

Licht Anleger

Leerverkäufe an der Schweizer Börse und der Aktionismus der Europäer

«Regulierung von Leerverkäufen» – die Mitteilung der SIX Swiss Exchange vom Donnerstag fällt auf, denn Leerverkäufe sind ein Reizwort. Endlich wird rücksichtslosen Spekulanten das Handwerk gelegt, frohlocken die einen. Andere schimpfen über populistische Politiker, die nichts von der Börse verstehen und den freien Handel einzwängen wollen.

Ein Leerverkäufer geht eine Short-Position ein: Er leiht beispielsweise Aktien und verkauft sie sogleich, in der Hoffnung, die Titel später am Markt günstiger zurückzukaufen, bevor er sie dem Ausleiher retournieren muss. Als Alternativen dienen Put-Optionen oder -Warrants, kotierte Fonds (Short-ETF), Mini-Futures oder Faktorzertifikate.

Investoren gehen Short-Positionen ein, um ihr Portefeuille abzusichern, oder um von fallenden Kursen zu profitieren. Letzteres wird oft kritisiert, solche ungedeckten Leerverkäufe (Naked Shorts) dienen bloss zur Spekulation und gehören verboten. Gedeckte Leerverkäufe zur Absicherung werden eher als legitim erachtet – sie seien «kein Problem», lässt denn auch SIX verlauten.

Ungedeckte wurden im September 2008 von der Eidgenössischen Bankenkommision (EBK, heute Finma) eingeschränkt oder besser gesagt geächtet: Eine Rechtsgrundlage fehlte, das erlassene Verbot gewisser Transaktionen wäre anfechtbar gewesen. Die EBK wollte damals verhindern, dass die Krise durch Naked Shorts verschärft wird und hat diese nur noch erlaubt, falls der Leerverkäufer in der Lage ist, die Papiere in spätestens drei Tagen zu liefern. Um das zu belegen, muss auf Anfrage ein Vertrag oder die Lieferverpflichtung einer Gegenpartei vorgewiesen werden.

In Europa sind die Behörden restriktiver. Spanien beispielsweise verbot im Sommer 2012 für drei Monate sämtliche Leerverkäufe, also auch gedeckte. Das sollte die Abwärtsspirale stoppen und die Finanzmärkte stabilisieren. Schon 2010 orteten europäische Behörden einen Angriff gegen die Währungsunion. Mittel dazu seien Kreditversicherungen (Credit Default Swaps, CDS), mit denen auf einen Zahlungsausfall (Default) von Staaten gewettet werden könne. Käufer solcher CDS waren aber nicht nur Spekulanten, die z. B. auf eine schlechtere Bonität Griechenlands setzten, sondern auch Besitzer von Obligationen griechischer Banken, auf die es keine CDS gibt.

Selbst die EU-Kommission schrieb in einem Arbeitspapier, CDS seien weniger schädlich als oft behauptet. Die britische Behörde für die Verwaltung der Staatsschulden erklärte, ein Verbot oder die Einschränkung von Leerverkäufen in Staatsanleihen oder CDS sei unnötig und könne zu geringerer Liquidität führen. Dadurch stiegen voraussichtlich die Schuldzinsen für alle Staaten. John Hull, Professor für Risikomanagement in Toronto, betont: «Es gibt keine Evidenz, dass Short Selling einen erhöhten Abwärtsdruck erzeugt.»

Die SIX plant derzeit kein Verbot, die Praxis werde nicht geändert. Nachgeliefert wurde die Rechtsgrundlage, die 2008 fehlte und künftig eine Einschränkung juristisch absichern würde. Dennoch hoffe ich, dass sich die Schweiz vom Aktionismus der Europäer auch in der nächsten Krise nicht anstecken lässt.

Ihr Derivat

«Kupfer und Blei haben die besten Perspektiven»

Simona Gambarini, Analystin bei ETF Securities, sieht den Rohstoff-Superzyklus intakt.

Für Simona Gambarini, Research-Analystin beim Spezialisten für natürliche Ressourcen ETF Securities in London, bleibt die Nachfrage nach Rohstoffen langfristig hoch. Die aktuelle Schwäche sei vorübergehend. Um vom laufenden Rohstoff-Superzyklus zu profitieren, empfiehlt Gambarini Anlegern, in Rohstoffe direkt zu investieren und nicht in Bergbauunternehmen. Deren Aktienkursperformance sei zu wenig mit den Rohstoffmärkten korreliert.

Frau Gambarini, ist der Superzyklus in Rohstoffen vorbei?

Ein Superzyklus dauert definitionsgemäss zwanzig, dreissig, vierzig Jahre. In dieser Zeit gibt es Fluktuationen – ein Auf und Ab von Rohstoffpreisen. Nur weil diese in den vergangenen Monaten mehrheitlich gefallen sind, ist der Superzyklus noch nicht vorbei, er ist immer noch intakt. Getrieben wird er hauptsächlich von der Industrialisierung und der Urbanisierung in China. Diese Entwicklung Chinas ist noch nicht abgeschlossen. Urbanisiert sind beispielsweise erst etwa 50% der Bevölkerung. In hoch entwickelten Ländern macht dieser Anteil zwischen 70 und 80% aus. Neben China gibt es auch Indien. Dessen Rolle wird vielfach noch unterschätzt. Indien wird zwischen 2020 und 2030 China bevölkerungsmässig überholen, ist aber noch nicht so entwickelt wie das Reich der Mitte. Für diesen Aufholprozess braucht es ebenfalls Rohstoffe. Gleichzeitig ist ihr Angebot oft limitiert, was steigende Preise erwarten lässt. Der Superzyklus existiert also weiter.

Was wir also im Moment sehen, ist ein vorübergehendes Tief im Superzyklus.

Genau. Zu unterscheiden vom langfristigen Superzyklus in Rohstoffen ist der kurzfristige Geschäftszyklus. Er dauert ein, zwei, drei Jahre. In diesem Geschäftszyklus haben wir eben den Tiefpunkt hinter uns gelassen. Vor uns steht wieder eine Phase wirtschaftlicher Expansion.

«Beim Eisenerz gibt es viel zu hohe Lagerbestände. Und der Markt ist überversorgt mit neuem Angebot.»

Welche Industriemetalle haben im gegenwärtigen Umfeld die besten Perspektiven? Kupfer und Blei. Blei wird für Autobatterien gebraucht. In China und den USA – den grössten Märkten für Personenwagen – expandieren die Autoverkäufe. Kupfer kommt in Infrastrukturprojekten zur Anwendung. Diese wachsen in China, Indien und anderen aufstrebenden Ländern immer noch kräftig. Daneben beobachten wir, dass die Mehrheit der Industriemetalle hohe Lagerbestände aufweist, weil wir eben erst aus einer Rezession herauskommen. Bevor ihre Preise wieder steigen können, braucht es einen Lagerabbau. Beim Kupfer schrumpfen die Lagerbestände, sind aber immer noch hoch.

Unter den Rohstoffen mit einem günstigen Ausblick haben Sie Eisenerz nicht erwähnt. Warum? Eisen wird für die Herstellung von Stahl gebraucht, der wiederum in Infrastrukturprojekten zur Anwendung kommt. Es gibt viel zu hohe Lagerbestände hier. Zugleich ist der Markt überversorgt mit neuem Angebot. Auch bei den meisten anderen Metallen, die ich nicht erwähnt habe, gibt es ein Überangebot. Die einzigen zwei Industriemetalle, die bezüglich Angebot und Nachfrage gut aussehen, sind Kupfer und Blei.

Was heisst das für die Bergbauunternehmen?

Sie müssen die Produktion zurückfahren, wenn sie Preise wollen, die attraktiver sind und einen Gewinn erlauben. Das Problem ist dabei die kurze und mittlere Frist, nicht die lange Frist. Denn es gibt eine wachsende Nachfrage nach Rohstoffen. Aber wenn auf hohe Lager eine ebenfalls hohe



China und Indien garantieren gemäss Simona Gambarini eine hohe Rohstoffnachfrage.

Produktion stösst, dann können die Preise nicht steigen.

Sollen Anleger deshalb vorderhand nicht in Bergbauunternehmen investieren?

Besser ist, in Rohstoffe einzusteigen. So erhält man eine viel stärkere Korrelation mit dem Markt. Die Performance eines Unternehmens hängt dagegen auch von der Leistung des Managements ab, nicht nur vom Markt allein. Minengesellschaften versuchen aber zurzeit, enttäuschte Anleger zurückzugewinnen. Sie verkaufen unprofitable Projekte, senken die Kosten und steigern die Effizienz. Was Anleger auch beachten sollten: Gibt es Probleme in einer Mine – etwa wegen eines Streiks oder eines Stolleneinbruchs –, dann ist das schlecht für die Aktien des betreffenden Unternehmens, aber gut für den Preis des unternehmehrs Rohstoffs.

Wechseln wir von den Industrie- zu den Edelmetallen. Gold notierte vor zwei Jahren auf 1900 \$ pro Unze, ist in der Zwischenzeit aber auf ein Niveau um 1300 \$ gefallen und scheint von dort nicht mehr fortzukommen. Was muss geschehen, damit der Goldpreis wieder steigt?

Gold ist eine Art Versicherung. Vor zwei Jahren gab es viele wirtschaftliche Risiken, und die Leute wollten eine Versicherung dagegen. Heute gibt es weniger Risiken, und Gold ist nicht mehr so gefragt. Der Goldpreis hat deshalb zurzeit nicht viel Aufwärtspotenzial. Aber einige Risiken bestehen trotzdem: Eines ist Italien, auch wenn die Regierungskrise nun abgewendet scheint. Doch die Situation bleibt instabil. Sollte Italien fallen, würde auch die EU fallen, denn Italien ist too big to fail. Dann haben wir die unklare Geldpolitik der US-Notenbank. Sie sagte, sie wolle die grosszügige Versorgung der Wirtschaft mit Geld langsam zurückfahren, tat es dann aber nicht. In den USA gibt es zudem Streit über die Staatsfinanzen. Wird die Schuldenobergrenze nicht bald erhöht, könnte es zum Zahlungsausfall der grössten Volkswirtschaft der Welt kommen. Das ist das einzige Aufwärtspotenzial, das wir zurzeit sehen.

Wie wichtig ist die Politik der Notenbanken für den Goldpreis?

Sie ist sehr wichtig, denn sie beeinflusst das Zinsniveau. Der Goldpreis ist dabei negativ korreliert mit der Zinshöhe. Diese ist in den vergangenen Monaten gestiegen, während die Goldnotiz gefallen ist. Wenn die US-Notenbank die Versorgung der Wirtschaft mit Geld zurückfährt – das sogenannte Tapering –, werden die Zinsen noch mehr steigen und der Goldpreis weiter fallen. Auch wenn wir einen starken Dollar sehen, beobachten wir eine Schwä-

che in Gold, weil der Goldpreis in Dollar ausgedrückt wird.

Welchen Einfluss hat die physische Nachfrage auf den Goldpreis?

Was die Leute sehen, ist der Markt für Futures, ETC und Optionen. Das sind aber nur 10% des Goldmarktes. Sie treiben jedoch den Goldpreis wegen des Sentiments. Die Leute können beobachten, wie viel gekauft oder verkauft wird. Der Rest des Goldmarktes ist der physische Markt. China importiert viel Gold für Anlagezwecke und Schmuck. Auch die chinesische Notenbank kauft Gold. Je tiefer der Preis ist, desto mehr Gold wird in China erworben. Ein weiterer grosser Markt für physisches Gold ist Indien. Hier wird die Nachfrage durch kulturelle Faktoren gestützt, nicht durch den Preis. Die Nachfrage wird deshalb trotz einer Importsteuer und einer schwachen Rupie hoch bleiben.

Wenn der Ausblick für Gold nicht allzu vielversprechend ist, gibt es für die Anleger Alternativen?

Ja, andere Edelmetalle wie Palladium und Platin. Ihre Nachfrage wird vom wachsenden Autmarkt getrieben, wo diese beiden Metalle für Katalysatoren gebraucht werden. Das Angebot an Palladium, das zum grössten Teil aus Südafrika und Russland kommt, ist gleichzeitig beschränkt. Russ-

«Heute gibt es weniger wirtschaftliche Risiken. Darum ist Gold als Versicherung nicht mehr so gefragt.»

land hat traditionell viel Palladium verkauft, die grossen Lager aus der Sowjetzeit scheinen jetzt aber aufgebraucht zu sein. Und Norilsk Nickel, der grösste Palladiumproduzent in Russland, hat vor kurzem gesagt, er benötige mehr Infrastruktur, um die Förderung hoch halten zu können. Auch in Südafrika ist das Angebot wegen Arbeitskonflikten in den Minen, Infrastruktur- und Energieversorgungsproblemen beschränkt. Nicht ganz so positiv sind wir für Platin. 70 bis 80% des Angebots stammen aus Südafrika mit den eben erwähnten Problemen. Sollte es deswegen zu Angebotsunterbrüchen kommen, wird der Preis steigen. Platin ist aber mehr ein Momentum Trade.

INTERVIEW: MARTIN GOLLMER

Das ganze Interview mit Simona Gambarini finden Sie auf: fuu.ch/121013-1

Valor	Bank	Produkt	Coupon / Basiswert	Verfall	Lib.	Ausgabepreis ¹	Inserat auf
22492717	LEON	Multi Bar. Rev. Conv.	5% Euro Stoxx 50/S&P 500/SMI	17.10.14	24.10.13	1000 Fr.	
22492715	LEON	Multi Bar. Rev. Conv.	12.5% Hugo Boss/Inditex/Lululemon A.	17.10.14	24.10.13	1000 Fr.	
20763114	ZKB	Barrier Rev. Conv.	4.1% Nestlé/Novartis/Roche + CHF Libor	17.10.16	24.10.13	1000 Fr.	
22417029	ZKB	Barrier Rev. Conv.	6.75% Sanofi	17.10.14	24.10.13	1000 Fr.	
14527674	ZKB	Outperformance Zertifikat	ABB	17.10.14	24.10.13	21.1 Fr.	
14527673	ZKB	Outperformance Zertifikat	Novartis	17.10.14	24.10.13	67.6 Fr.	
14527671	ZKB	Outperformance Zertifikat	Zurich Ins.	17.10.14	24.10.13	231.4 Fr.	
22467552	VT	Defender Vonti	5.75% ABB	21.11.14	25.10.13	1000 Fr.	Seite 40
22467554	VT	Defender Vonti	5.8% Actelion	21.11.14	25.10.13	1000 Fr.	Seite 40
22467553	VT	Defender Vonti	6.15% Adecco	21.11.14	25.10.13	1000 Fr.	Seite 40
22467591	VT	Defender Vonti	8% Amazon.com	21.11.14	25.10.13	1000 \$	
22467574	VT	Defender Vonti	7% Axa	21.11.14	25.10.13	1000 €	
22467556	VT	Defender Vonti	7.9% CS Group	21.11.14	25.10.13	1000 Fr.	Seite 40
22467557	VT	Defender Vonti	6.5% DKSH	21.11.14	25.10.13	1000 Fr.	
22467558	VT	Defender Vonti	6% Galenica	21.11.14	25.10.13	1000 Fr.	
22467559	VT	Defender Vonti	5.05% Geberit	21.11.14	25.10.13	1000 Fr.	
22467560	VT	Defender Vonti	5.6% Givaudan	21.11.14	25.10.13	1000 Fr.	
22467544	VT	Defender Vonti	5.25% Gold	21.11.14	25.10.13	1000 \$	
22467600	VT	Defender Vonti	5.75% Google	21.11.14	25.10.13	1000 \$	
22467562	VT	Defender Vonti	5.1% Kühne + Nagel	21.11.14	25.10.13	1000 Fr.	
22467606	VT	Defender Vonti	6.4% Mastercard	21.11.14	25.10.13	1000 \$	
22467601	VT	Defender Vonti	7.25% Microsoft	21.11.14	25.10.13	1000 \$	
22467564	VT	Defender Vonti	4.5% Nestlé	21.11.14	25.10.13	1000 Fr.	
22467602	VT	Defender Vonti	6.55% Nike	21.11.14	25.10.13	1000 \$	
22467565	VT	Defender Vonti	8.7% Nobel Biocare	21.11.14	25.10.13	1000 Fr.	
22467566	VT	Defender Vonti	4.8% Novartis	21.11.14	25.10.13	1000 Fr.	
22467586	VT	Defender Vonti	8.3% Orange	21.11.14	25.10.13	1000 €	
22467546	VT	Defender Vonti	7.05% Palladium	21.11.14	25.10.13	1000 \$	
22467603	VT	Defender Vonti	5.8% Pfizer	21.11.14	25.10.13	1000 \$	
22467547	VT	Defender Vonti	5.4% Platin	21.11.14	25.10.13	1000 \$	
22467555	VT	Defender Vonti	7% Richemont	21.11.14	25.10.13	1000 Fr.	Seite 40
22467567	VT	Defender Vonti	5.15% Roche	21.11.14	25.10.13	1000 Fr.	
22467568	VT	Defender Vonti	4.7% SGS	21.11.14	25.10.13	1000 Fr.	
22467545	VT	Defender Vonti	8.2% Silber	21.11.14	25.10.13	1000 \$	
22467604	VT	Defender Vonti	7.4% Starbucks	21.11.14	25.10.13	1000 \$	
22467569	VT	Defender Vonti	5.85% Swatch	21.11.14	25.10.13	1000 Fr.	
22467570	VT	Defender Vonti	6.2% Swiss Life	21.11.14	25.10.13	1000 Fr.	
22467571	VT	Defender Vonti	5.15% Syngenta	21.11.14	25.10.13	1000 Fr.	
22467605	VT	Defender Vonti	17.05% Tesla	21.11.14	25.10.13	1000 \$	
22467572	VT	Defender Vonti	7.4% UBS	21.11.14	25.10.13	1000 Fr.	
22467573	VT	Defender Vonti	5.25% Zurich Ins.	21.11.14	25.10.13	1000 Fr.	
22467629	VT	Multi Defender Vonti	7.3% ABB/Clariant/Holcim	17.04.15	25.10.13	1000 Fr.	
22467631	VT	Multi Defender Vonti	7.05% Adecco/Roche/Swatch	17.04.15	25.10.13	1000 Fr.	
22467633	VT	Multi Defender Vonti	8.7% CS Group/UBS/Zurich Ins.	17.04.15	25.10.13	1000 Fr.	
22467632	VT	Multi Defender Vonti	6.65% Richemont/Nestlé/Swiss Re	17.04.15	25.10.13	1000 Fr.	
22467638	VT	Multi Defender Vonti	7.6% Nestlé/Swisscom/Zurich Ins.	17.04.15	25.10.13	1000 Fr.	
22550930	BCV	Barrier Rev. Conv.	8% Richemont/Holcim/Nestlé	17.10.14	25.10.13	1000 Fr.	
22550929	BCV	Barrier Rev. Conv.	5.75% Nestlé/Novartis/Roche	24.10.14	25.10.13	1000 Fr.	
22550933	BCV	Barrier Rev. Conv.	8% Thyssen-Krupp	17.10.14	25.10.13	1000 €	
22367590	CS	Callable Barrier Rev. Conv.	8% Clariant/Givaudan/Geberit	20.10.14	25.10.13	1000 Fr.	
22367591	CS	Callable Barrier Rev. Conv.	4% Euro Stoxx 50	19.10.15	25.10.13	1000 €	
20763128	ZKB	Bonus-Zertifikat	Holcim/Syngenta/Zurich Ins.	17.10.14	25.10.13	1000 Fr.	
20763116	ZKB	Barrier Rev. Conv.	5.75% Gold/Silber/Pall. + 3M CHF Libor	21.10.16	29.10.13	1000 Fr.	
20763117	ZKB	Express Zertifikat	CS Group/Julius Bär/UBS	22.04.15	29.10.13	1000 Fr.	
14150929	VT	Floater M. Def. VONTI	4% Richemont/Nestlé/Swatch + 3M CHF Libor	24.10.16	30.10.13	1000 Fr.	
22492757	LEON	Fl. Rate Rev. Conv.	3% 30Y Swap+ 3M CHF Libor	13.06.17	30.10.13	1000 Fr.	
14150933	VT	Multi Defender Vonti	8.9% Nestlé/Novartis/Roche	24.04.15	31.10.13	1000 Fr.	
14150913	VT	Voncert	German Consumer Basket	23.10.15	01.11.13	98.7 Fr.	
14150914	VT	Voncert	German Consumer Basket	23.10.15	01.11.13	98.7 Fr.	
14150819	VT	Fl. Fl. mit Referenzanl.	2.38% Newmont Mining +3M CHF Libor	17.11.18	19.11.13	1000 Fr.	
14150820	VT	Fl. Fl. mit Referenzanl.	Newmont Mining +3M Euribor	17.11.18	19.11.13	1000 €	
14150821	VT	Fl. Fl. mit Referenzanl.	Newmont Mining +3M USD Libor	17.11.18	19.11.13	1000 \$	

Die publizierten Neuemissionen wurden der «Finanz und Wirtschaft» direkt vom Emittenten mitgeteilt. Alle Angaben ohne Gewähr. ¹ indikativ

Alle Konditionen der neulancierten Zertifikate finden Sie unter www.fuu.ch/zertifikate-neuemissionen