem Geschäftsmodell. Nach hohen Rückschlägen zeigte sich etwa, dass Investoren bereit sind, sich in Immobilienwerten wie Espace Real Estate oder Cham zu engagieren. Auch Beteiligungsgesellschaften haben sich gemäss Diethelm gut gehalten.

Gefährdete Bergbahnen

Besonders gefährdet erscheinen die Bergbahnbetreiber, die vor allem internationale Gäste über das ganze Jahr auf bekannte Gipfel wie den Pilatus, die Rigi, das Schilthorn oder die Jungfrau (wobei diese Aktien an der SIX kotiert sind) transportieren. Auf der Rigi und dem Schilthorn werden zudem teure Ausbauprojekte vorgenommen. Das laufende Jahr wird ein schwarzes werden für diese sonst erfolgreichen Bergbahnen. Diese sind jedoch gut finanziert, so dass sie ein schlechtes Jahr durchstehen können. Die übrigen Bergbahnen sind dagegen Lieb-

habertitel. Die Unternehmen sind meist auf den Winterbetrieb fokussiert, fahren oft rote Zahlen ein und schaffen es manchmal nicht, die nötigen Investitionen zu finanzieren.

Gleich hohe Verluste

Indexierte Entwicklung (100 = 3. 2. 2020) von Liquidity-Index (Nichtkotierte) und SPI



QUELLE: BERNER KANTONALBANK

NZZ / gru