

Bestandteil von Absolute Return

MEHRWERT Die Zinswende verlangt nach Strategien, die vor Wertverlust schützen.

Tanguy Le Saout

Angesichts eines zu erwartenden Anstiegs der Volatilität und der Renditen könnte die Umsetzung einer Absolute-Return-Strategie, die nicht in Korrelation mit der Laufzeit steht, eine vielversprechende Lösung sein. Sie kann auch dann Ertrag erzielen, wenn der Markt keinen klar definierten Trend aufweist. Eine solche Strategie setzt auch derivative Instrumente in Long- und Short-Positionen ein.

Ein solcher Ansatz sollte verschiedene Merkmale aufweisen: eine Cash-Benchmark im Gegensatz zum Einsatz einer einschränkenden Benchmark, die Möglichkeit, einen Negativzins und Credit-Spread-Duration-Positionen zu nutzen, einen Ertrag, der sich aus verschiedenen, stark diversifizierten Alpha-Quellen und ein schwach korrelierter Strategien zusammensetzt, statt auf einem oder zwei Performance-Hauptantriebsfaktoren zu beruhen, und schliesslich starke Drawdown-Management-Techniken.

PORTFOLIO ZWEITEILEN

Wir meinen, dass ein Portfolio zwei getrennte, aber miteinander in Beziehung stehende Komponenten enthalten sollte: erstens eine Kern- und zweitens eine Alpha-Strategie. Die Kernstrategie ist so aufgebaut, dass ein möglichst bargeldnaher Referenzsatz nachgebildet wird. Dazu dienen der Eonia, der Sonisa oder ein schwach korrelierter T-Bill-Index. Der Kern sollte auf eine Performance abzielen, die der Benchmark entspricht.

Der Rest sollte, kombiniert mit einem gewissen Hebelfaktor, zur Erwirtschaftung von Alpha genutzt werden. Das Hauptziel dabei ist, über eine ausreichende Anzahl an Alpha-Quellen zu verfügen. Damit wird vermieden, dass eine einzelne Position über Performance und/oder Risiko entscheidet. Zudem muss die Korrelation zwischen den verschiedenen Trades/Positionen genau überwacht werden, damit ausreichende Diversifikation gewährleistet ist, um einen hohen risikobereinigten Ertrag zu erzielen.

ALPHA-QUELLEN SUCHEN

Wir verwenden eine global diversifizierte Palette von fünfzehn bis zwanzig Alpha-Quellen, die zusätzliche Performance mit Absolute-Return-Ziel liefern sollen. Für diese Alpha-Strategien sind spezialisierte Portfoliomanager zuständig, die sich auf bestimmte Segmente des Obligationenmarktes konzentrieren und den Schwerpunkt darauf legen, optimale Ideen für die einzelnen Strategien zu entwickeln. Beispiele sind Zinslaufzeit, Länderrisikoaufschlag, relativer Wert von Zinsen, Volatilität, Inflationsprodukte, Devisen und regionale Märkte. Dank der geringen Korrelation dürfte diese Kombination von Alpha-Strategien zu einer Minderung von Volatilität und Risiko führen.

Angesichts von historisch niedrigen Marktrenditen ist der Spielraum für weitere Wertsteigerungen begrenzt. Investoren müssen heute deshalb nach Strategien suchen, die ihr Kapital vor Wertverlusten schützen. Je mehr zu erwarten ist, dass nach den Tiefständen der jüngeren Zeit auch die Volatilität zunimmt, reicht die reine Ausrichtung nach Laufzeiten unter Umständen nicht mehr aus, um durchgehend einen positiven Ertrag zu erwirtschaften. Eine Absolute-Return-Mentalität erscheint deshalb unumgänglich.

Tanguy Le Saout, Head European Fixed Income, Pioneer Investments.

PLUSPUNKTE

Derivate sind eine entscheidende Komponente jeder Absolute-Return-Strategie. Die Gründe in Stichworten:

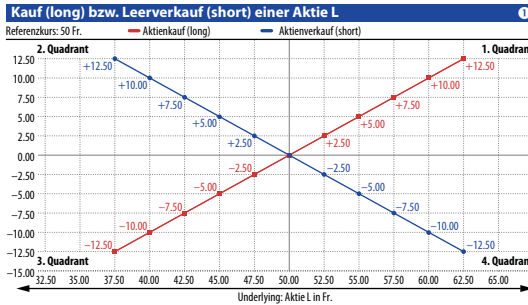
- Antriebsfaktor für die Performance: Erreichung des nötigen Hebelfaktors, um Überrendite zu erwirtschaften.
- Liquidität: Rasche und kosteneffektive Trades durchführen oder schliessen, selbst in illiquiden Märkten.
- Short-Sätze: Die Strategie kann durch Short Selling von Zins- oder Renten-Futures einen Negativzins oder einen Credit-Spread-Duration-Ansatz aufweisen.
- Kreditengagements managen: Eingehen von Long-Kontrakten über Kreditderivate und/oder andere Instrumente.
- Leichterer/günstigerer Zugang: Mit Derivatkontrakten kann eine Strategie auch auf Bereiche des Obligationenmarktes zugreifen, in denen der Handel mit zugrundeliegenden Cash-Anleihen schwierig ist.

Anleger äussern oft Bedenken zum Bruttohebelfaktor einer Strategie. Er sei ein irreführender Indikator, besser sei es, sich auf eine Messgrösse wie den Tracking Error zu konzentrieren. Ein grobes Mass wie der Bruttohebelfaktor lässt ausser Acht, dass einige Positionen in einer Strategie einander möglicherweise ausgleichen. Ausserdem berücksichtigt er nicht, dass Derivate dazu verwendet werden können, den unerwünschten Teil bzw. das Risiko eines bestimmten Trade abzusichern.

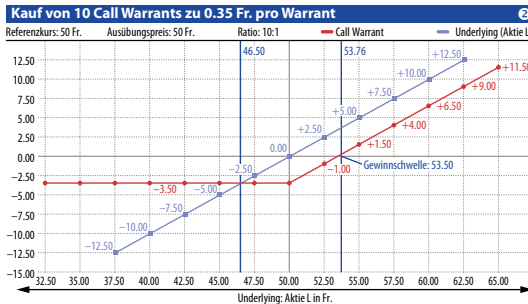
Ein Bild sagt mehr als tausend Worte

PAY-OFF-DIAGRAMME Auszahlungsprofile sorgen oft für mehr Verwirrung als Klarheit. Um Mehrwert zu schaffen, müssen sie individualisiert werden. Aber auch dann braucht's Lesehilfen.

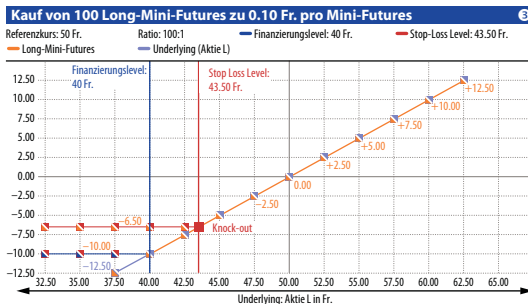
Max Lüscher-Marty



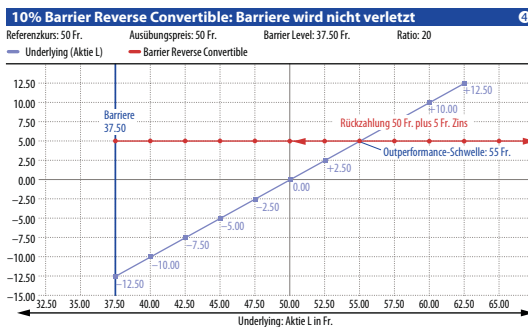
Quelle: Ibf / Grafik: FuW, sk



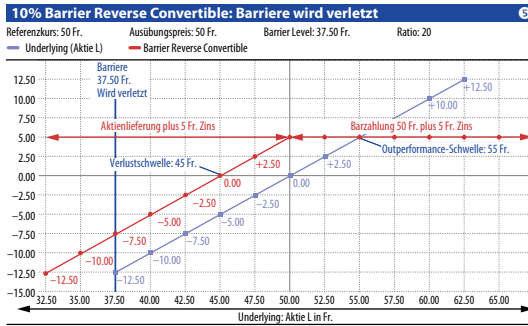
Quelle: Ibf / Grafik: FuW, sk



Quelle: Ibf / Grafik: FuW, sk



Quelle: Ibf / Grafik: FuW, sk



Quelle: Ibf / Grafik: FuW, sk

Die geschickte Kombination von Wort und Bild schafft «Aha-Erlebnisse». Doch Pay-off-Diagramme – als klärende Bilder gedacht – sorgen oft mehr für Verwirrung, als sie weiterhelfen. Das liegt daran, dass sie nicht einfach Charts sind, aber auch daran, dass sie immer und überall in einer Nullacht-fünfzehn-Version daherkommen. Für eine bessere Aussagekraft müssen sie individualisiert werden, wobei auch dann Lesehilfen von Vorteil sind.

Pay-off-Diagramme sind Was-wäre-wenn-Diagramme. Sie legen offen, wie hoch der Gewinn/Verlust eines Investments ist, wenn sich das preisbestimmende Produkt (Basiswert, Underlying) um einen bestimmten Betrag bewegt. Pay-off-Diagramme haben keine Zeitachse, sie gelten für einen bestimmten Stichtag. Bei strukturierten Produkten ist das immer der Verfalltag. Auf der Waagrechten ist die Entwicklung des Underlying dargestellt. In der Mitte steht der Referenzkurs, also der Kurs, auf den sich die Gewinn-/Verlustrechnung bezieht. Bei Strukturi ist das typischerweise der Ausübungspreis (Strike), der im Idealfall dem Kurs des Underlying zum Emissionszeitpunkt entspricht. Die Senkrechte ist die Gewinn-/Verlustachse mit dem Nullpunkt in der Mitte.

Wie Grafik 1 zeigt, lassen sich bei Pay-off-Diagrammen vier Quadranten unterscheiden. Aus den Quadranten 1 und 2 werden Gewinne ersichtlich, aus den Quadranten 3 und 4 Verluste. Zur Illustration: Der Kauf von Aktie L zu 50 Fr. zieht bei einem Kursanstieg auf 60 Fr. einen Gewinn von 10 Fr. und bei einem Rückgang auf 42.50 Fr. einen Verlust von 7.50 Fr. nach sich. Der Leerverkauf von Aktie L zu 50 Fr. führt bei einem Kurzurückgang auf 45 Fr. zu einem Gewinn von 5 Fr. resp. bei einem Anstieg auf 62.50 Fr. zu einem Verlust von 12.50 Fr.

BEISPIEL CALL WARRANT

Jetzt ein Beispiel: Zehn Call Warrants verleihen das Recht, aber nicht die Pflicht, die Aktie L während einer Laufzeit von 180 Tagen zum Ausübungspreis von 50 Fr. zu erwerben. Ein Call Warrant wird zu 0.35 Fr. offeriert. Das Recht zum Bezug einer Aktie L kostet demnach 3.50 Fr. (10x0.35 Fr.). Grafik 2 zeigt dazu ein individualisiertes Pay-off-Diagramm. Notiert Aktie L per Verfall 50 Fr. oder darunter, verliert der Investor von zehn Call Warrants den ganzen Einsatz von 3.50 Fr. Bei einem Schlusskurs von Aktie L von 52.50 Fr. wären die zehn Call Warrants noch 2.50 Fr. wert (52.50–50), und es resultierte ein Verlust von 1 Fr. (3.50–2.50). Erst ein Schlusskurs von über 53.50 Fr. (=Gewinnschwelle) ergäbe einen Gewinn. Dieser kann, ge-

Pay-off-Diagramme kommen immer und überall in einer Nullacht-fünfzehn-Version daher.

messen am geringen Einsatz von 3.50 Fr. pro Aktie, beträchtlich sein. Notiert Aktie L per Verfall 55 Fr., ergibt sich eine Rendite von nicht weniger als 42,86% (1.50 von 3.50). Dagegen nehmen sich die 10% (5 von 50) des Direktinvestors geradezu bescheiden aus.

Das Diagramm macht aber auch deutlich, dass Direktinvestments bei geringen Kursschwankungen im Vorteil sind. Schliesst Aktie L auf 47.50 Fr., verliert der Direktinvestor «bloss» 2.50 Fr., der Call-Anleger dagegen 3.50 Fr. Erst wenn Aktie L per Verfall um mehr als 3.76 Fr. zulegen, fährt der Call-Investor proportional besser. Mit einem Schlusskurs von Aktie L von 53.76 Fr. rentiert die Direktanlage 7,52% (3.76 von 50) und das indirekte Investment 7,42% (0.26 von 3.50).

LONG-MINI-FUTURES

Nächstes Beispiel: Hundert Long-Mini-Futures partizipieren im Verhältnis eins zu eins an Aktie L. Bei einem Referenzkurs von 50 Fr. und einem Finanzierungslevel von 40 Fr. wird ein Long-Mini-Futures zu 0.10 Fr. offeriert. Der Stop-Loss-Level ist auf 43.50 Fr. festgelegt.

Mithilfe von Grafik 3 lässt sich der Long-Mini-Futures leicht erklären: Der Abstand zwischen der aktuellen Notierung von Aktie L und dem Finanzierungslevel entspricht dem Preis von hundert Mini-Futures. Bei der Emission sind das 10 Fr. (50–40). Steigt Aktie L auf 55 Fr., legen hundert Mini-Futures von 10 auf 15 Fr. (55–40) zu. Das entspricht einer Rendite, die fünfmal höher ist (50%) als die des Direktinvestments in Aktie L (10%). Die unbestimmte Laufzeit von Mini-Futures endet, wenn das Underlying den Stop Loss berührt oder unterschreitet. Gelingt dem Emittenten eine Glattstellung zu 42.50 Fr., wird dem Investor ein Knock-out-Beitrag von 2.50 Fr. (42.50–40) ausgezahlt. Im schlimmsten Fall endet die Anlage mit einem Totalverlust.

BARRIER REVERSE CONVERTIBLE

Noch ein Beispiel: Ein Emittent lanciert einen Barrier Reverse Convertible im Nennwert von 1000 Fr. auf Aktie L mit einer Laufzeit von einem Jahr und einem Coupon von 10%. Bei einem Referenzkurs/Ausübungspreis von 50 Fr. ist die Barriere bei 37.50 Fr. fixiert.

Wie Grafik 4 zeigt, erhält der Investor pro Aktie 55 Fr. (50 Fr. + 5 Fr. Zins), sofern die Barriere nicht verletzt wird. Mit dem Nennwert 1000 Fr. sind das per Verfall 1100 Fr. in bar. Wird die Barriere verletzt (Grafik 5) und notiert Aktie L tiefer als der Ausübungspreis, werden per Verfall zwanzig Aktien angedient und ein Zins von je 5 Fr. ausgezahlt. Fällt L unter 45 Fr., ist der Coupon «verzehrt», und die Rendite wird negativ. Die Outperformance-Schwelle von 55 Fr. markiert das Kursniveau, ab dem ein Direktinvestment in Aktie L besser abschneidet.

Max Lüscher-Marty, Autor, Dozent und Leiter des Instituts für Banken und Finanzplanung.