



# *Anlegen in einer neuen Dimension.*

Investments in Rohstoffe gelten seit Jahren als eines der Megathemen am Kapitalmarkt. Immer mehr Menschen legen mit Blick auf einen „Nachfrage-Superzyklus“ einen Teil ihres Vermögens in dieser Klasse an. Doch wer glaubt, ein Anstieg der Nachfrage und der Rohstoffpreise wäre automatisch gleichbedeutend mit Anlageerfolg, der irrt. Die Realität ist sehr viel komplizierter.

Öl wird knapp. Also wird der Ölpreis steigen. Besonders, wenn die geopolitischen Risiken weiter zunehmen. Richtig? Richtig. Der Ölpreis lag tatsächlich Anfang August um mehr als 20 Prozent über dem Niveau vom Jahresbeginn.

Weil der Ölpreis steigt, ist ein Investment in den Rohstoff Öl ein gutes Geschäft. Richtig? Falsch. Seit Jahresbeginn verloren die meisten Investoren mit Anlageprodukten auf den Ölpreis sogar Geld.

Ein Rätsel.

„Rohstoffe sind keine Finanzanlagen wie Aktien oder Anleihen. Sie sind Verbrauchsgüter. Der Markt für diese Güter funktioniert ganz anders als die Wertpapierbörse. Wer langfristig und kontinuierlich in diesen Märkten Geld verdienen möchte, muss die Mechanismen durchschauen. Er muss wis-

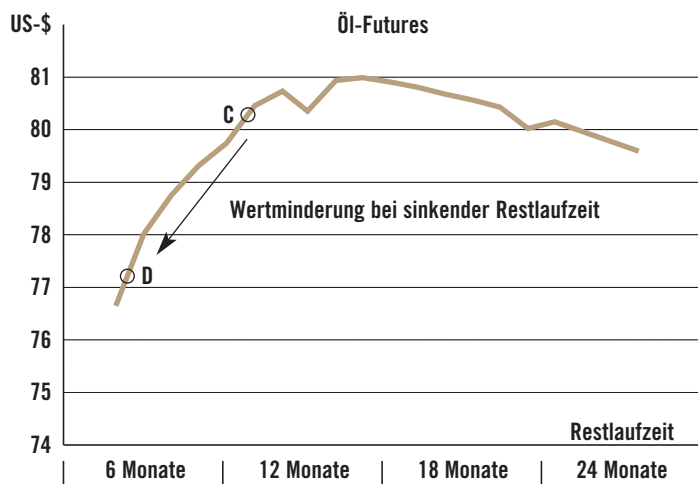
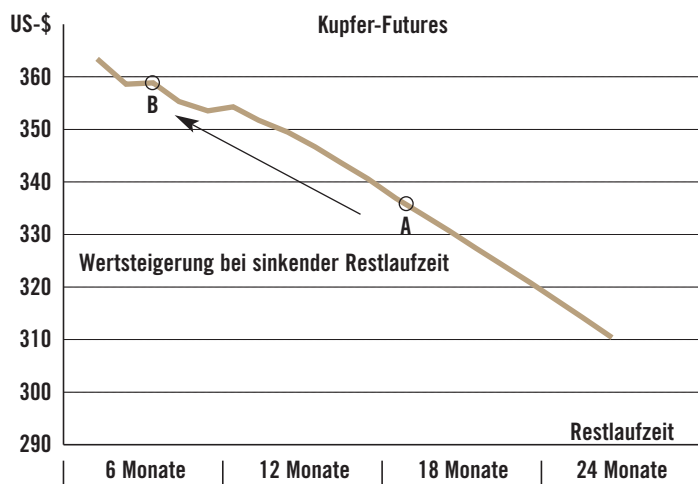
sen, was die Rohstoffmärkte treibt, wie die Renditen entstehen. Und das ist viel komplexer als die Zusammenhänge, mit denen Anlagen im Rohstoffsektor meist begründet werden“, sagt Peter Oertmann, Finanzmarktwissenschaftler und CEO der Asset-Management-Gesellschaft Vescore.

Also dann. Wie entstehen die Renditen wirklich?

Eigentlich, beginnt Oertmann, gebe es ja diesen einen Markt für einzelne Rohstoffe gar nicht. Stattdessen existierten unzählige einzelne Märkte nebeneinander. Zum Beispiel der Kassamarkt, an dem die Waren physisch gehandelt und zum Tageskurs, dem Spotpreis, abgerechnet werden. Dieses Segment ist für Investoren, die nur auf Preisänderungen setzen, uninteressant. Wer möchte sich schon den Keller voller Kupfer, Rohöl oder Kaffee packen. Sie agieren an den Termin- >



## Kurvendiskussion: So funktioniert der Futures-Markt für Rohstoffe



Futures-Kurven bilden die Preise von Terminkontrakten unterschiedlicher Laufzeit ab. Die Steigung dieser Kurve ändert sich laufend und beeinflusst das Anlageergebnis maßgeblich. Grundsätzlich werden zwei Formen der Fristenstruktur unterschieden:

- Backwardation: Die Futures-Preise mit längerer Laufzeit liegen unter den Futures-Preisen mit kürzerer Laufzeit. Beispiel Kupfer. Allein durch das Sinken der Restlaufzeit ihrer Kontrakte machen Anleger in diesem Fall Gewinn – vorausgesetzt, es ändert sich sonst am Futures-Markt nichts. „Zirka 60 Prozent der Rendite bei Rohstoffen ging in den vergangenen 20 Jahren auf diesen Effekt zurück“, sagt Peter Oertmann. Kontrakte werden billig gekauft (A), später wieder teurer verkauft (B), und das Spiel beginnt von vorn.

- Contango: Die Futures-Preise mit längerer Laufzeit liegen über den Futures-Preisen mit kürzerer Laufzeit. Aktuell ist dies an den meisten Rohstoffmärkten (Beispiel Öl) der Fall. Diese Situation macht Investoren zu schaffen. Allein das Sinken der Restlaufzeit ihrer Kontrakte sorgt nun schon für Verluste. In diesen Situationen wird in regelmäßigen Abständen teuer eingekauft (C) und billiger verkauft (Punkt D). „Das ist fast so etwas wie die Lizenz zum Geldverlieren“, meint Oertmann.



märkten, in der Welt der so genannten Futures. Dort werden nicht die physischen Waren, sondern Versprechen gehandelt. Der Käufer eines Future-Kontraktes verpflichtet sich zur Abnahme, der Verkäufer zur Lieferung der Ware zu einem bestimmten späteren Zeitpunkt. Weil die Laufzeiten der Verträge unterschiedlich sind, unterteilt sich der Terminmarkt wiederum in viele einzelne Märkte. Jeder Kontrakt sein eigener Kosmos. Mit unterschiedlichen Marktteilnehmern und – vor allem – mit unterschiedlichen Preisen, die zum Teil ganz erheblich von den Spotpreisen der tatsächlich gehandelten Rohstoffe abweichen können. Erst am Ende der Laufzeit, wenn die Versprechen physisch eingelöst werden, müssen die Preise der Terminkontrakte und des Spotmarktes wieder übereinstimmen. Dann aber haben Investoren ihre Kontrakte in der Regel längst wieder verkauft.

Der Erfolg einer Anlage am Rohstoffmarkt hängt deshalb von mehreren Faktoren ab. Der häufig beschriebene Nachfrage-Superzyklus – die Preise steigen unaufhaltsam, weil Milliarden Chinesen, Inder, Osteuropäer und Lateinamerikaner im Wirtschaftsprozess aufholen und dabei immer mehr Rohstoffe verbrauchen – ist nur einer davon. Genauso wichtig ist die Form der Futures-Kurve (Grafik, Seite 67) und deren Veränderung im Zeitablauf. Wer bei einer Anlage nur den Superzyklus im Kopf habe, laufe Gefahr, eine böse Überraschung zu erleben. „Es geht mir nicht darum, den höheren Rohstoffverbrauch infrage zu stellen. Nur die Schlussfolgerung, man könne deshalb systematisch und kontinuierlich Geld in diesen Märkten verdienen, die ist definitiv falsch“, stellt Oertmann klar.

So löst sich dann auch das Öl-Rätsel.

„Seit einiger Zeit liegen die Futures-Preise beim Rohöl deutlich über den Spotpreisen. Je länger die Laufzeit der Kontrakte,

desto teurer der Rohstoff. Unter dieser Konstellation leiden auch die Anbieter von Öl-Zertifikaten mit unendlicher Laufzeit. Sie kaufen in der Regel teure Zwei-Monats-Kontrakte. Verkaufen diese nach einem Monat als Ein-Monats-Kontrakte billiger. Investieren in einen neuen, teuren Zwei-Monats-Kontrakt. Verkaufen diesen nach einem Monat wieder billiger. Und so fort. „Jeder dieser so genannten Roll-Vorgänge – der bestehende Kontrakt wird in einen neuen Kontrakt mit längerer Laufzeit ‚weitergerollt‘ – kostet in diesem Fall Geld.“ Der Effekt: Die Preissteigerungen beim Rohöl wurden durch die Roll-Verluste ausgeglichen. „Wer sich aktuell auf ein Rohöl-Investment einlässt, muss schon eine sehr positive Meinung zur allgemeinen Entwicklung der Rohölpreise haben“, folgert Oertmann: „Steigt der Ölpreis in einem Jahr nicht um mindestens 20 Prozent an, macht der Käufer eines gerollten Zwei-Monats-Kontraktes Verluste.“

Natürlich können „Superzyklus“ oder Krisen im Mittleren Osten dafür sorgen, dass diese Wette dennoch aufgeht. Ein deutlicher Preisschub würde ja die gesamte Futures-Kurve nach oben schieben. „Ich persönlich halte es trotzdem nicht für eine gute Idee, systematisch in eine Anlage zu investieren, bei der ich sofort zehn bis 20 Prozent hinten liege.“

Das leuchtet ein.

Warum aber sind die Preise für Futures-Kontrakte manchmal über und manchmal unter den Spotpreisen? Was treibt die Rohstoffpreise wirklich? „Zum einen reflektieren die Futures-Kurven zukünftig erwartete Rohstoffpreise, wobei die Knappheitssituation und die individuelle Lagerfähigkeit eine Rolle spielen. Zurzeit liegen bei den meisten Rohstoffen die Futures-Preise mit längerer Restlaufzeit über den Futures-Preisen mit kürzerer Restlaufzeit. Zum anderen fungieren die Termin-



märkte aber auch als eine Art ‚Problemlöser‘ für Käufer und Verkäufer. Immer derjenige, der gerade das größere Problem hat, bewegt den Preis in die eine oder andere Richtung“, erläutert der Experte.

Probleme kann zum Beispiel ein Erdölproduzent haben, der neue Ölfelder erschließen möchte und genau weiß, dass er dafür in zwölf Monaten Kapital brauchen wird. Würde der Ölpreis deutlich fallen, geriete die Finanzierung in Gefahr. Er wird deshalb einen Teil der zu erwartenden Ölförderung schon jetzt auf diesen Termin hin verkaufen. Obwohl er vielleicht intern sogar von steigenden Preisen ausgeht, akzeptiert er dabei einen Preis, der unter seinen eigenen Erwartungen liegt. Er bezahlt also eine Prämie für Sicherheit und Kalkulierbarkeit. Diese Prämie erhält der Käufer des Zwölf-Monats-Futures. Dieser übernimmt die Rolle der Versicherung. Bleiben die Spotpreise am Ölmarkt dann über die gesamte Laufzeit stabil, hat er die Versicherungsprämie verdient. Steigen die Spotpreise an – vielleicht als Reflex auf den Nachfragedruck –, winkt ihm sogar ein zusätzlicher Profit. Fallen die Preise, tritt der Versicherungsfall ein. Zunächst puffert die Prämie den Schaden ab. Fallen die Spotpreise über diesen Puffer hinaus, erwirtschaftet der Käufer der Futures insgesamt einen Verlust. Auch Rohstoffkonsumenten können Probleme haben. Ein Flugzeugkonzern weiß zum Beispiel, dass er in zwölf Monaten eine bestimmte Menge an Aluminium benötigen wird. Er möchte darum sicher sein, dass der Rohstoff zur rechten Zeit in der benötigten Menge zur Verfügung steht. Sein Problem: Engpässe bei der Aluminium-Lieferung oder ein massiver Preisanstieg würden seine Kalkulation sprengen. Obwohl er gar nicht befürchtet, dass Aluminium teurer werden könnte, möchte er heute schon am Futures-Markt kaufen. Weil dies

seine Geschäftsgrundlage sicherer macht, wird er mehr als den aktuellen Spotpreis bezahlen. Für die Übernahme des Risikos bietet also auch er eine Prämie. Diesmal übernimmt der Verkäufer des Futures die Rolle der Versicherung. Bleibt der Spotpreis gleich, verdient er die Versicherungsprämie. Er hat das Aluminium ja teurer verkauft, als er es nun zum Spotpreis erwerben muss. Fallen die Spotpreise, hat er Glück gehabt. Er kassiert die Prämie und kann zudem noch billiger einkaufen. Steigen die Preise, tritt für ihn der Versicherungsfall ein.

„Die Neigung der Futures-Kurve reflektiert also neben den Preiserwartungen auch das Absicherungsbedürfnis von Anbietern und Nachfragern“, fasst Oertmann zusammen. Notieren die Futures-Preise unter den Spotpreisen (Backwardation), haben typischerweise überwiegend Produzenten Druck, die Preise für künftige Liefermengen abzusichern. Notieren die Futures-Preise über den Spotpreisen (Contango), signalisiert dies, dass der Druck eher bei den Konsumenten liegt.

Darüber, wie sich aus diesen Erkenntnissen eine intelligente Anlagestrategie entwickeln lässt, denken Wissenschaftler aus dem Netzwerk von Peter Oertmann schon lange nach. Allen voran Dr. Viola Markert, eine Finanzmarktwissenschaftlerin aus Hamburg, die sich in ihrer Dissertation an der Universität Basel unter der Leitung von Prof. Heinz Zimmermann intensiv mit Rohstoffen und Rohstoff-Futures beschäftigt hat.

Die wichtigste Erkenntnis der aktuellen Forschung: Es gibt eindeutig einen sehr starken statistischen Zusammenhang zwischen der Form der Futures-Kurve und der Gesamttrendite von Rohstoff-Futures. Vereinfacht ausgedrückt: Liegen die Futures-Preise unter den Spotpreisen (Backwardation), war in der Vergangenheit die Wahrscheinlichkeit sehr hoch, dass der Kauf eines Futures insgesamt Gewinn brachte. In Contango dagegen >

blieb dem Futures-Käufer in den meisten Fällen ein Verlust. Warum also nicht ausschließlich in solche Rohstoff-Futures investieren, die statistisch betrachtet mit der höchsten Wahrscheinlichkeit Gewinne bringen?

Um Kapitalmarktprodukte anbieten zu können, die auf dieser Überlegung basieren, wurde im November 2005 im Umfeld der Universität Basel, in Kooperation mit der Vescore AG, von Viola Markert die CYD Research GmbH gegründet. Sie konstruiert spezielle Indizes – eine Kombination ausgewählter Rohstoff-Futures, die unter Berücksichtigung der Fristenstrukturen eingegangen und aktiv bewirtschaftet werden. Die Idee: „Wir kassieren die Prämien, die Produzenten oder Konsumenten von Rohstoffen dafür bezahlen, dass wir ihr Risiko übernehmen. Wir kaufen Futures in Märkten, in denen die Preise

der Futures unter den Spotpreisen liegen. Und wir verkaufen Futures in Märkten, die sich in Contango befinden. Unser eigenes Risiko reduzieren wir durch breite Diversifikation.“

In den vergangenen 27 Jahren – so weit zurück hat das CYD-Team die Strategien mit tatsächlichen Marktdaten unter realistischen Bedingungen zurückgerechnet – wären so tatsächlich zweistellige Renditen pro Jahr zu erwirtschaften gewesen.

Es geht dann nicht mehr primär darum, auf die preistreibende Wirkung eines Superzyklus zu hoffen. Auf 50, 100 Prozent Gewinn pro Jahr. Sondern darum, systematisch interessante Renditen bei möglichst geringem Risiko zu erwirtschaften. Tatsächlich eine neue Dimension der Rohstoffanlage. □

Text: Klaus Meitinger

## Clever in Rohstoffe investieren

Die Anlageidee der CYD Research basiert auf einem intensiven Studium der Zusammenhänge an den Rohstoffmärkten. Ihr Stärke – akribische Auswertung der Vergangenheitsdaten – ist gleichzeitig auch ihre Schwäche. Denn es gibt keine Garantie dafür, dass das, was 27 Jahre gegolten hat, auch in Zukunft gelten muss. So konnte zum Beispiel in den vergangenen 18 Monaten insgesamt mit Futures auf einige Rohstoffe Geld verdient werden, obwohl diese sich in Contango befanden (die Preise von Futures mit längerer Laufzeit lagen über denen mit kürzerer Laufzeit). Die Frage bleibt: War dies nur Reflex einer ungewöhnlichen Situation oder sieht so die Zukunft an den Rohstoffmärkten aus? Fakt ist: Die CYD wäre über diesen Zeitraum in vielen dieser Rohstoffe nicht investiert gewesen. Die ersten Investmentprodukte werden im Oktober 2006 lanciert. Mehr Information dann unter: [www.cyd-research.com](http://www.cyd-research.com).

### Die interessantesten Indizes der CYD Research:

#### 01. CYD Long only Strategieindex

Kauft ausschließlich Futures auf ausgewählte Rohstoffe, deren Future-Preise unter den Spotpreisen liegen (Backwardation).

**Effekt //** Investoren kassieren systematisch die Versicherungsprämie der Produzenten und profitieren gleichzeitig von steigenden Rohstoffpreisen.

**Fazit //** Ein Investment ist für Anleger interessant, die Rohstoffe im Gesamtportfolio auch als Schutz vor Inflationsrisiken betrachten und deshalb ausschließlich auf steigende Rohstoffpreise setzen möchten.

#### 02. CYD Long/short Strategieindex

Kauft Futures auf ausgewählte Rohstoffe, deren Future-Preise unter den Spotpreisen liegen (Backwardation) und tritt außerdem als Verkäufer

von Futures auf Rohstoffe auf, deren Future-Preise über den Spotpreisen liegen (Contango).

**Effekt //** Der Investor vereinnahmt die Versicherungsprämien von Produzenten und Konsumenten und soll unabhängig von der Preisentwicklung an den Rohstoffmärkten positive Erträge erwirtschaften.

**Fazit //** Interessant für Investoren, die an stabilen Erträgen aus der Anlageklasse Rohstoffe interessiert sind und das Rohstoff-Investment nicht vordringlich als Schutz gegen Inflationsrisiken nutzen möchten.

### Intelligent auf den Megatrend Rohstoffe setzen:

Für Anleger, die konsequent auf einen Superzyklus bei Rohstoffen setzen möchten, sind die CYD-Indizes unter Umständen nicht erste Wahl. Aber auch sie sollten die Futures-Kurven bei ihrer Investmententscheidung nicht außer Acht lassen. „Wer zum Beispiel langfristig positiv für die Entwicklung des Ölpreises gestimmt ist, sollte zumindest in den längsten am Markt gehandelten Future investieren“, erläutert Peter Oertmann. Dieser Future hat eine Laufzeit bis zum Jahr 2012 und kostet aktuell rund 70 Dollar pro Barrel.

Eine attraktive Alternative zu Rohstoff-Zertifikaten sind auch Investments in Rohstoffaktien. In ihren Gewinnprognosen für diese Titel unterstellen die meisten Aktienanalysten mittelfristig wieder einen deutlichen Rückgang der Rohstoffpreise. Bei der Bewertung der großen Ölkonzerne werden zum Beispiel Rohölpreise von etwa 40 Dollar je Barrel unterstellt. Bleiben die Rohstoffpreise dauerhaft hoch oder steigen sie sogar weiter, werden Margen und Erträge der meisten Produzenten steigen. Positive Gewinnrevisionen der Marktbeobachter wären dann die Folge und sollten sich ebenfalls positiv auf die Aktienkurse auswirken.