

# FINANZ und WIRTSCHAFT

## Inhalt

Rohstoffe: Rekordjagd setzt sich fort	51
Zins-Futures: Auf Hoch	51
Eurex: Nichts Neues aus dem Westen	53
Warrants: Das gelbe Metall ist gefragt	53
Neue derivative Produkte	55

## Emittenten

Bank Julius Bär	52
Bank Sarasin	52
Bank Vontobel	50
Dresdner Bank	51
Sal. Oppenheim	50

**Keine Zeichnungsfrist mehr verpassen:**

**Alle Zertifikate-Neuemissionen ab sofort unter [www.fuw.ch/neuemissionen](http://www.fuw.ch/neuemissionen)**

Umfrage: Banken empfehlen Kapitalschutzprodukte – Geldzufluss in Barrier Reverse Convertibles sinkt

# Das Bedürfnis nach Schutz steigt

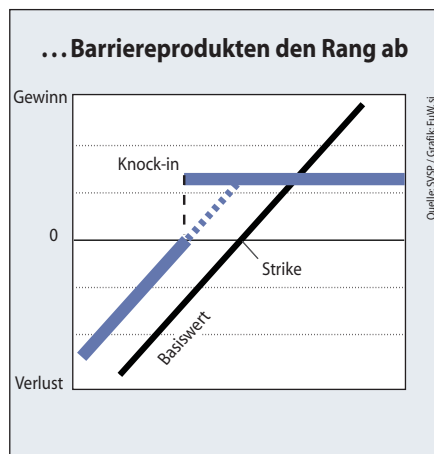
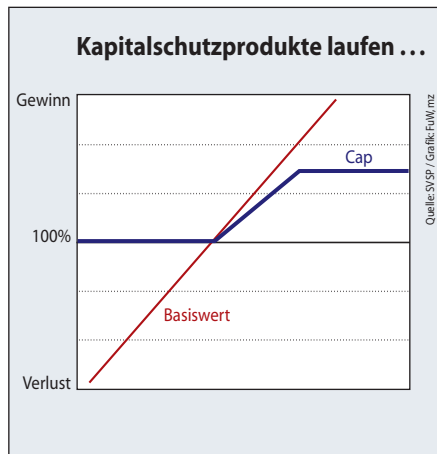
Von Igor Moser

Die dunklen Wolken über dem Kredithimmel lösen sich nicht auf, die Finanzmärkte geraten immer mehr ins Strudeln. Die Kurse an den internationalen Börsen purzeln, die Schwankungsbreite (Volatilität) ist hoch (vgl. Grafik). Betroffen davon sind auch strukturierte Produkte, vor allem Instrumente, die mit einer Barriere (Schwelle) ausgerüstet sind. Emittenten berichten, dass in bis zu 50% der Produkte die Schwelle durchbrochen wurde. Als Folge davon haben Investoren womöglich unerwünschte Aktien erhalten oder werden sie mit hoher Wahrscheinlichkeit noch bekommen.

Die Turbulenzen an den Börsen dürften anhalten – ein Ende ist nicht in Sicht. Sollen Anleger nun vermehrt in kapitalgeschützte Produkte investieren? Und: Sind Zertifikate mit einer unteren Kursschwelle wie Barrier Reverse Convertibles (BRC) oder Bonuszertifikate noch attraktiv?

## Hoher Coupon dank Volatilität

«Ich empfehle, in innovative Kapitalschutzprodukte zu investieren», erklärt Claudio Topatigh, Leiter Verkauf Equity Derivatives und Structured Products der Zürcher Kantonalbank (ZKB). **Maurice Picard und Ronald Angst, die für institutionelle Anleger strukturierte Produkte initiieren und vermitteln, raten, sowohl auf kapitalgeschützte Produkte als auch auf BRC zu setzen: «Attraktiv sind derzeit Kapitalschutzzertifikate auf Rohstoffe. Haben Anleger im Falle des Schwellenergebnisses in BRC Aktien erhalten, gibt es drei Varianten. Sie behalten erstens die Titel im Depot. Zweitens verkaufen sie die gelieferten Aktien und investieren in einen neuen BRC. Und drittens kaufen Anleger bei gleichzeitiger Liquidation der übernommenen Titel ein Alternativprodukt wie Bonus- oder Turbozertifikate. Aufgrund der höheren Volatilität empfehlen wir, BRC zu erwerben.»** Eine grosse Schwankungsbreite bedeutet, dass Investoren in BRC in den Genuss attraktiver Konditionen kommen. Grund: Besagte Produkte setzen sich aus Anlegersicht aus dem Kauf einer fest-



verzinslichen Anlage und dem Verkauf einer Put-Option zusammen. Durch die Veräusserung des Puts fällt eine Prämie an, die dem Investor in Form eines Coupons zukommt. Je höher die Volatilität, umso grösser ist der Wert des Puts. Die durch den Verkauf des Puts erzielte Prämie kann dem Anleger auch in Gestalt einer tieferen Barriere gutgeschrieben werden.

## «Run» auf tiefe Barrieren

Ein anderes Bild zeigt sich in Kapitalschutzprodukten: Sie setzen sich aus dem Kauf einer Obligation und dem Erwerb einer Option zusammen. Die Anleihe entspricht einem Zero Bond (Null-Coupon-Anleihe und stellt den Kapitalschutz per Verfall sicher). Die Optionskomponente besteht aus einem oder mehreren Calls. Sie sind sozusagen zuständig für die Renditechancen des Kapitalschutzprodukts. Der Preis eines Calls wird u. a. durch die Schwankungsbreite bestimmt. Je höher die Volatilität, umso mehr muss für den Call bezahlt werden. Ein volatiles Marktumfeld wirkt sich auf die Konditionen von Kapitalschutzprodukten negativ aus. Will heissen: Garantiesumme oder die Partizipation verringert sich (vgl. Grafik).

Trotz des ungünstigen Marktumfelds waren Kapitalschutzprodukte in den vergangenen Wochen populär: «Anleger sind derzeit zurückhaltender. Seit Anfang Jahr konnten wir eine erhöhte Nachfrage nach Kapitalschutzzertifikaten beobachten.

Dies ist mit der gegenwärtigen Unsicherheit an den Finanzmärkten zu erklären», sagt Georg von Wattenwyl, Leiter Beratung und Vertrieb Finanzprodukte der Bank Vontobel. Auch Goldman Sachs stellt ein verändertes Kundenverhalten fest: «Das Volumen in BRC hat im Vergleich zu 2007 abgenommen. Wir spüren, dass Investoren vermehrt Instrumente mit Kapitalschutz nachfragen», sagt Robert Zimmermann, Co-Head Public Distribution, Goldman Sachs, Schweiz. Ins selbe Horn blasen Maurice Picard und Ronald Angst: «Kapitalschutzprodukte sind gefragt, auch wenn die Machbarkeit durch tiefere Zinsen und eine höhere Volatilität limitiert ist. Unsere Kunden verwenden entweder Instrumente mit einem Kapitalschutz von 95% oder limitieren das Aufwärtspotenzial durch einen Cap.»

Während Instrumente mit Schutz in der Anlegergunst stehen, fließt BRC weniger Neugeld zu. «Vor allem in BRC, die sich auf mehrere Basiswerte beziehen, nimmt die Nachfrage ab», erläutern Picard und Angst. Allerdings muss differenziert werden: «Das Kundenverhalten ist zyklisch, in unsicheren Zeiten werden Produkte mit Abwärtsrisiken gemieden. Die Nachfrage nach BRC mit tiefer Barriere ist gestiegen, man kann sogar von einem Run auf defensive BRC sprechen», erläutert Topatigh.

Trotz der Veränderung der Kundennachfrage halten Emittenten fest, dass BRC in Bezug auf den Geldzufluss zwar Verluste hinnehmen mussten, diese sich

aber in Grenzen halten. «Kapitalgeschützte Produkte haben wohl an Beliebtheit gewonnen. Von einer Umschichtung zu sprechen, ginge allerdings zu weit. Es besteht von der Kundenseite her nach wie vor reges Interesse in BRC. Denn gerade sie profitieren von einer hohen Volatilität. Einen Zuwachs stellen wir in Multi-Barrier-Bonus-Zertifikate sowie in Open-End-Produkten auf selektive Themen wie Rohstoffe fest», sagt Zimmermann.

Auch Bank Vontobel will von einem markanten Rückgang der Neugelder in BRC nichts wissen: «Eine hohe Volatilität sowie tiefere Aktienkurse bieten in BRC die Möglichkeit, höhere Coupons oder tiefere Barrieren zu offerieren. Viele Investoren nehmen derzeit diese Opportunität wahr. Besonders gesucht sind Geldmarktprodukte sowie Instrumente auf Rohstoffe, während Zertifikate auf Aktien Popularität eingebüsst haben», sagt von Wattenwyl.

## 20% weniger Neuemissionen

Dennoch: Ein Blick auf die Anzahl neu emittierter Produkte verdeutlicht (vgl. [www.fuw.ch/neuemissionen](http://www.fuw.ch/neuemissionen)), dass Bonuszertifikate zulasten von BRC an Bedeutung gewonnen haben. Augenfällig ist auch, dass Banken in den vergangenen Monaten vermehrt Kapitalschutzzertifikate emittiert haben respektive sich solche Instrumente in Zeichnung befinden. In Sachen Basiswerte fällt auf, dass sich vermehrt Aktien von Rohstoffunternehmen wie Lukoil oder Gazprom finden. Nur noch selten werden Instrumente auf Finanzinstitute emittiert.

Fazit: Die Kreditkrise hat im Schweizer Markt für strukturierte Produkte Spuren hinterlassen. Emissionshäuser haben in den vergangenen Monaten deutlich weniger Produkte lanciert. Picard und Angst stellen in der Anzahl emittierter Produkte einen Rückgang von 20% fest. Das rasante Wachstum der Anlageprodukte hat wegen der Krise im Kreditmarkt also einen Dämpfer erlitten. Allerdings hält er sich in Grenzen: An der Derivatbörse Scoach in Zürich hat der Handel mit Anlage- und Hebelprodukten im Februar gegenüber dem Vormonat um rund 6% abgenommen. Der Umsatz mit Aktien und Fonds an der SWX Swiss Exchange büsste in der gleichen Vergleichsperiode 18% ein.

## Börsenderivate

# Kreditrisiko nimmt zu

Wer sich gegen Kreditrisiken versichern will, muss dafür erneut mehr bezahlen. Die Prämien in Credit Default Swaps (CDS), mit denen sich Obligationäre und Gläubiger gegen Zahlungsausfälle von Schuldern absichern, sind gestiegen. Die Avance betrifft Schuldner guter und schlechter Bonität. Das zeigen die beiden CDS Indizes Itraxx Europe für Ratings in Anlagequalität (Investment Grade) und Itraxx Crossover für spekulative Bonitätsnoten (vgl. Grafik).

Der Itraxx Europe stieg am Montag auf ein Rekordhoch von 138. Gemessen wird in Basispunkten (100 Bp entsprechen 1 Prozentpunkt). Die Prämie steht in Bezug zum Nominalwert der Schuld und wird auf annualisierter Basis angegeben, wobei vierteljährlich ein Viertel bezahlt wird. Sie liegt umso höher, je länger die Laufzeit des Kontrakts ist – der Referenzindex bezieht sich auf fünf Jahre.

Bis am Dienstagmittag entspannte sich der Markt etwas, der Itraxx Europe sank auf 128,95 Bp. Der Itraxx Crossover avancierte am Montag auf 624 Bp und blieb damit knapp unter dem Rekord. Anschliessend gab er ebenfalls nach. Investoren befürchteten, die US-Wirtschaft schwäche sich deutlicher ab als bisher erwartet, und die Bondversicherer (Monoliners) könnten ihre Probleme nicht so schnell lösen. Dazu kam die Auflösung von Absicherungen (Hedge) für strukturierte Kreditprodukte.

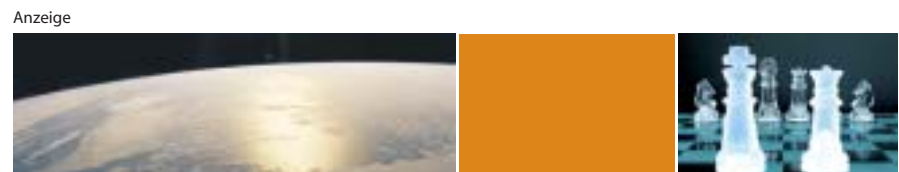
Während die Kreditderivatindizes der Itraxx-Familie die Versicherungskosten gegen Kreditrisiken angeben, spiegelt der ABX den Wert von Obligationen, die mit Forderungen besichert sind (Asset-backed Securities, ABS), sowie Schuld-papieren, die mit Hypotheken auf Wohnbauten hinterlegt sind (Mortgage-backed Securities, MBS). Für ABS und MBS mit einem Triple-A-Rating müssen Investoren nur noch 59% des Nominalwerts berappen. Im Sommer 2007, unmittelbar vor dem Ausbruch der Kreditkrise, mussten Anleger noch knapp 100% des Nominals bezahlen. Ein ähnliches Bild zeigt sich in Papieren mit einem Triple-B-Rating: Diese werden nur noch zu 15% bewertet. Die Fieberkurven der Kreditmärkte zeigen also nach wie vor keine Entspannung an. **IM/Beg**



## Monitor: Geld im Umlauf (3/8)



Der Staatspräsident von Zypern, Tassos Papadopoulos, bezieht während einer Zeremonie des Finanzministeriums in der Hauptstadt Nikosia am Geldautomaten die ersten Euros. Am 1. Januar 2008 hat die Mittelmeerinsel den Euro als offizielle Währung angenommen. Zypern ist seit dem 1. Mai 2004 Mitglied der Europäischen Union. **BILD: KEYSTONE ONLINE**



## STRUKTURIERTE PRODUKTE IN ALLEN FACETTEN

Hochwertige Hintergrundinformationen sowie aktuelle Produkte finden Sie unter [www.goldman-sachs.ch](http://www.goldman-sachs.ch) – oder fragen Sie uns einfach direkt unter **+41 (0)44 224 1144**.



© Goldman Sachs, 2008. All rights reserved.