FINANZ und WIRTSCHAFT

SONDERBUND | JANUAR 2018

STRUKTURIERTE PRODUKTE

BILDER: ALIYEV ALEXEI SERGEEVIC/PLAINPICTURE, MARKUS FORTE

Gestalten statt verwalten

Sauber getrennt, in bunten Farben, stehen die Zutaten fürs Gesamtwerk bereit. Für strukturierte Produkte braucht es eine Obligationen- und mindestens eine Optionskomponente. Das Resultat sind auf die Bedürfnisse und die Möglichkeiten privater und institutioneller Anleger zugeschnittene individuelle Lösungen: zur Renditeoptimierung, zur Beteiligung am Trend von Märkten und Einzelwerten, zur Absicherung oder für Hebelwirkung. Verständlich und transparent müssen die Produkte sein. Die Branche hat in dieser Hinsicht grosse Fortschritte gemacht, und neue Herausforderungen, so mit Blick auf die Regulierung, stehen an. SEITEN 3, 6, 11

Mut zum Einfachen

In einer fundamental und regulatorisch schwierigeren Welt haben Kunden, Berater und Anbieter immer weniger Zeit, sich in komplexe Themen und Strukturen einzulesen und sie verständlich zu machen. Die Finanzbranche ist gefordert. SEITE 3

Wie wähle ich das richtige Produkt?

Ob Einzeltitel, Fonds oder Struki: Die Auswahl ist riesig. Um sich in der Vielfalt nicht zu verlieren, hilft es, sich auf die Grundformen der Produkte zu besinnen. Eine wichtige Hilfe zur Einschätzung und zum Vergleich bietet der sogenannte Collar. SEITE 4

Low Volatility

Aktien mit geringen Kursschwankungen entwickeln sich in der Regel besser als der Markt. Faktorprodukte setzen diese Erkenntnis um. SEITE 6

MAURICE PEDERGNANA

«Nützlicher Puffer für Pensionskassen»

Es werde mehr Derivatmandate geben, stellt der Finanzprofessor in Aussicht. Risikoprämien mit einem Schutzmechanismus auszustatten, sei für Pensionskassen sinnvoll. SEITE 8

Kosten offenlegen

Für Anleger in der EU sind die Kosten von Finanzprodukten und -dienstleistungen aufgrund verschärfter Vorschriften (Mifid II) seit Anfang Jahr transparent. Daran wird sich auch die Schweiz orientieren. SEITE 11

Der US-Fiskus kennt kein Pardon

Die Regel 871(m) der US-Steuerbehörde verhindert, dass Nicht-Amerikaner über derivate Instrumente die Quellensteuer auf US-Titel umgehen können. Aus Effizienzgründen erstellen die Depotbanken ein Pool Reporting. Rückforderungen sind mit grossem Aufwand verbunden. SEITE 13

«Beitrag zur Vorsorge leisten»

GEORG VON WATTENWYL
Präsident Schweiz. Verband für Strukturierte Produkte

Herr von Wattenwyl, die Finanzmärkte haben eine fulminante Entwicklung hinter sich. Wie entwickelt sich die Nachfrage nach strukturierten Produkten?
Die positive Marktentwicklung hat die Nachfrage nach strukturierten Produkten zusätzlich unterstützt. Nationale und internationale Investoren sehen verstärkt die Vorteile. So kann mit Themen- und Strategiezertifikaten gezielt an Megatrends partizipiert werden. Zudem bieten Struki die einzige Möglichkeit, Bitcoin in ein Bankdepot zu legen und von der guten Handelbarkeit zu profitieren. Gemäss unserem Wertschöpfungsreport ist der Umsatz mit strukturierten Produkten über 20% gestiegen und beläuft sich für 2017 auf 275 Mrd. Fr.

«Strukturierte Produkte haben an Akzeptanz gewonnen.»

Setzt sich dieser Trend fort?
Strukturierte Produkte haben zweifelsohne an Akzeptanz zurückgewonnen, und der Jahresauftakt stimmt uns zuversichtlich. Sie werden als Alternative zu niedrigen Zinsen weiterhin gefragt sein, und es wird auch zukünftig Trends geben, an denen man mit Struki sehr schnell partizipieren kann.

In den Depots von Schweizer Banken sind gut 3% der Vermögen in strukturierten Produkten investiert. Ein guter Wert? Was ist das Potenzial?
Unsere Industrie will dem Anleger Struki verstärkt im Portfoliokontext

Fortsetzung auf Seite 6

Der Derivatkunde muss König sein

KÄUFERMARKT *Neue Privatanleger und Pensionskassen als Kunden zu gewinnen, ist schwierig. Gefragt sind verständliche Botschaften und Gesamtlösungen.*

Philippe Béguelin

Der Kunde ist König, das gilt auch am Derivatmarkt: Die Emittenten gehen auf die Anleger zu, nicht umgekehrt. So hat sich das Geschäft mit strukturierten Produkten vom Anbieter- zum Käufermarkt gewandelt. Der Wettbewerb unter den Banken, die automatisierte Produktion der gängigen Zertifikate und die Plattformen für massgeschneiderte Konditionen mindern die Kosten und erweitern die Lösungsmöglichkeiten. Neue Käufer zu gewinnen, ist aber nach wie vor nicht einfach, weder im breiten Publikum an der Börse noch unter den institutionellen Investoren, namentlich den Pensionskassen.

Die Anbieter waren bis vor zehn Jahren König und lieferten emsig Nachschub für die grosse Nachfrage. Da liessen sich die Investoren auch von der Werbung nicht abschrecken: Sie kam als Tabelle daher und ähnelte dem kryptischen Produktblatt, statt eine Anlageidee zu erzählen. Im Boom war das gut genug.

KLARHEIT BEI KOMMUNIKATION UND KOSTEN

Jetzt nicht mehr. Einfach und klar zu kommunizieren, ist der Schlüssel zum Erfolg (vgl. Seite 3). Erste Schritte auf die Anleger zu machte die Branche indes schon im boomenden Anbietermarkt. 2006 brachte der Verband SVSP mit der Swiss Derivative Map eine Übersicht über die Produkttypen. Die Map wird mittlerweile auch vom europäischen Dachverband Eusipa eingesetzt.

Sein Generalsekretär Thomas Wulf stellt mit Blick auf das «Brüsseler Regulierungsbräu» denn auch fest, nicht nur die Briten fehlten der EU, auch die Schweizer (vgl. Seite 11). Bei aller Kritik an der Vorschriftenflut ist den Behörden eines zugutezuhalten: Sie haben die Anbieter erfolgreich zur Kostentransparenz gedrängt. Deutschlands BaFin bewog die Emittenten im Frühling 2014 dazu, für jedes Zertifikat einen fairen Wert anzugeben.

Die Schweiz war insofern voraus, als die Zürcher Kantonalbank damals bereits die Gesamtkostenquote veröffentlichte – die bei den Anlagefonds übliche Total Expense Ratio (Ter). Aber sie ist nicht umfassend, kein fairer Wert. Nun wird die Kostentransparenz vorangetrieben (vgl. Seite 11), in Europa schon jetzt und in der Schweiz ein wenig später (vgl. Interview links).

PASSENDE PROBLEMLÖSUNG FÜR PENSIONSKASSEN

Mit der neuen Transparenz der Kosten werden strukturierte Produkte für Pensionskassen zugänglicher – auch sie sind heute König. Um ihre Gunst zu gewinnen, braucht es neben klarer Kommunikation vor allem passende Gesamtlösungen, wie der Zuger Finanzprofessor Maurice Pedergnana im Interview auf Seite 8 festhält. Derivate sollen helfen, im Niedrigzinsumfeld den Anlageertrag zu steigern, als dritten Beitragszahler – neben Arbeitnehmer und Arbeitgeber (vgl. Seite 12).

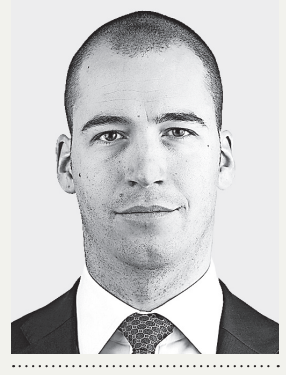
Zur Verständlichkeit können Anleger – auch Pensionskassenverwalter – einfache Kombinationen aus Kapitalschutz und Gewinngrenze erproben. Das Do-it-yourself-Modell des Fribourger Professors Martin Wallmeier ist frei zugänglich (vgl. Seite 4).

Seit der Map aus dem Jahr 2006 haben der SVSP und die Emittenten viel unternommen, um Vorteile und Risiken strukturierter Produkte zu erklären. Zuletzt mit der weltweit ersten App für den Derivateinsatz im Portefeuille. Eines ist ihnen noch nicht gelungen: Die Anzeigen sehen immer noch aus wie eine Tabelle.

Vier mal fünf Tipps fürs Struki-Portfolio 2018

Die vielseitigen Eigenschaften und Einsatzmöglichkeiten lassen es theoretisch zu, ein Wertschriftenportfolio allein aus strukturierten Produkten zu bilden – basierend auf einzelnen oder mehreren Titeln, Indizes, Rohstoffen, ausgewählten Sektoren und Themen. Vier Struki-Experten nennen je fünf Produkte, die sie für die nächsten zwölf bis achtzehn Monate als besonders attraktiv einschätzen. SEITE 10

MANUEL DÜRR
Leonteq



CURDIN SUMMERMATTER
Zürcher Kantonalbank

STEFAN WEBER
Credit Suisse

ERIC BLATTMANN
Bank Vontobel

AUTOREN

Hanspeter Frey
Philippe Béguelin
«Finanz und Wirtschaft»

Willi F.X. Bucher
Raiffeisen Schweiz

Regula Berger-Hitz
Zürcher Kantonalbank

Daniel Haeberli
SVSP

Costantino Lanni
HWZ

Max Lüscher-Marty
Institut für Banken und Finanzplanung

Alan Mudie
Société Générale

Simon Przibylla
Leonteq

Artur Sepp und Mauro Aversano
Bank Julius Bär

Martin Wallmeier
Universität Fribourg

Nicolas Walon
Bank J. Safra Sarasin

Stefan Weber
Credit Suisse

Thomas Wulf
Eusipa

IMPRESSUM

Sonderbund «Strukturierte Produkte» zur Ausgabe Nr. 7 der «Finanz und Wirtschaft» vom 27. Januar 2018

HERAUSGEBERIN
Verlag Finanz und Wirtschaft AG
Werdstrasse 21, 8004 Zürich
Verleger Pietro Supino

REDAKTION
Verlag Finanz und Wirtschaft AG
Werdstrasse 21, Postfach, 8021 Zürich
Telefon 044 248 58 00
Fax 044 248 58 55, redaktion@fuw.ch
www.fuw.ch
Chefredaktor Jan Schwalbe
Leitung Beilagen Hanspeter Frey
Art Director Andrea Brändli
Produktion Regina Gloor
Korrektorat Malgorzata Gajda

VERLAG
Verlag Finanz und Wirtschaft AG
Werdstrasse 21, Postfach, 8021 Zürich
Telefon 044 248 58 00
Fax 044 248 58 15, verlag@fuw.ch
Leitung Marcel Tappeiner
Anzeigen Tamedia Advertising
Postfach, 8021 Zürich
Deutschschweiz: 044 248 58 11
Romandie: 022 322 34 35
anzeigen@fuw.ch
advertising.tamedia.ch
Abonnemente Telefon 044 404 65 55
Fax 044 404 69 04, www.fuw.ch/abo

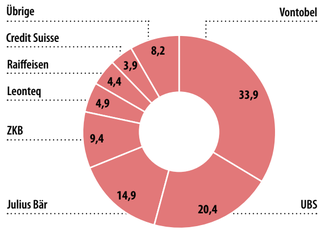
TECHNISCHE HERSTELLUNG
DZZ Druckzentrum Zürich AG
Bubenbergstrasse 1, 8045 Zürich

Ein Angebot von Tamedia

Der Schweizer Markt für strukturierte Produkte

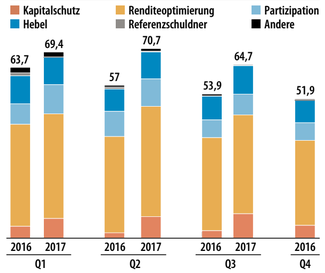
Handelsumsatz nach Emittenten Dez. 2017 in %

Gesamtmarkt SIX Swiss Exchange – Structured Products

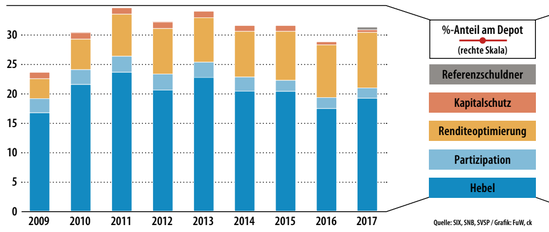


Mehr als 30 000 strukturierte Produkte sind in der Schweiz kotiert. Zählt man die ausserbörslich gehandelten dazu, ist der Markt noch erheblich grösser. Vergangenes Jahr hat die Nachfrage um über 20% auf 275 Mrd. Fr. zugenommen, nachdem das Geschäft vorher längere Zeit stagniert hatte. Am beliebtesten sind weiterhin mit Abstand die Barrier Reverse Convertibles genannten Produkte zur Renditeoptimierung. Im Niedrigzinsumfeld schätzen viele Anleger den relativ hohen Coupon. Unterschreitet die zugrundeliegende Grösse aber einen gewissen Wert (Barriere), fallen grosse Verluste an. **HF**

Quartalsumsatz 2016/17 (kotiert und ausserbörslich, in Mrd. Fr.)

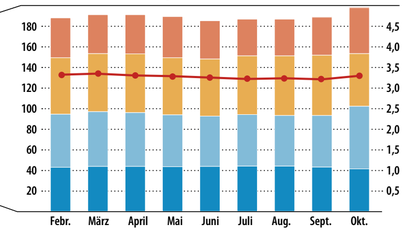


Anzahl kotierter Produkte an der SIX Ende Dez. 2009 bis 2017 in tausend Stück



Quelle: SIX, SNB, SVSP / Grafik: FuW, ck

Produkte in den Kundendepots der Banken 2017 in Mrd. Fr.



Der Schlüssel zum Erfolg

KOMMUNIKATION *In einer immer komplexeren Welt wird beim Vertrieb von Finanzprodukten nur erfolgreich sein, wer sich einfach und schlüssig erklären kann. Ein Lehrstück ist die Automobilindustrie.*

Willi F.X. Bucher

Seit mehreren Jahren ist der VW Golf das meistverkaufte Fahrzeug hierzulande – das besagen Zahlen des Importeurverbands Auto Schweiz. Das heutige Golf-Modell besteht aus circa 10 000 Einzelteilen und vielen Komponentenbausätzen. Verkauft wird am Ende aber einzig ein Produktversprechen: ein zuverlässiger Kompaktwagen.

Der Käufer erwartet hohe Qualität und uneingeschränkte Fahrtauglichkeit, um seine Mobilitätsziele zu erreichen. In der Kaufberatung werden Motorleistung, Ausstattungsvarianten, Verbrauch und allenfalls Garantieleistungen besprochen. Kein Verkäufer nimmt von sich aus Begriffe wie koaxiales Fünfganggetriebe oder ESP-Lenkimpuls-Kopplung in den Mund. Man kommuniziert in der Sprache des Kunden.

Der Kaufimpuls wird durch das antizipierte Fahrerlebnis und die Komfortmerkmale ausgelöst – nicht durch Salven an Fachchinesisch des Verkäufers. Auch wird in der Produktkommunikation diverser Automobilhersteller akribisch darauf geachtet, die Kunden nicht mit Ingenieuren zu verwechseln. Klare Wortwahl statt umständliche Technisierung der Beschreibung, was das Auto alles kann.

KLARHEIT STATT EXOTENTUM

Die Parallelen der Automobilindustrie zur Branche der strukturierten Produkte sind offenkundig: Unter der Motorhaube geht es rasch sehr komplex zu und her, einige Komponenten werden extern zugekauft, und der technologische Fortschritt peitscht die Hersteller regelmässig an. Im Zentrum des Kundeninteresses steht dabei die komfortable Erreichung des Ziels – entweder von A nach B zu kommen oder in einem bestimmten Zeitraum mit einem Teil seines Vermögens einen Wertzuwachs zu erwirtschaften.

Ebenfalls ein Aspekt, der aus der Automobilindustrie übertragbar ist: Egal, wie detailverliebt sich die Entwicklungsingenieure der Hersteller an diversen Motorvarianten versuchen, seit Jahren werden in der Schweiz nach Zahlen des Bundesamts für Statistik hauptsächlich 1,8- und 1,9-Liter-Motoren mit manuellem Schaltgetriebe verkauft. Auf die Welt der strukturierten Produkte umgemünzt ist dies der Barrier Reverse Convertible.

Die Autoindustrie lehrt einen: Die Mischung aus Vertrautheit und simplem Handling scheint einmal mehr massentauglich. Finanzprodukte des Kalibers «Multi-Exoten-viele-Features» sind neben bewährten, einfach verständlichen Strukturen häufig Ladenhüter. Der Erklärungsaufwand ist enorm und das Risiko, nicht die gewünschten Produkteigenschaften «liefern» zu können, gross. Das eingangs erwähnte Beispiel zeigt auch, dass eine Herstellerorganisation wie die Volkswagen-Gruppe ihren Umsatz massgeblich Standardmodellen wie dem Golf verdankt. Bugatti oder Bentley, die inzwischen auch zum VW-Universum gehören, taugen eher als extravagante Prestigeträger, weniger jedoch als stabile Cash Cows.

> ***«In der vertriebstechnisch immer restriktiver werdenden Welt ist die Bereitschaft beim Vertrieb, sich in zeitraubende, komplexe Strukturen einzulesen, nicht mehr vorhanden.»***

BILD: ALVIS TOMA/SONYFANNEYCURE

Kein Buch mit sieben Siegeln – Struki folgen einem klaren Aufbau.

Eine weitere Parallele zur Autoindustrie liegt im Vertrieb. Auch strukturierte Produkte werden nicht vom Strukturierer an den Kunden verkauft, sondern vom Kundenberater bzw. vom Vertriebsmitarbeiter. Ähnlich wie beim Autokauf sitzt beim Abschluss der Kunde nicht dem Chefdesigner oder dem leitenden Ingenieur gegenüber, sondern dem Verkäufer. Dieser muss in der Lage sein, das Produkt in Sprache und Sinnbild des Kunden zu präsentieren.

Doch in der immer komplexer und vertriebstechnisch restriktiver werdenden Welt ist die Bereitschaft beim Vertrieb, sich in zeitraubende, komplexe Strukturen einzulesen, nicht mehr vorhanden. Das ist nachvollziehbar und wird sich in Zukunft weiter akzentuieren. Der Kundenberater selbst muss in der Lage sein, das Produkt rasch und autodidaktisch zu verstehen.

MIT DEN WORTEN DES KUNDEN

Wenn es gelingt, diese erste Hürde am Point of Sale zu überwinden, dann stehen die Chancen gut, dass die Zielkunden in einer angemessenen Sprache über die Charakteristika des jeweiligen Produkts aufgeklärt werden können. Das bedeutet für Emittenten mit breitem Retail-Netzwerk oder dem Anspruch, via Public Distribution ein breites Anlegerspektrum zu erreichen, konkret über eine einfache Produktstrategie nachzudenken. Dies schliesst Vertriebsschulungen und simplifizierte, interne Produkterklärungen ein. Es findet eine Transformation von «komplex» zu «einfach» statt.

So haben Vertrieb und Kunde die Gewissheit, vom Gleichen zu sprechen und einen echten Dialog auf Augenhöhe zu führen, statt hinter Fachchinesisch zu erstarren. Die Partnerschaft mit dem Kunden ist und bleibt auch in Zukunft eine wichtige Antriebswelle für die Industrie der strukturierten Produkte.

Willi F.X. Bucher, Bereichsleiter Produkte & Vertrieb Zentralbank, Raiffeisen Schweiz

Verlust und Gewinn variabel begrenzen

PRODUKTAUSWAHL *Kapitalschutz, Gewinngrenze und der lineare Tracker lassen sich kombinieren. Das ergibt ein altbekanntes Finanzinstrument: den Collar. Damit lassen sich Zielkonflikte veranschaulichen und Produkte besser vergleichen.*

Martin Wallmeier

Der Markt für strukturierte Produkte sollte ein vielfältiges Angebot bereithalten, damit Anleger in jeder Situation und für jede Marktmeinung das passende Instrument finden. Die Kehrseite dieser Vielfalt ist die Gefahr, angesichts der zahlreichen Varianten den Überblick zu verlieren. Hier hilft es, einen Schritt zurückzutreten und sich auf die Grundformen der Produkte zu besinnen.

Wie die Swiss Derivative Map zeigt, lassen sich bei den Anlageprodukten drei Arten von Zahlungsprofilen unterscheiden: der lineare Verlauf des Werts des Basispapiers (Tracker), ein gekncktes Profil mit Verlustbegrenzung (Kapitalschutz) und ein gekncktes Profil mit begrenztem Gewinn (Reverse Convertible). Nun geht es darum, diese Grundtypen in einem generischen Produkt zu vereinen.

Die Idee ist denkbar einfach: Wir kombinieren die Verlustbegrenzung des Kapitalschutzprodukts mit der Gewinnbegrenzung des Reverse Convertible und verbinden die Extremwerte mit dem linearen Verlauf des Tracker – wobei die Steigung mehr oder weniger ausgeprägt sein kann als beim Basiswert. Dadurch entsteht ein altbekanntes Finanzinstrument: der Collar. Er wird konfiguriert durch die Wahl der Abschnittsgrenzen sowie des maximalen Gewinns und Verlusts (vgl. Grafik 1).

DAS ZAHLUNGSPROFIL ANPASSEN

Werden beide Abschnittsgrenzen weit nach aussen gelegt, ähnelt der Collar einem Tracker (vgl. Grafik 2). Wird nur die rechte oder die linke Abschnittsgrenze nach aussen geschoben, nähert er sich einem klassischen Kapitalschutzprodukt bzw. einem Reverse Convertible an (vgl. Grafiken 3 und 4).

Nehmen wir an, ein Collar wird so konstruiert, dass sein fairer Wert immer 100 beträgt. Die Notation SPI 90/110 @ 95/105 bedeutet dann: Das Produkt mit Basiswert Swiss Performance Index (SPI) bietet einen Kapitalschutz von 90 und eine maximale Zahlung von 110 (Gewinnbegrenzung). Der Kapitalschutz greift, wenn der SPI bei Fälligkeit unter 95% seines Anfangswerts notiert. Ab 105% des Anfangswerts wird der Maximalbetrag ausgezahlt. Zwischen Werten des SPI von 95 und 105% steigt die Auszahlung linear von 90 auf 110, sodass der Anleger doppelt an der SPI-Rendite partizipiert.

> *«Oft ist der Ruf nach einfachen Strukturen zu hören – wie sie im Collar vereint sind.»*

Die vorgeschlagene Notation soll Produktvergleiche erleichtern und eine erste grobe Einschätzung der Attraktivität des Produkts ermöglichen. Bei der ersten Zahlenkombination (im Beispiel: 90/110) wünschen sich Investoren hohe Werte: Je höher der Kapitalschutz und die maximale Auszahlung, umso attraktiver ist das Produkt. Bei der zweiten Zahlenkombination (95/105) sind niedrige Werte vorteilhaft: Ein stärkerer Kursverfall des Basispapiers ist nötig, ehe der Anleger den maximalen Verlust erleidet, und ein geringerer Kursanstieg genügt, um den maximalen Gewinn einzustreichen.

Dies bedeutet aber natürlich nicht, dass es optimal wäre, von allem das Beste zusammenzufügen (hoher Kapitalschutz, hoher maximaler Gewinn etc.). Ein solches Produkt wäre viel zu teuer.

DAS DO-IT-YOURSELF-MODELL

Fixieren wir den fairen Wert des Collar auf 100, so ist klar, dass Investoren Abwägungen treffen müssen. Dazu gehören zum Beispiel: Ist ein höherer Kapitalschutz wichtig genug, um dafür den maximalen Gewinn weiter zu begrenzen? Soll im mittleren Abschnitt eine höhere Partizipationsrate gelten, auch wenn sie mit einer grösseren Verlustwahrscheinlichkeit erkauft werden muss?

Eine wichtige Aufgabe der Finanzberatung ist es, diese Zielkonflikte (Tradeoffs) zu veranschaulichen, damit Investoren eine realistische Chance haben, die für sie beste Entscheidung zu treffen. Hierbei kann sich der skizzierte, vereinheitlichte Analyserahmen als hilfreich erweisen.

Wir zeigen dies in einer Web-Applikation, in der der Anleger einen Collar selbst konfigurieren kann (www.fuw.ch/270118-D). Einzugeben sind: für den Basiswert die erwartete Rendite und die erwartete Volatilität, für den Collar das Kapitalschutzniveau, die maximale Auszahlung und die Partizipationsrate im mittleren Abschnitt.

Mit diesen Angaben und der Bedingung eines fairen Werts von 100 – auf Basis eines geeigneten Bewertungsmodells, in der Illustration das Black-Scholes-Modell – lässt sich der Collar eindeutig bestimmen. Das entsprechende Zahlungsprofil und die Wahrscheinlichkeitsverteilung der Anlagerendite werden grafisch veranschaulicht (vgl. Grafiken 1 bis 4).

CHANCEN UND RISIKEN ABWÄGEN

Bei jeder Veränderung der Parameter wird der Collar neu berechnet, sodass der Anleger spielerisch eruieren kann, welche Zahlungsprofile mit einem Investment von 100 erreichbar sind. Die Übergänge der Produktvarianten sind fliessend.

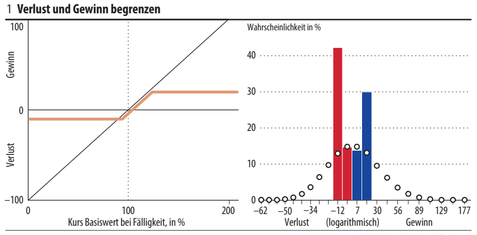
Zum Beispiel kann der Anleger von einem Kapitalschutzprofil zu einem Reverse Convertible wandern und die Verschiebung der Wahrscheinlichkeitsverteilung verfolgen. Tradeoffs werden sichtbar und dadurch besser greifbar. Möglicherweise begünstigt dies auch eine ausgewogene Betrachtung von Chancen und Risiken anstelle des Fokus auf einzelne Elemente wie einen verlockenden Coupon.

Wo aber bleiben die Spezialitäten wie Twin Win, Multi Asset und Barrieren? Zugegeben: Sie sind in unserem generischen Produkt nicht vorgesehen.

Generell gibt es gute Gründe, diesen Elementen in strukturierten Produkten kritisch gegenüberzustehen. Oft ist denn auch der Ruf nach einfachen Strukturen zu hören – wie sie hier im Collar vereint sind. Ausserdem decken die Wahrscheinlichkeitsverteilungen des Collar eine beachtliche Formenvielfalt ab. Grosse Lücken, die mit Spezialitäten gefüllt werden müssten, sind nicht erkennbar. Angenommen, wir lassen Anleger ihr gewünschtes Chancen-Risiko-Profil angeben – vermutlich stehen die Chancen gut, dass es mit einem Collar abgebildet werden kann.

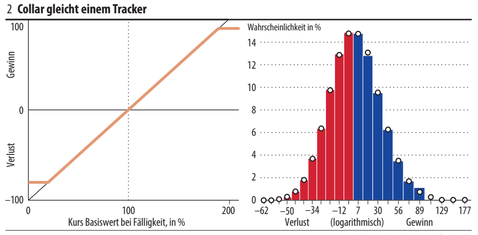
Martin Wallmeier ist Professor für Finanzmanagement und Rechnungswesen an der Universität Fribourg. Die Web-Applikation der Uni Fribourg findet sich unter www.fuw.ch/270118-D

1 Verlust und Gewinn begrenzen



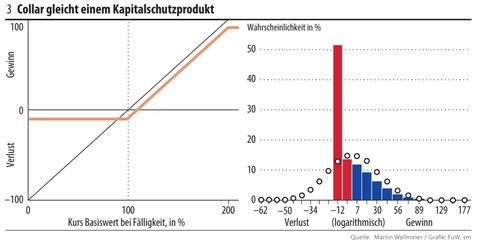
Quelle: Martin Wallmeier / Grafik: FuW, sm

2 Collar gleicht einem Tracker



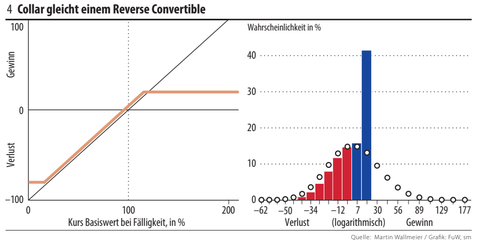
Quelle: Martin Wallmeier / Grafik: FuW, sm

3 Collar gleicht einem Kapitalschutzprodukt



Quelle: Martin Wallmeier / Grafik: FuW, sm

4 Collar gleicht einem Reverse Convertible



Quelle: Martin Wallmeier / Grafik: FuW, sm

Aus Risiken werden Chancen

INSURANCE LINKED SECURITIES *Versicherungen lagern Risiken an Investoren aus, beispielsweise von Naturkatastrophen. Die Volumen haben sich vervielfacht. Was steckt dahinter?*

Alan Mudie

Welche Verbindung besteht zwischen Hurrikanen im Golf von Mexiko, Erdbeben im pazifischen Raum und Waldbränden in Südeuropa? Und welche Verbindung gibt es zwischen diesen Naturkatastrophen und den Trends an den Finanzmärkten? Die Antwort auf beide Fragen lautet: keine. Genau deshalb sind Insurance Linked Securities (ILS-Versicherungsverbriefungen) eine interessante Anlageklasse.

ILS, die auch als Katastrophenanleihen oder -bonds bekannt sind, werden seit den Neunzigerjahren angeboten. Grund für ihre Entstehung war der Hurrikan «Andrew», der die Bahamas und Florida verwüstete. «Andrew» machte die Grenzen der Rückversicherungskapazität deutlich. In der Folge suchten Versicherungsunternehmen nach neuen Wegen, um diese Risiken in Form von handelbaren Wertpapieren zu verbriefen.

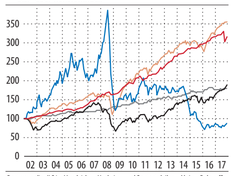
Die getroffene Lösung ist in zweierlei Hinsicht vorteilhaft: Die Versicherungsbranche kann ihre Kapazitäten zur Deckung von Katastrophenschäden erheblich steigern, und Investoren steht eine neue Art von Wertpapieren zur Verfügung.

INTERESSE WÄCHST

Seit der Emission der ersten derartigen Papiere im Jahr 1997 hat der Handel kräftig zugenommen: Das gesamte ausstehende Kapital an Versicherungsverbriefungen hatte im Jahr 2000 einen Wert von 2,8 Mrd. $ und belief sich im Jahr 2010 auf 13,9 Mrd. $. Ende 2017 waren es gemäss der US-Unternehmensberatung Artemis Consulting 29,6 Mrd. $. Allein im zurückliegenden Jahr kamen Anleihen in Höhe von 12,6 Mrd. $ auf den Markt. Die Emissionen haben damit ein neues Höchst erreicht, was die Beliebtheit dieser Wertpapiere unter Investoren verdeutlicht.

Rückversicherer transferieren einen Teil ihres Portfolios an Risikopositionen in eine Zweckgesellschaft (Special Purpose Vehicle, SPV). Als Ausgleich für die Risiken erhält die Zweckgesellschaft vom Rückversicherer eine Prämie. Diese wird wiederum in kurzfristige Fixcouponanleihen investiert. Die Zweckgesellschaft gibt dann eine Anleihe (ILS) heraus, die in der Regel weniger als drei Jahre Laufzeit hat und eine variable Verzinsung über dem Marktdurchschnitt bietet.

Anders als herkömmliche Anlagen



Gesamtrendite ILS im Vergleich zu Hochzins- und Staatsanleihen, Aktien, Rohstoffen

Quelle: Société Générale, Bloomberg / Grafik: FuW, sm

Bei Ausbleiben des Schadenfalls schüttet die Zweckgesellschaft die Zinsen aus und zahlt die Anleihe am Ende der Laufzeit zurück. Tritt die Naturkatastrophe ein und werden die vorab definierten Auslösebedingungen erfüllt, transferiert sie den Prämienbetrag zurück an den Rückversicherer, und die Investoren müssen den Verlust tragen. Wie die eingangs gestellte Frage andeutet, ist es für die Anleger von entscheidender Bedeutung, die Risiken mit Blick auf Regionen und Risikoarten zu streuen.

FESTVERZINSLICHE ERGÄNZEN

Aufgrund des hohen Risikos und des schlechteren Ratings sollte ein gut diversifiziertes ILS-Portfolio nur eine kleine Ergänzung zu den umfassenden festverzinslichen Beständen darstellen. Die ILS bieten jedoch eine höhere Verzinsung und reagieren weniger sensibel auf Schwankungen der langfristigen Rendite. Daher ist die Korrelation mit anderen Anlageklassen sehr gering. Die Grafik illustriert die relative Entwicklung des Swiss Re Global Cat Bond Index im Vergleich zu herkömmlichen Anlageklassen: Die Korrelation mit Staatsanleihen (11%), Hochzinsanleihen (20%) und Aktien (13%) war gering, die risikobereinigte Wertentwicklung fiel trotz des häufigen Auftretens von Naturkatastrophen höher aus.

Nach einem Zeitraum mit hohen Forderungen an die Rückversicherer nehmen die Versicherungsprämien der Kunden für die Absicherung solcher Risiken tendenziell zu, ebenso wie der an die Zweckgemeinschaft überwiesene Betrag. Als Folge bieten neu ausgegebene Insurance Linked Securities attraktivere Bedingungen. 2017 ereigneten sich überdurchschnittlich viele Katastrophen, besonders die Hurrikane «Harvey», «Irma» und «Maria». Nach der Negativperformance aufgrund der Auszahlungen im Rahmen dieser Ereignisse ist es vielleicht wieder an der Zeit, über ILS nachzudenken.

> *«Die Korrelation von ILS mit anderen Anlageklassen ist sehr gering.»*

Alan Mudie, Head of Investment Strategy, Société Générale Private Banking

Vontobel

Investment Banking

Themen-investments

Mit Themen Akzente setzen

Weil ihre Dynamik stark ist, treiben viele Trends die globalen Kapitalmärkte an. Themeninvestments könnten vor diesem Hintergrund in einem Anlageportfolio Mehrwert schaffen – und zukunftsträchtige Akzente setzen.

Vontobel-Themenpalette
Nicht nur «spannende Storys»: Das Vontobel-Repertoire bietet eine ganze Reihe interessanter Themeninvestments.

derinet.com/themeninvestments

Spannende Anlagethemen im Fokus

Swiss Smart Dividend
Schweizer Dividendenperlen clever selektiert

Artificial Intelligence
Die Evolution des Denkens

Industry 4.0
Die vierte industrielle Revolution

Cyber Security
Trend für digitale Sicherheit

Demographic Opportunity
Die «Silver Society» vergoldet ihr Alter

vontobel.com

Diese Publikation dient lediglich der Information und richtet sich ausdrücklich nicht an Personen, deren Nationalität oder Wohnsitz den Zugang zu solchen Informationen aufgrund der geltenden Gesetzgebung verbieten. Sie stellt kein Kotierungsinserat, keinen Emissionsprospekt gem. Art. 652a OR bzw. 1156 OR und keinen vereinfachten Prospekt gem. Art. 5 des Bundesgesetzes über die kollektiven Kapitalanlagen (KAG) dar und ist weder als Offerte oder Einladung zur Offertstellung noch als Empfehlung zum Erwerb von Finanzprodukten zu verstehen. Die rechtlich massgebliche Produktdokumentation (Kotierungsprospekt) besteht aus dem definitiven Termsheet mit den Final Terms und dem bei der SIX Swiss Exchange registrierten Emissionsprogramm. Diese sowie die Broschüre «Besondere Risiken im Effektenhandel» können unter www.derinet.ch oder bei der Bank Vontobel AG, Financial Products, Bleicherweg 21, CH-8022 Zürich, kostenlos bezogen werden. Derivative Produkte sind keine kollektiven Kapitalanlagen im Sinne des KAG und daher nicht der Aufsicht der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht FINMA unterstellt. Anlagen in Derivative Produkte unterliegen dem Ausfallrisiko des Emittenten/Garantiegebers und weiteren spezifischen Risiken, wobei ein möglicher Verlust auf den bezahlten Kaufpreis beschränkt ist. Vor dem Eingehen von Derivatgeschäften sollten Anleger die Produktdokumentation lesen, ausserdem empfiehlt sich eine fachkundige Beratung. Die Angaben in dieser Publikation erfolgen ohne Gewähr. Für Fragen zu unseren Produkten stehen wir Ihnen gerne unter Telefon +41 (0)58 283 78 88 zur Verfügung. Wir machen Sie darauf aufmerksam, dass die Gespräche auf diesen Linien aufgezeichnet werden. © Bank Vontobel AG. Alle Rechte vorbehalten. Zürich, 27. Januar 2018.

Georg von Wattenwyl:
«Unseren Beitrag zur Vorsorge leisten»

BILD: HRS C. RITTER

Georg von Wattenwyl will die App «Portfolio Optimizer» des SVSP noch stärker verbreiten.

verständlich machen und als festen Baustein für ein effizientes Portfolio etablieren. Sei es als Alternative zu Cash oder zu Obligationen, aber auch zur Absicherung. Wenn wir da erfolgreich sind, wird automatisch auch verstärkt in Struki investiert. Eine Prognose wäre jedoch wie Kaffeesatzlesen. Unser Ziel sind zufriedene Investoren, die unsere Produkte regelmässig einsetzen.

Wie soll dieses Ziel erreicht werden?
Wir setzen unsere Anstrengungen zur Aufklärung und zum besseren Verständnis von strukturierten Produkten fort. Um die Möglichkeiten und die Vorzüge noch besser aufzuzeigen, haben wir die App «Portfolio Optimizer» geschaffen. Damit kann man auf einfache Art und Weise den Einsatz von Struki im Portfolio simulieren und die Wirkung im Kontext des gesamten Portfolios praxisnah erfahren.

«Die Standardisierung von Aufklärung und Transparenz verbessert den Produktvergleich.»

Hat sich die App bewährt?
Wir erhalten viel positives Feedback zur App. Die Investoren schätzen vor allem die umfassenden Simulationsmöglichkeiten. Dennoch sind wir mit der breiten Nutzung noch nicht zufrieden. Es muss uns gelingen, weitere Anlegerkreise mit der App und somit mit Struki anzusprechen.

Wird die App weiterentwickelt?
Ja, so wird sie zum Beispiel zur Finanzmesse hin mit verfilmten Use Cases bereichert, um dem Anleger die Möglichkeiten mit der App einfach aufzuzeigen. Weitere Entwicklungsschritte werden momentan diskutiert.

Welche Hindernisse will der Verband, die Struki-Branche auf dem weiteren Weg überwinden?
Noch gibt es Vorurteile gegenüber Struki. Da sind wir als Branche und als Verband gefordert. Transparenz und Produktkenntnisse sind für den Anleger entscheidend. Diese Themen haben wir in den letzten Jahren stetig verbessert und werden dies auch weiterhin tun.

Um die vor gut eineinhalb Jahre lancierte Initiative des Verbands für den Einsatz von strukturierten Produkten in Pensionskassen ist es ruhig geworden. Ist der Vorstoss gescheitert?
Überhaupt nicht. Das Thema ist zuoberst auf der Verbandsagenda, und wir arbeiten intensiv an dieser Initiative. Wir sind uns jedoch bewusst, dass wir als Branche auch gewisse Hausaufgaben machen müssen, beispielsweise was die Kostentransparenz für Struki in Pensionskassen betrifft. Dazu sind wir im konstruktiven Austausch mit der OAK, der Oberaufsichtskommission Berufliche Vorsorge des Bundes. Eine neue Arbeitsgruppe des Verbands treibt die Initiative zielgerichtet vorwärts. Auch an der Finanz'18 diskutieren wir das Thema mit Fachleuten aus den verschiedenen Bereichen.

Wann rechnen Sie mit konkreten Ergebnissen und dem systematischen Einsatz von strukturierten Produkten in Pensionskassenlösungen?
Wir sind zuversichtlich, dass wir mit der OAK bis Mitte Jahr eine Lösung für die Kostentransparenz finden werden. Auch danach wird es kein Selbstläufer sein. Aufklärung und ein adäquates Produktangebot der Emittenten sind zentral, um die Bedürfnisse bestmöglich abdecken zu können (Anm. der Redaktion: vgl. Artikel «Neue Impulse in der Vorsorge» auf Seite 12).

Anfang Jahr ist die EU-Regulierung Mifid II in Kraft getreten, und in der Schweiz stehen mit dem Finanzdienstleistungs- und dem Finanzinfrastrukturgesetz Fidleg und Finfrag verschärfte Regeln an. Was verändert sich dadurch im Geschäft mit strukturierten Produkten?
Die Finanzkrise hat eine Regulierungsflut ausgelöst, um Privatkunden bei der Geldanlage besser zu schützen. Zentral ist bei Mifid II die Information des Investors über die Gesamtkosten beim Erwerb eines Anlageprodukts. Diese Kostentransparenz wird durch Abgabe eines Kostenblatts sichergestellt. Zusätzlich war unsere Industrie auch noch durch die Priips-Regulierung gefordert.

Die bedeutet?
Hersteller von strukturierten Produkten müssen seit Anfang Jahr für jedes Produkt ein standardisiertes Basisinformationsblatt erstellen, das auf maximal drei Seiten dem Anleger die wesentlichen Produktmerkmale aufzeigen soll. Vergleichbare Transparenzanforderungen werden in der Schweiz mit dem Fidleg eingeführt. Diese neuen regulatorischen Vorschriften führen zu einer Standardisierung der Aufklärung und der Transparenz und erlauben dem Investor einen besseren Vergleich von Produkten. Wir begrüssen diese erhöhte Transparenz, die wir im Struki-Geschäft schon bisher auf freiwilliger Basis weitestgehend erfüllt haben.

Wie wird die Interessenvertretung des SVSP von der Politik in Bern aufgenommen?
Seit rund zwei Jahren bauen wir den Austausch mit Politikern und Experten aus der Verwaltung auf und aus. Die meisten unserer Gesprächspartner sind angesichts der Grösse und der Bedeutung des Schweizer Struki-Marktes – es ist notabene der grösste Markt der Welt – erstaunt. Wir stossen mit unseren Anliegen und unserem Feedback zu Regulierungsthemen auf offene Ohren und erhalten grösstenteils Zuspruch.

Welches ist das wichtigste Ziel oder Geschäft, das Sie als Verbandspräsident bis Ende Jahr erreichen respektive abschliessen möchten?
Wir als Branche wollen unseren Beitrag zur Stärkung des Vorsorgesystems leisten. Hoffentlich gelingt es uns, in enger Zusammenarbeit mit den Pensionskassenverantwortlichen strukturierte Anlagelösungen zum Vorteil aller Versicherten zu finden. Das wäre toll.

Interview: Hanspeter Frey

So werden strukturierte Produkte gebaut

BARRIER REVERSE CONVERTIBLES *Sie bestehen aus einer Obligationen- und mindestens einer Optionskomponente. Bei mehreren Basiswerten auf solche aus ähnlichen Branchen zu achten, reduziert das Risiko. Der Coupon ist etwas höher, wenn der Emittent das Recht hat, das Produkt frühzeitig zu kündigen.*

Stefan Weber

Strukturierte Produkte mögen für Neueinsteiger ein Buch mit sieben Siegeln sein. Dabei bieten sie gerade im Tiefzinsumfeld weiterhin attraktive Renditemöglichkeiten. Wie der Name bereits vermuten lässt, bestehen strukturierte Produkte aus mehreren Bausteinen. Im Normalfall ist dies eine Kombination aus einer Obligationen- und mindestens einer Optionskomponente.

Die Verbriefung ermöglicht es Kleinanlegern, bereits ab einem Minimum von rund 1000 Fr. in verschiedenste Strategien zu investieren. Zudem sind gewisse Komponenten – beispielsweise exotische Barriereoptionen – meist nur professionellen Investoren zugänglich.

BEDINGTER SCHUTZ

Die am stärksten nachgefragte Produktkategorie im Schweizer Markt für strukturierte Produkte sind Barrier Reverse Convertibles (BRC). Ihre Bausteine und Einflussfaktoren werden nachfolgend erklärt. Durch Inkaufnahme eines Aktienrisikos bieten BRC regelmässige Couponzahlungen, die deutlich über dem normalen Zinsniveau liegen.

BRC bestehen zum einen aus einer verkauften Down-and-in-Put-Option und zum anderen aus einer Bondanlage (Zero Bond). Die Prämie der Put-Option sowie der Zins aus der Bondanlage werden verwendet, um den fixen Coupon des Produkts zu zahlen. Mit einem Swap-Geschäft auf Basis der Bondanlage stellt der Emittent alle Zahlungsströme sicher, sodass die Coupons periodisch ausgezahlt werden können. Die maximale Rendite ist auf die Höhe des Coupons beschränkt.

Wie in der grafischen Konstruktion (vgl. Grafik) ersichtlich ist, wird die Put-Option erst aktiv, wenn der Basiswert auf oder unter die Barriere fällt (Down and in). Anders als bei einem gewöhnlichen Reverse Convertible bringt das Hinzufügen einer Barriere einen zusätzlichen Schutz (auch bedingter Kapitalschutz genannt).

Wird die Barriere während der Laufzeit nicht berührt, so entsteht für den Anleger keine Verpflichtung, und er erhält bei Verfall des strukturierten Produkts 100% des Nominalwerts sowie den aufgelaufenen Coupon ausgezahlt. Wird die Barriere hingegen berührt oder unterschritten und schliesst der Kurs des Basiswerts bei Endfixierung unter dem Anfangskurs, so fällt der bedingte Kapitalschutz weg, und der Anleger übernimmt das volle Aktienkursrisiko des Basiswerts.

Als Verkäufer einer Put-Option hat er in diesem Fall die Pflicht, die bei der Anfangsfixierung definierte Anzahl Aktien zu übernehmen. Wird der Basiswert wertlos oder der Emittent zahlungsunfähig, kann ein Totalverlust des investierten Kapitals eintreten.

MEHRERE ÄHNLICHE BASISWERTE

Zu den wichtigsten Einflussfaktoren eines BRC gehören neben der Höhe der Barriere die implizite Volatilität des Basiswerts, die Höhe der geschätzten künftigen Dividenden, die Laufzeit des Produkts, der risikolose Zins sowie das aktuelle Emittentenrisiko. Diese Faktoren beeinflussen die Höhe des Coupons zum Zeitpunkt der Konstruktion des BRC (vgl. Tabelle oben).

Einflussfaktoren für die Höhe des Coupons

	Coupon
Hohe Volatilität	↗
Hohe Dividende	↗
Hoher risikoloser Zins (Put Prämie ↘, Bondanlage dominant ↗)	↗
Hohe Barriere	↗
Längere Laufzeit	↗ [1]
Hohe Korrelation [2]	↘
Höheres Emittentenrisiko	↗

1) mit gewissen Ausnahmen 2) nur relevant bei mehreren Basiswerten

Quelle: Credit Suisse

Werden mehrere Basiswerte (Multi Barrier Reverse Convertibles) eingesetzt, nimmt die Komplexität zu. Für die Beobachtung der Barriere werden dann sämtliche Basiswerte einbezogen. Dies bringt die sogenannte Korrelation ins Spiel, das heisst, wie abhängig die Kursentwicklung des einen Basiswerts von der Entwicklung der anderen ist. Eine hohe Korrelation weist auf eine eher gleichläufige Kursentwicklung von Basiswerten hin, wohingegen eine geringe Korrelation grössere Schwankungen unter den Basiswerten spiegelt.

Um die Prämie der Put-Option respektive den Coupon zu maximieren, sollten also möglichst Basiswerte mit einer geringen Korrelation zueinander gesucht werden. Meistens sind dies Basiswerte aus unterschiedlichen Sektoren, Ländern oder Regionen. Da dies aber auch die Wahrscheinlichkeit einer Barriereberührung erhöht, bevorzugen viele Anleger Multi BRC auf Basiswerte aus ähnlichen Branchen oder Themen, um das Risiko zu reduzieren. Selbstverständlich spielt nicht nur die Korrelation eine wichtige Rolle, sondern auch – wie beim Single BRC – die Höhe der jeweiligen Volatilität oder die prognostizierten Dividenden.

CALLABLE FÜR HÖHEREN COUPON

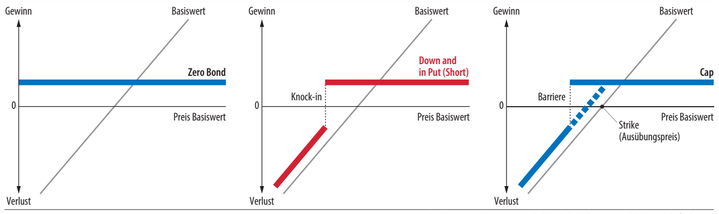
Um in Zeiten einer eher tiefen Volatilität attraktivere Konditionen zu erhalten, wurden in den letzten Jahren verstärkt Callable und Autocallable BRC nachgefragt. Das Callable-Merkmal gibt dem Emittenten das Recht, das Produkt an bestimmten Terminen vorzeitig zu 100% des Nominalwerts zuzüglich des aufgelaufenen Coupons zurückzuzahlen. Aktuell ergibt dies ungefähr einen um 1 bis 1,5% höheren Coupon pro Jahr – oder eine tiefere Barriere bei gleichem Coupon.

Das Autocallable-Merkmal ermöglicht einen nicht ganz so hohen Couponanstieg wie die Callable-Eigenschaft, da die frühzeitige Rückzahlung einzig an das Überschreiten eines oder mehrerer Autocall-Levels geknüpft ist. Die Wahrscheinlichkeit einer frühzeitigen Rückzahlung ist somit leicht geringer als bei einem Callable BRC.

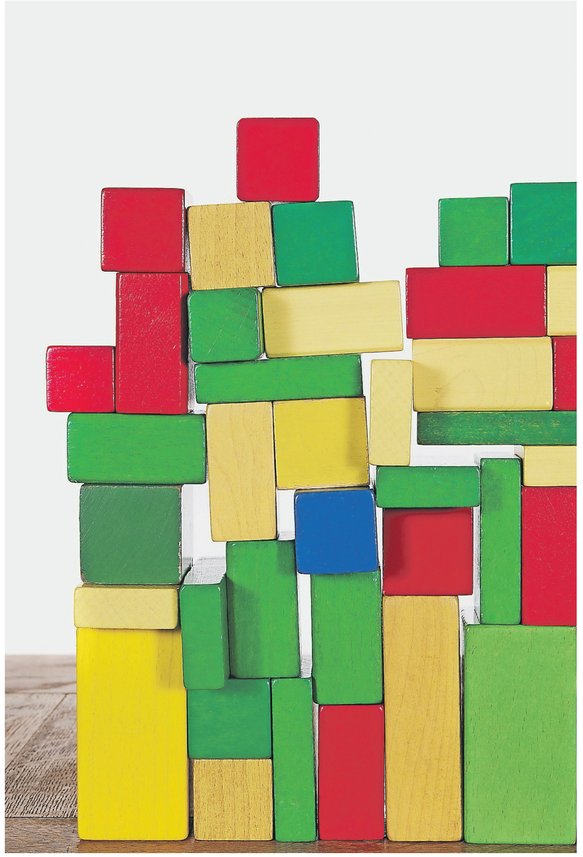
Wichtig bleibt für Investoren, dass sie nur Produkte kaufen, deren Funktionsweise sie verstehen und deren Basiswerte sie auch als Direktanlage im Depot halten würden. Zudem ist Diversifikation wichtig, das heisst, es sollten nicht zu viele BRC auf dieselben Basiswerte im Portfolio gehalten werden. Bei einem Kurseinbruch kann es sonst zur mehrfachen Lieferung desselben Basiswerts kommen. Wer kurzfristig die Rendite steigern möchte, für den sind Callable oder Autocallable-Strukturen eine interessante Variante.

Stefan Weber, Public Distribution Strukturierte Produkte Schweiz, Credit Suisse

Grafische Konstruktion eines Barrier Reverse Convertible (BRC)



Quelle: SVSP, Derivative Partners, Buch «Die Welt derStrukturierten Produkte», 2012 / Grafik: FuW, sm



Aus so vielen Komponenten bestehen Struki nicht. Transparenz und Verständlichkeit sind trotzdem wichtig, ob bei einfachen oder komplexeren Konstruktionen.

BILD: PLAINPICTURE

In der Ruhe liegt die Rendite

LOW-VOLATILITY-STRATEGIE *Aktien mit geringen Kursschwankungen schneiden auf Dauer besser ab als der Gesamtmarkt. Das ist wissenschaftlich erwiesen.*

Simon Przibylla

Seit jeher versuchen Analysten, Investoren und Wissenschaftler, die Kapitalmärkte zu entschlüsseln. Zu den bekanntesten Ergebnissen dieses Unterfangens zählt das Capital Asset Pricing Model, kurz CAPM. Es zeigt, einfach ausgedrückt, dass die erwartete Rendite mit der Kursschwankungsbreite eines Wertpapiers zunimmt. Investoren, die bereit sind, vergleichsweise hohe Risiken in Kauf zu nehmen, dürften demnach mit einem grösseren Anlageerfolg rechnen.

Seit den Siebzigerjahren hat das CAPM als Weiterentwicklung der Portfoliotheorie sowohl die wissenschaftliche Diskussion als auch die tägliche Arbeit vieler Vermögensverwalter massgeblich beeinflusst. Dabei gab es stets Zweifel und gegenläufige Ansätze. Bereits 1972 liessen Robert Haugen und James Heins aufhorchen. Die beiden Wissenschaftler stellten einen stark negativen Zusammenhang zwischen Ertrag und Kursschwankungsbreite fest: Aktien mit geringer Volatilität schneiden auf Dauer besser ab als solche mit einem hektischeren Kursverlauf.

«Gefragt sind Low Volatility ETF vor allem dann, wenn die Hektik zunimmt und die Börsen im Korrekturmodus stecken.»

Da diese Erkenntnis im Widerspruch zur zentralen Aussage des CAPM steht, wird sie vom Fachjargon als Low-Volatility-Anomalie bezeichnet. In den USA wurde dieses Thema über einen historischen Zeitraum von 85 Jahren untersucht. Für die globalen Märkte liegen Daten für wenigstens die vergangenen zwanzig Jahre vor.

WAS DIE KURSE BESTIMMT

Die US-Ökonomen Eugene Fama und Kenneth French führten 1992 ein Multifaktormodell ein. Damit versuchten sie, die Anlagepreise zu erklären. Konkret machte das Duo mehrere renditetreibende Eigenschaften aus. Als wesentlicher Faktor hat sich auch da die geringe Kursschwankungsbreite etabliert. Aus der wissenschaftlich fundierten Erkenntnis entstand die Low-Volatility-Strategie. Sie wurde in den vergangenen Jahren vor allem im Markt für börsengehandelte Fonds (Exchange Traded Funds, ETF) salonfähig.

Allein Branchenprimus iShares verwaltete per Ende April 2017 in zwölf auf diesen Faktor abzielenden ETF mehr als 26 Mrd.$. Dabei ragt der iShares Edge MSCI Min Vol USA ETF mit 13,3 Mrd.$ (Stand Oktober 2017) heraus.

Gefragt sind diese Anlagevehikel vor allem dann, wenn die Hektik an den Finanzmärkten zunimmt respektive die Aktienbörsen im Korrekturmodus stecken. So verzeichnete der genannte Exchange Traded Fund allein in den ersten acht Monaten 2016 einen Mittelzufluss von 6,7 Mrd.$.

Zunächst fand die Low-Volatility-Strategie an den grossen Börsenplätzen Anwendung – allen voran Wallstreet. Am Schweizer Aktienmarkt ist die Liquidität im Vergleich dazu gering, weswegen die grossen Fondshäuser ihre Multifaktormodelle hierzulande nicht im gleichen Umfang ausrollen konnten. Infolgedessen gab es für Investoren zunächst kaum Gelegenheiten, an der Schweizer Börse derartige Risikoprämien abzuschöpfen.

Abhilfe leisten möchte Leonteq mit dem Swiss Market Selection Index. Die eigens konzipierte Benchmark zielt auf einen breit gestreuten und mit schwankungsarmen Schweizer Titeln bestückten Aktienkorb (Basket) ab. Auf diese Weise sollen Anleger imstande sein, die aus dem Low-Vola-Ansatz resultierende Überrendite abzugreifen und dabei vom Vorteil der Diversifikation zu profitieren.

NACHHOLBEDARF IN DER SCHWEIZ

In Frage kommen für den Swiss Market Selection Index alle Unternehmen mit einer Primärkotierung an der Schweizer Börse. In diesem Anlageuniversum wird ein Liquiditätsfilter angewendet. Dabei werden sämtliche Aktien ausgewählt, deren durchschnittliches tägliches Handelsvolumen sich auf mehr als 3 Mio. Fr. beläuft.

Im dritten Schritt sieht die Methodik ein Ranking der ausgewählten Valoren vor, gemäss ihrer über einen Zeitraum von 180 Tagen realisierten historischen Volatilität. Die zwanzig Titel mit der tiefsten Kursschwankungsbreite ziehen gleichgewichtet in den Swiss Market Selection Index ein.

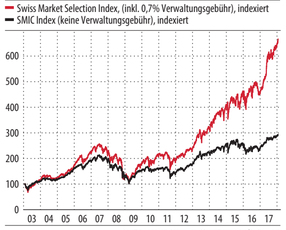
Im letzten Schritt wird ein Hebel implementiert (1/Beta zum Schweizer Aktienmarkt). Aktien mit einer geringeren Volatilität schwanken weniger ausgeprägt als der Gesamtmarkt (Beta). In fallenden Märkten ist das von Vorteil für den Anleger. Aber im Falle einer starken Aktienrally wird er durch ein tiefes Beta benachteiligt.

Durch die Implementierung eines Hebels der Grösse 1/Beta wird dieses Problem behoben. Um die Benchmark den Gegebenheiten am Markt laufend anzupassen, wird die skizzierte Selektion quartalsweise vorgenommen.

MEHRFACH DIVERSIFIZIERT

Das Konzept überzeugt in der historischen Simulation: Über einen Zeitraum von mehr als vierzehn Jahren zeigt der Swiss Market Selection Index gegenüber dem SMIC Index (Dividenden werden reinvestiert) eine Outperformance (vgl. Grafik).

Schwankungsarme Aktien



Quelle: Leonteq Securities, Bloomberg / Grafik: FuW, sm

Dieser Eindruck bestätigt sich beim Blick auf die aktuelle Zusammensetzung des Swiss Market Selection Index. Die zwanzig Indexmitglieder zeigen eine durchschnittliche Kursschwankungsbreite von 8,94%. Dem steht beim Swiss Market Index ein Wert von 9,45% gegenüber.

Mit den Aktien Geberit, Givaudan, Nestlé, SGS, Swisscom, Novartis und Zurich Insurance schaffen es lediglich sieben Mitglieder aus dem Leitindex in die neue Auswahl. Diese ist somit über das Large-Cap-Segment hinaus breit gestreut. Neben namhaften SMIM-Valoren wie Kühne + Nagel oder Schindler zählen heimische Small Caps, beispielsweise Cembra Money Bank, zu den zwanzig ausgewählten Aktien.

Auch hinsichtlich der Sektoren zeigt sich eine hohe Diversifikation. Seien es Banken, Versicherungen, Healthcare-, Nahrungsmittel- oder Industrieunternehmen – der Index stellt einen echten Querschnitt durch die Schweizer Wirtschaft dar. Die Dividenden der Gesellschaften gehen zudem nicht verloren, sondern werden in den Index reinvestiert.

EFFEKTIVE LÖSUNG

Über ein Tracker-Zertifikat können sich Anleger diese spezielle Aktienauswahl in ihr Portfolio holen. Das an der SIX kotierte Produkt gibt den Verlauf des Swiss Market Selection Index unter Abzug einer Verwaltungsgebühr von 0,7% p.a. wieder.

Das Tracker-Zertifikat hat eine unbegrenzte Laufzeit. Insofern besteht ausreichend Zeit, damit die speziellen Eigenschaften der schwankungsarmen Aktien zum Tragen kommen können. Der Handel an der SIX Swiss Exchange bietet die Möglichkeit, das Tracker-Zertifikat jederzeit zu verkaufen oder eine Position aufzustocken.

Simon Przibylla, Director, Public Solutions, Leonteq

GASTKOLUMNE

Sich der Gefahren bewusst sein

MÄRKTE *Die meisten Anlagen steigen, als gäbe es kein Morgen mehr.*

Der kräftige Anstieg der meisten Vermögenswerte wird von einer historisch niedrigen Volatilität beziehungsweise von geringen Wertschwankungen begleitet. Das Umfeld ist demgegenüber von einer grossen (politischen) Unsicherheit und von Umwälzungen geprägt, von stattlichen Bewertungen und geringen Renditeerwartungen. Was ist bei strukturierten Produkten bei einer Entladung dieser Gemengelage zu erwarten?

Des Schweizers beliebtestes strukturiertes Produkt, der Barrier Reverse Convertible (BRC), hat in den letzten Jahren eine veritable Renaissance erlebt. Im Tiefzinsumfeld erwirtschaften diese Produkte augenscheinlich noch eine attraktive Rendite. Doch für akzeptable Coupons werden mittlerweile (Multi) BRC auf drei und mehr Aktien mit langer Laufzeit emittiert. Viele aktuelle Strukturen sind zusätzlich mit höheren Barrieren ausgestattet und können vom Emittenten frühzeitig gekündigt werden (Callable). Der Anleger trägt dabei ein Reinvestitionsrisiko.

Gleichzeitig stellt sich die Frage, wie attraktiv in Zeiten äusserst niedriger Volatilität Barrier Reverse Convertibles oder ähnliche Produkte auf möglicherweise überbewertete Wertpapiere noch sind. Zur Erinnerung: Ein BRC kombiniert eine Festgeldanlage mit dem Verkauf von Put-Optionen. Der Erlös wird in Form eines Coupons ausgezahlt. Dabei ist tiefe Volatilität kein optimales Umfeld für attraktive Konditionen. Doch je länger die Investoren von geringen Schwankungen eingelullt und von steigenden Kursen verwöhnt werden, desto mehr bilden sich Sorglosigkeit und neue Risiken in Form von Blasen. Sollten sie platzen, kommen BRC gleich von drei Seiten unter Druck.

Erstens fallen Verluste durch sinkende Kurse bei den Basiswerten an, selbst wenn sie nur auf ein wieder akzeptables Bewertungsniveau zurückgehen, das unter der Barriere liegt. Bei Multi BRC muss der Anleger den Wert mit der schlechtesten Entwicklung übernehmen. Was als obligationenähnliches Investment startete (fixer Coupon, Emissions- und vermeintlicher Rückzahlungskurs zu 100%), mutiert zu einem riskanten Aktienengagement.

Zweitens: Die Volatilität wird bei Kurskorrekturen wieder stark steigen. Da der Anleger – technisch gesprochen – Volatilität short geht, wird die Optionskomponente im Produkt durch den Volatilitätsaufbau zusätzlich überproportional an Wert verlieren. Anders formuliert: Beim gegenwärtigen Volatilitätsniveau wird der Investor durch die Prämien (Coupon) ungenügend kompensiert. Drittens: Marktkorrekturen sind durch einen Anstieg der Korrelation geprägt. Hat der Anleger mehrere BRC im Depot, verliert die Diversifikation an Wirkung. Der Diversifikationseffekt schwindet just dann, wenn er am meisten benötigt wird.

Anleger müssen sich also bewusst sein, dass sie bei einer kräftigen Korrektur ein asymmetrisches Produkt halten. Der Gewinn ist auf die Couponhöhe beschränkt, der Verlust jedoch ist unlimitiert. Die Asset Allocation sieht nach einem Kursbeben anders aus als bei Initiierung der Strategie. Man muss sich also bei BRC immer der potenziellen Risiken bewusst sein und in Szenarien denken. Immerhin – statistisch gesehen zahlt sich die Strategie meistens aus und kann ohne weiteres noch eine Zeit lang gutgehen. Aber tritt das Worst-Case-Szenario ein, werden Schuldige gesucht, dann müssen strukturierte Produkte wieder herhalten. Um es mit einer Redewendung zu erläutern: Man schlägt den Sack und meint den Esel.

Prof. Costantino Lanni, HWZ Hochschule für Wirtschaft Zürich

BILD: IRIS C. RITTER

«Für Pensionskassen ist ein Risikopuffer sinnvoll»

MAURICE PEDERGNANA *Zukünftig gebe es mehr Derivatmandate, sagt Maurice Pedergnana. Er ist Professor für Banking & Finance an der Hochschule Luzern sowie Partner und Chefökonom des Vermögensverwalters Zugerberg Finanz. Strukturierte Produkte seien heute günstig und geeignet, Chancen abseits der hoch effizienten US-Märkte wahrzunehmen.*

Herr Pedergnana, investieren Sie in Derivate, und wenn ja, in welche?
Wir und auch unsere Kunden sind in strukturierten Produkten investiert, die aus Aktien oder Anleihen abgeleitet sind. Die grösste Anlageklasse, in die Schweizer investieren, sind allerdings Immobilien. Davon sind Hypotheken ein Derivat, und das ist ein grosser Markt. Heute muss man die gesamte Klaviatur der Anlageklassen einbeziehen. Dabei spielen Derivate häufig eine Rolle, beispielsweise bei Versicherungsrisiken, die sich strukturieren lassen.

Wie gehen Sie konkret vor?
Pensionskassen gewähren uns beispielsweise ein Mandat mit dem Ziel, jährlich einen laufenden Ertrag von 5% zu erwirtschaften. Für einen solchen Auftrag erhalten wir 0,4% Gebühren. Daneben gibt es keine Retrozession, wir erhalten also von den Derivatanbietern keine Vermittlungsgebühr. Die Produkte konstruieren wir gemäss den Anforderungen des Kunden und loten dann Angebote von Emittenten aus.

Pensionskassenverwalter haben kaum Anreize, Neues auszuprobieren. Wie wecken Sie Interesse für Derivate?
Es ist unter Pensionskassen akzeptiert, dass man in Wandelanleihen investiert. Diese sind vom Charakter her genauso ein strukturiertes Produkt. Im Wandelanleihenmarkt gibt es aber vergleichsweise wenige Schuldner, mit teilweise fragwürdiger Bonität. Damit sind die Anlagemöglichkeiten eingeschränkt. Trotzdem wird in solche Fonds investiert. Wenn es dem Verband für Strukturierte Produkte SVSP gelingt, aus dem engen Bereich der Derivatkonstrukte hinauszukommen und die Branche breiter zu positionieren, dann könnte das Anlagevolumen zunehmen.

«Unter Pensionskassen ist akzeptiert, dass man in Wandelanleihen investiert.»

Was gibt der Hypothekenmarkt her?
In letzter Zeit bieten Banken immer mehr Anlagelösungen an, indem sie Hypotheken in einen Fonds verpacken. Da sind Pensionskassen die einzigen Kunden und steigen mit wenig Erfahrung in den Derivatmarkt ein. Im Vergleich zu Hypotheken bietet aber der Markt für Barriereprodukte auf Aktien oder Anleihen ein wesentlich interessanteres Zahlungsprofil – nach allen Kosten und Gebühren.

Wenn Barriereprodukte mehr einbringen als Hypothekenfonds, weshalb haben sie sich bei institutionellen Investoren nicht durchgesetzt?
Ein wichiger Grund ist, dass die Anbieter versucht haben, den PK-Verwaltern einzelne strukturierte Produkte schmackhaft zu machen. Das ist der falsche Weg. Wer bei einer Pensionskasse Verantwortung für das Asset Management trägt, ist es nicht gewohnt, in solch einem hohen Detailgrad Risikoüberlegungen zu machen. Er vergibt in den verschiedenen Anlageklassen Mandate, etwa für Schweizer Immobilien oder Aktien oder Obligationen. Bekommt er jedoch wöchentlich Informationen zu neuen Einzelprodukten, ist er darauf gar nicht vorbereitet.

Welche Alternativen schlagen Sie vor?
Es braucht Intermediäre im Markt, die heute auch vorhanden sind. Sie müssen unabhängig von den Emittenten sein und dürfen sich nicht einseitig auf einen Anbieter ausrichten. Pensionskassen sind zudem kostenbewusst, die Gebühren dürfen maximal so hoch sein wie für einen Wandelanleihenfonds. Die Intermediäre sollten die Pensionskassen langsam und sachte in den Derivatbereich hineinführen, die erzielten Ergebnisse Jahr für Jahr aufzeigen und damit das Vertrauen gewinnen. Wir haben noch nie ein solches Mandat verloren; im Gegenteil, die Pensionskassen haben das Anlagekapital erhöht.

Wie sieht ein Mandat für Barrier Reverse Convertibles aus?
Es besteht aus einem Korb solcher Produkte. Sie liefern einen Coupon, und am Ende der Laufzeit wird entweder der Kapitaleinsatz zurückgezahlt, oder im schlechten Fall werden Aktien mit Kursverlust geliefert. Mit einer Aktienlieferung muss sich der Pensionskassenverwalter aber nicht befassen, das ist Aufgabe des Portfoliomanagers – genauso wie bei Wandelanleihen, wenn eine solche in Aktien gewandelt wird.

Wie passt ein Derivatmandat ins Portfolio einer Pensionskasse?
Sie benötigt netto 3 bis 4% Rendite, angesichts der Mindestverzinsung und des Langleberisikos, dazu sollte in wirtschaftlich guten Zeiten ein bisschen Reserve hinzukommen. Das Renditeziel lässt sich im Obligationenmarkt mit fast keiner Lösung erreichen: Bei Anleihen in fremder Währung ist die Absicherung des Wechselkursrisikos teuer. Zudem gilt es, sich taktisch gegen steigende Zinsen abzusichern, und auch das ist nicht gratis. Mit Immobilien ist das Ziel gerade noch knapp zu erreichen. Somit kann die Pensionskasse den Anteil an Aktien und den Anteil im alternativen Bereich ausweiten.

Bei den alternativen Anlagen ist die Auswahl vielfältig.
Ich erwarte, dass die Zahl der Derivatmandate in den kommenden Jahren zunimmt. So kompliziert ist eine solche Anlagestrategie nun auch wieder nicht. Hingegen verstehe ich nicht, weshalb Geld in Rohstoffe investiert wird, die per se keinen laufenden Ertrag abwerfen. Und bei Hedge Funds wissen die Investoren nicht, was im Anlagevermögen enthalten ist – das ist eine Blackbox.

Um das Renditeziel zu erreichen, wird etwa Private Equity empfohlen.
Bei Privatmarktanlagen werden die Risiken und die Chancen oft nicht verstanden. Das gilt auch für Pflichtwandelanleihen, Coco Bonds, die keine Anleihen sind, sondern ein Derivat, das auf Eigen- und Fremdkapital basiert. Coco weisen unter anderem Barrieren auf, diese sind aber anders als bei Barrier Reverse Convertibles nur bei der Resultatpublikation erkennbar. Von allen Bereichen werden die alternativen Anlagen von den Pensionskassen bis jetzt am schlechtesten verwaltet. Oder positiv formuliert: Hier liegt das grösste Potenzial.

Wie sollen sich strukturierte Produkte dort durchsetzen?
Sie bringen einen Nutzen in der Diversifikation, als kostengünstige Kombination aus Kapitalmarktlogik, Risikoaversion und laufendem Ertrag. Bei den alternativen Anlagen geht es darum, die Risikoprämien zu managen. Diese Prämien sind teilweise nicht linear und lassen sich mit einem Risikopuffer konstruieren. Ein solcher Schutzmechanismus ist für Pensionskassen sinnvoll.

BILD: MARKUS FORTE

ZUR PERSON

Maurice Pedergnana, 53, ist Professor für Banking & Finance an der Hochschule Luzern. Beim Vermögensverwalter Zugerberg Finanz ist er geschäftsführender Partner, Chefökonom und Leiter des Anlageausschusses. Er doktorierte an der Universität St. Gallen HSG, forschte an der Sophia-Universität in Tokio und war Unternehmensberater.

Ohne zusätzliches Risiko gibt es aber keine höhere Rendite.
Dieser Grundsatz gilt langfristig in effizienten Märkten, etwa für US-Staatsanleihen oder US-Aktien. In Schweizer Obligationen und Aktien ist das nicht der Fall, da gibt es keine lineare Beziehung zwischen Risiko und Rendite. Aus dieser Semieffizienz kann man einen Nutzen ziehen.

«Cash unterliegt dem Negativzins von –0,75%. Ein sehr konservatives Produkt mit tiefer Barriere ergibt mit fast 100% Wahrscheinlichkeit den Ertrag von 0,6%.»

Wie nutzen Sie diese «halbe» Effizienz?
Derzeit ist die Volatilität tief, das bringt eine geringe Risikoprämie für den Anleger. Damit ist der Coupon in Barriereprodukten wenig attraktiv. Deshalb ist die Auswahl der zugrundeliegenden Grössen wichtig.

Wie wählen Sie die Basiswerte aus?
Wir machen Fundamentalanalyse für viele Einzeltitel. Dazu kommen die makroökonomische Beurteilung und aus der technischen Analyse das Momentum. Und selbstverständlich achten wir auf hohe Liquidität und tiefe Korrelation: Bewegen sich die Basiswerte unabhängig voneinander, ist die Risikoprämie und damit der Coupon höher.

Zu welchen Aktien führt das?
Nehmen wir an: Eine Pensionskasse hat in den vergangenen Jahren zu wenig in Schweizer Mid Caps investiert. Sie hat Nachholbedarf, aber die Aktienkurse sind bereits deutlich gestiegen, und auf dem hohen Niveau will sie nicht mehr einsteigen. Trotzdem kann sie investieren.

Wie sieht dieses Investment aus?
Wenn man bei Unternehmen mit einem guten Geschäftsmodell davon ausgeht, dass die Aktien ausgereizt sind, aber der Kurs nicht um 30% fallen wird, bieten sich Barrier Reverse Convertibles an. Die Barriere vermindert das Risiko, der Coupon bringt einen Ertrag.

Wie passen Pensionskassen mit ihrem langen Anlagehorizont und Barriereprodukte mit der meist kurzen Laufzeit zusammen?
Eine PK hat beispielsweise 50 Mio. Fr., die sie für eine einige Monate nicht auszahlen muss. Cash unterliegt dem Negativzins von –0,75%. Ein Coupon von nur schon 1% abzüglich der Gebühr für den Intermediär von 0,4% ergibt einen positiven Ertrag von 0,6%. Er lässt sich mit einer Wahrscheinlichkeit von mehr als 99% erreichen: mit einem sehr konservativen Produkt mit tiefer Barriere, das sich auf Schweizer Standardwerte bezieht. Da muss die Pensionskasse abwägen: Cash hat den Minuszins auf sicher. Das Barriereprodukt hat eine Chance von fast 100% auf den Ertrag von 0,6%. Abgesehen davon: Ein Mandat ist langfristig, das Anlagekapital wird laufend reinvestiert.

Emittenten haben vermehrt konservative Produkte mit tiefer Barriere lanciert, die sich auf Aktienindizes beziehen.
Wir bevorzugen es, in einen Teilbereich zu investieren. Wir gehen beispielsweise davon aus, dass die langfristigen Zinsen in der Schweiz und Europa bis Ende Jahr weiterhin leicht steigen werden. In diesem Umfeld sind Aktien von Versicherern und Banken interessant. Je nach Konjunkturphase greifen wir vielversprechende Sektoren heraus. Strukturierte Produkte umfassen auch solche mit Partizipation statt mit Coupon; sie funktionieren ähnlich wie Wandelanleihen.

Welche Rolle spielt bei der Auswahl der Basiswerte die Bewertung?
Auch mit hoch bewerteten Technologieaktien lässt sich ein gutes Produkt konstruieren. Investoren werden einsteigen, wenn die Aktienkurse 20 oder 30% fallen. Da bietet sich ein strukturiertes Produkt an mit einer Barriere von 40% des Anfangskurses – also einem Risikopuffer von 60%. Damit kann auch ein vorsichtiger Anleger wunderbar schlafen.

«Sind die Aktien von guten Unternehmen ausgereizt, eignet sich ein Barriereprodukt.»

Ein immer wieder erhobener Vorwurf lautet, strukturierte Produkte enthielten hohe Gebühren und seien vor allem für den Emittenten interessant.
Das ist längst vorbei. Strukturierte Produkte sind viel günstiger, als wenn ein Privatanleger das gleiche Zahlungsprofil mit Optionen oder Warrants nachbaut. Die Gesamtkosten betragen etwa 0,6% pro Jahr – inklusive Strukturierung, Asset-Manager und Depotbank. Das ist ähnlich wie bei einem Wandelobligationen- oder einem Schweizer Immobilienfonds. Bei sehr hohen Summen werden teilweise noch tiefere Gebühren ausgehandelt. Gesunken sind die Gebühren in allen Segmenten. Am meisten unter Druck stehen die teuren Hedge Funds, denn viele können nicht nachweisen, dass sie einen besonderen Nutzen bringen. Zudem erfordern sie einen hohen Aufwand in der Due Diligence und im Monitoring.

Wie sieht es im Markt aus mit Retrozessionen, die von Emittenten an Verkäufer bezahlt werden?
Bei institutionellen Investoren war das nie ein Thema, seit ich diesen Markt kenne. Oft gibt es Pakete aus hauseigenen und fremden Anlageinstrumenten mit einer Gesamtgebühr. Sie wird aufgeteilt zwischen Depotbank, Vermögensverwalter und Strukturierer.

Und bei Privatinvestoren?
Wenn eine Privatbank oder ein unabhängiger Kundenberater strukturierte Produkte verkaufen, dann bezahlt ihnen der Emittent eine Vertriebsentschädigung. Das ist auch völlig in Ordnung. Diese Gebühr wird ausgewiesen, Kostentransparenz ist heute vorhanden. Wenn der Kunde ein Beratungsmandat hat, dann erhält der Verkäufer nicht nochmals eine Vertriebsentschädigung.

Zurück zur Anlagestrategie: Auf welche Fallstricke müssen Investoren achten?
Es gibt kein relevantes Lehrbuch, das die Portfoliomanagementlogik aus der Frankenoptik darlegt. Damit fängt es schon an – der Franken ist die härteste Währung seit 175 Jahren. Soll ich also in Nestlé-Aktien investieren, mit einer Dividendenrendite von 3% in Franken, oder in Mondelez mit ebenfalls 3% in Dollar, die ich mit der Währungsabsicherung verliere? Schweizer Investoren sollten Anlagen konsequent aus Frankensicht betrachten.

Was ausser der Währung ist wichtig?
Abseits des hoch effizienten US-Marktes bieten sich Chancen. In Europa mit seinen vielen Sprachen und Kapitalmärkten, und auch in der Schweiz.

Haben Sie Beispiele für Ineffizienzen?
Etwa die starke Abgrenzung zwischen Obligationen in Anlagequalität, also Investment Grade, und solchen spekulativer Qualität, den Hochzinsanleihen. Dem Investment-Grade-Fondsmanager wird es angst und bange, wenn das Rating einer Anleihe auf BBB gesenkt wird und damit nur noch eine Stufe über der spekulativen Qualität steht. Dann verkauft er. Der Hochzinsfondsmanager hält typischerweise Anleihen mit dem Rating B, bei höheren Ratings ist die Luft für ihn draussen. Wir haben einen Fonds, der am Sweet Spot dazwischen investiert. Die Idee dahinter ist im Hochschulunterricht entstanden und ist in dieses Anlageprodukt geflossen.

Welche Marktineffizienzen gibt es, von denen man profitieren kann?
Der Automatenbertreiber Selecta zum Beispiel hat wenig Eigenkapital und hohe Schulden und bekommt dafür von den Ratingagenturen die schlechte Bonitätsnote B. Die Agentur hat die Pflicht, nur den Schuldner zu analysieren, nicht aber die Eigentümer. Dies ist die US-Private-Equity-Gesellschaft KKR, die viel liquide Mittel besitzt. Die bringt sie aber nur bei Selecta ein, wenn es wirklich notwendig ist: Je geringer der Eigenkapitalanteil in der Bilanz von Selecta, desto besser ist die Aussicht auf eine Performance Fee für KKR beim Verkauf. Für mich als Investor ist das tiefe Rating B kein Problem, solange ich weiss, dass der Eigentümer viel Cash hat und die Firma in eine rosige Zukunft begleitet. Das schlechte Rating bringt aber eine höhere Rendite.

Die Finanzmärkte sind in einer Goldilocks-Welt mit solidem Wachstum und geringer Inflation. Wie geht es weiter?
Das Steuerpaket von Donald Trump ist ein grosses Geschenk für Europa. In den USA nehmen die Investitionen der Unternehmen zu. Damit werden Maschinenbauer in der Schweiz, in Norditalien und in Deutschland mit voller Kapazität produzieren. Dank den USA beleben sich in Europa das Wirtschaftswachstum und die Beschäftigung. Das wird noch einige Zeit andauern. Der typische Trump-Wähler hat wenig von der US-Steuerreform, der Hauptprofiteur ist kurzfristig Europa.

«Dank der US-Steuerreform beleben sich in Europa Wachstum und Beschäftigung.»

Welche Sektoren besonders?
In der Fähigkeit, Software mit Mechanik und Maschinenbau zu kombinieren, ist die Region zwischen Norditalien und Süddeutschland weltweit absolut führend. Die USA sind gut in der Softwareentwicklung, ebenso China mit künstlicher Intelligenz, nicht aber in der Verbindung mit Mechanik. ABB ist weltweit der grösste Roboterhersteller. In Mitteleuropa wird es einen Beschäftigungsboom geben. Von Knappheit am Arbeitsmarkt und hohen Lohnsteigerungen sind wir aber weit entfernt, deshalb wird die Inflation moderat bleiben. Wenn sich dann auch noch die hohe Bewertung des Frankens weiter reduziert, hilft das den Schweizer Unternehmen zusätzlich.

Kommt für Derivate auf solche Aktien ein geringer Risikopuffer in Frage?
Je nach Aktienanteil im Portfolio kann der Investor bei Derivaten mit höherer Barriere mehr Risiko in Kauf nehmen, zugunsten eines höheren Coupons.

Warren Buffett sagte, Derivate seien Massenvernichtungswaffen. Was sagen Sie zu dieser Kritik?
Gerade Warren Buffett machte mit Derivattransaktionen in der Krise grosse Geschäfte. Im März 2009 investierte er in zehn- und zwanzigjährige Derivate im Nominalwert von 37 Mrd. $. Mit Derivatkonstrukten rettete er zudem Goldman Sachs und Swiss Re. Buffett stellte Fremdkapital zur Verfügung, das in Eigenkapital gewandelt werden konnte – eine Art Wandelanleihe. Bei solchen Transaktionen stand er immer mit eigenem Geld im Risiko.

Worauf also zielt Buffetts Kritik?
Er meinte das Kreditderivatgeschäft der bonusgetriebenen Investmentbanker, die maximale Hebel eingesetzt hatten. Er zielte auf Derivathändler, die kein eigenes Geld einsetzen, sondern solches von Kunden oder Aktionären, um dann einen Bonus zu kassieren. Das ist eine Kritik an der Governance, an der Geschäftsführung. Ein Anlageberater oder ein Intermediär sollte selbst möglichst so investieren, wie er es seinen Kunden empfiehlt.

Interview: Hanspeter Frey und Philippe Béguelin

Anzeige

Abgestimmt auf die Jahresfavoriten 2018.
Und auf Sie.

Jetzt informieren

Unsere Strukturierten Produkte.
Vertrauen Sie auf unser Know-how und unsere Erfahrung als erstklassige Emittentin von Strukturierten Produkten. Abgestimmt auf Ihre Bedürfnisse.

Informieren Sie sich jetzt auf **zkb.ch/derivate**

Die nahe Bank Zürcher Kantonalbank

Das Struki-Portfolio für 2018

SELEKTION *Theoretisch lässt sich allein mit strukturierten Produkten ein ganzes Depot zusammenstellen. Vier Experten nennen je fünf Zertifikate, mit denen sie auf Sicht von zwölf bis achtzehn Monaten ein solches Portfolio bestücken würden.*

Manuel Dürr
Executive Director, Head of Public Solutions, Leonteq Securities

Tracker-Zertifikat auf Swiss Dividend Growth Index

Systematischer Investitionsprozess, bei dem in Schweizer Aktien mit nachhaltiger Dividendenpolitik angelegt wird. Selektioniert werden Titel mit stabiler oder steigender Dividende über die letzten fünfzehn Jahre. Die Strategie hat den SMI Total Return über fünf Jahre um 4,7% p.a. übertroffen.
Valor: 36663484

4% p.a. Multi BRC auf Nestlé, Novartis und Roche

Das Produkt bietet einen aktuellen Sicherheitspuffer in Höhe von 25% und eine maximale Rendite per Verfall von 5,35% p.a. Darüber hinaus wird es von der PostFinance (Rating AA+ von S&P) garantiert.
Valor: 38788586

130%-Multi-Bonus-Zertifikat auf Credit Suisse, Julius Bär und UBS

Das Bonuszertifikat auf Schweizer Banken ermöglicht eine Rendite von 30% (15% p.a.), solange kein Basiswert während der Laufzeit 31% oder mehr verliert. Die Partizipation an steigenden Kursen über den Bonus-Level hinaus ist unbegrenzt.
Valor: 39694231

Tracker-Zertifikat auf den Swissquote Bitcoin Active Index

Das von Swissquote aktiv verwaltete Zertifikat investiert zu 60% in Bitcoin und alloziiert die restlichen 40% dynamisch zwischen Bitcoin und US-Dollar. Die von Algorithmen gesteuerte Anlagestrategie berücksichtigt Indikatoren wie gewichtetes Momentum, Tagesvolatilität sowie Signale auf Social Media und steuert auf diese Weise das Exposure in Bitcoin.
Valor: 37270343

Outperformance-Zertifikat auf WTI-Rohöl

Aufgrund der Backwardation von WTI-Rohöl ermöglicht das Produkt eine Partizipation in Höhe von 450% an steigenden Notierungen der Rohölsorte WTI. Bei fallenden Notierungen verhält sich das Produkt linear zum Rohölpreis.
Valor: 30039838

Dividendentitel

Quelle: Leonteq / Grafik: FuW, sm

Curdin Summermatter
Leiter Verkauf Strukturierte Produkte, Zürcher Kantonalbank

Tracker-Zertifikat ZKB-Jahresfavoriten 2018

Eins-zu-eins-Partizipation an den zehn Schweizer Favoriten des Research der Zürcher Kantonalbank. Die ZKB-Jahresfavoriten erzielten in den letzten Jahren eine signifikante Outperformance gegenüber dem SPI. Ab 2. Februar an der SIX handelbar.
Valor: 36816807

Kapitalschutzzertifikat auf Euro Stoxx 50

100% Kapitalschutz per Verfall in Dollar mit Eins-zu-eins-Partizipation bis zum Knock-out (Indexstand 4483,28) am Euro Stoxx 50. Im Fall eines Knock-out erhält der Anleger eine Zahlung (Rebate) von 4,5%. Komfortabler Puffer bis zum Knock-out-Level (>20%) mit attraktivem Einstiegspreis (aktuell ca. 97,75%) – Mindestrendite von ca. 2,25% per Verfall in Dollar.
Valor: 35047139

Lock-in BRC on Worst of SMI, Euro Stoxx 50, S&P 500

BRC mit Chance auf Kapitalschutz per Verfall. Falls der Worst of (aktuell Euro Stoxx 50, ca. 102%) am nächsten Beobachtungstag (9. März) über 103% (3693,65) notiert, wandelt sich der BRC in ein Kapitalschutzprodukt, Rendite: 5,08%.
Valor: 35047266

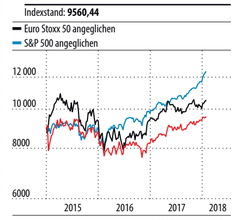
Bonuszertifikat on Basket Nestlé N, Novartis N, Roche GS mit Last-Look-Barriere

Das Schweizer Lieblingstrio als Bonuszertifikat. Unbeschränkt an der Entwicklung (on Basket) der drei Aktien partizipieren, mit Mindestrückzahlung von 1215 Fr., wenn keiner der Titel bei Verfall die Barriere berührt. Aktuell besteht ein komfortabler Risikopuffer von über 20%.
Valor: 38045714

Tracker «starke Marken»

Unternehmen mit starken Marken sind Leader in ihrem Segment, hochprofitabel und haben meist eine hohe Konstanz im Management als Erfolgsfaktor. Der globale Mix des Basket bietet dem Anleger ein hohes Mass an Diversifikation. Starke Marken haben stets Konjunktur, auch im Portfolio.
Valor: 36816096

SMI



Quelle: Thomson Reuters / FuW

Eric Blattmann
Head Public Distribution Schweiz, Bank Vontobel

Partizipationszertifikat, Vontobel Swiss Research Basket in Franken

Ein dynamischer Basket nur mit Schweizer Aktien, die vom preisgekrönten Vontobel-Aktienresearch mit einem «Buy»-Rating versehen worden sind. Anpassungen werden automatisch und am Tag der Neueinstufung umgesetzt.
Valor: 30188932

Coupon Multi Defender Vonti auf Richemont, LafargeHolcim, Logitech, UBS

9% garantiert. Weitere 9%, wenn die Kurse aller Basiswerte am Laufzeitende über 100% des Spot-Referenzpreises schliessen. Die Titel sind mit dem Rating «Buy» des Vontobel-Aktienresearch versehen.
Valor: 39477200

Tracker Open End in Franken auf den Solactive Battery Energy Storage Performance Index

Rasant wachsende Nachfrage nach Lithium-Ionen-Batterien – wegen steigender Nutzung von Drahtlosgeräten und E-Autos. Unternehmen entlang der Wertschöpfungskette im Index, die signifikante oder potenziell starke Einnahmen generieren.
Valor: 38291228

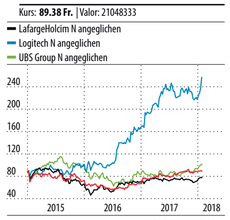
Tracker-Zertifikat Open End in Franken auf den Solactive Artificial Intelligence Performance Index

Produkte und Dienstleistungen werden «intelligenter», dank der Anreicherung mit künstlicher Intelligenz. Der Index spiegelt die gesamte Wertschöpfungskette des Themas Artificial Intelligence.
Valor: 37737246

Multi Barrier Reverse Convertible mit Partizipation auf BP, Royal Dutch Shell, Statoil, Total (Franken)

Die Ölpreise steigen; zu Jahresbeginn erreichten sie ein Dreijahreshoch. Setzt sich der Trend fort? Dann partizipieren Sie an der Entwicklung von Ölunternehmen. Garantierter Coupon von 5% p.a.
Valor: 34839072

Richemont N



Quelle: Thomson Reuters / FuW

Stefan Weber
Public Distribution Structured Products, Credit Suisse

Open-End-Tracker-Zertifikat CS Silver Economy Index in Euro

Mit diesem aktiv verwalteten Tracker-Zertifikat zum Thema Silver Economy kann auf effiziente Weise in mögliche Profiteure des demografischen Wandels investiert werden. Das Thema gehört zu den aktuellen Supertrends der Credit Suisse.
Valor: 35832629

Open-End-Tracker-Zertifikat CS Automation Index in US-Dollar

Die fortschreitende Automatisierung dürfte ein interessantes Anlagethema bleiben. Mit diesem aktiv verwalteten Tracker-Zertifikat auf den Credit Suisse Automation Index bleiben Investoren branchenübergreifend am Ball.
Valor: 35768360

Bonuszertifikat Swiss Life, Axa, Zurich in Franken

Dieses Bonuszertifikat bietet Anlegern eine Partizipation von 100% an der Wertenwicklung der drei Versicherungstitel. Sofern kein Basiswert die Barriere bei 59% touchiert, wird mindestens der Bonus-Level von 122% zurückgezahlt.
Valor: 38064878

Autocallable BRC SMI, Euro Stoxx 50, S&P 500, FTSE 100, 4% p.a.

Global diversifizierte Indexanlage in Franken mit einem garantierten Coupon von 4% p.a. Die Distanz zur Barriere beträgt mehr als 45%, das Produkt wird derzeit unter dem Emissionspreis gehandelt (Stand: 22. Januar).
Valor: 38064791

BRC Best Pick auf Gilead, Evonik, ASML, 7,5% p.a., in Franken

Die Basiswertauswahl der BRC Best Picks wird anhand eines innovativen Prozesses in Zusammenarbeit mit Credit Suisse Research vorgenommen, um Aktien mit einem limitierten Abwärtspotenzial zu identifizieren.
Valor: 36656545

Umfrage: Hanspeter Frey

Gilead

Quelle: Thomson Reuters / FuW

Halb voll oder halb leer?

BRÜSSELER REGULIERUNGSBRÄU *Finanzvorschriften der EU mit Risiken und Nebenwirkungen – und Ausstrahlung auf die Schweiz.*

Thomas Wulf

Die Abkürzungen der EU-Finanzregulierung lesen sich oft wie die internationaler Flughäfen. Sie lösen aber keine Urlaubsfantasien aus, nur kollektives Aufstöhnen. 2017 war ihr Jahr: BMR, KID, SRI, RTS, MAD-MAR, Priips, Mifid, Mifir, um nur einige zu nennen.

Den Regeln ist allesamt gemein, dass sie zum 3. Januar für alle Finanzinstitute in der EU in Kraft getreten sind. Für Schweizer Banken mit Geschäft in der EU geht das Gezerre weiter. Schliesslich steht im Heimatmarkt das Fidleg an, das letztlich wohl einen Mix aus Priips und Mifid liefert.

In der EU ist aus den Umsetzungsmühen gar ein neuer Industriezweig entstanden: Regtech – der jüngere, leicht introvertierte Bruder von Fintech. Dazu gehören all die Dienstleister, die sich darauf spezialisieren, für regulatorische Anforderungen Daten zu erfassen, auszuwerten und dem Geschäft wieder zur Verfügung zu stellen. Mit ihrer Hilfe werden in den Kundeninformationsblättern Kosten und Risiken normkonform ausgewiesen, Indizes regelgerecht verwaltet und der Zielmarkt eines Produkts definiert.

DAS ZIEL VERFEHLT

So weit, so gut. Erfüllen nun aber all die Regeln ihren ursprünglichen Zweck? Und: Was war der eigentlich noch mal? Die Väter der Mifid zum Beispiel traten 2004 mit dem Ziel an, den ausserbörslichen Kapitalmarkt (Fachjargon OTC) auf die Handelsplätze zu ziehen und dort durch transparente Preisbildung und Marktregeln die Investition in Wertpapiere zu erleichtern.

Die Borsa Italiana in Mailand liess nun im November verlauten, dass man zum neuen Jahr 95% des Handelsgeschäfts auf sogenannte MTF umstellt und sich damit in den OTC-Bereich zurückzieht. Es ist ein offenes Geheimnis, dass der Grund einzig die teuren Anforderungen der Mifid für geregelte Märkte sind. Andere Börsenplätze in Europa planen Ähnliches. Das tönt nicht gut, wie der Schweizer sagt.

Auch die Idee der Priips-Verordnung begeisterte am Anfang. Privatkunden soll es leichter fallen, Finanzprodukte dank gleich aufgebauter Dokumente und einheitlicher Kennzahlen zu vergleichen. Und vielleicht wird daraus sogar noch einmal etwas, wenn denn in einigen Jahren die Priips-Regeln wirklich für alle Ucits-Fonds gelten, der Berater dem Kunden die Lektüre der Informationsblätter anempfiehlt und, nicht ganz unwichtig, der Kunde denn in selbige auch hineinschaut.

Allerdings muss man schon über etwas Finanzsachverstand verfügen, um sich durch die Kostenklauseln zu schlagen. Daneben führen die vorgeschriebenen Formeln, vor allem bei den Hebelprodukten, zu teils abstrusen Ergebnissen bei den Verlaufszenarien, die sicher nicht im Sinne der Erfinder sind.

Ein wahres Damoklesschwert aus dem regulatorischen Instrumentenkasten ist die EU-Benchmarkverordnung. Die intransparente Libor-Zinsbestimmung bei abendlichen Telefonaten Londoner Trader sollte ersetzt werden durch klare Prozesse, die Manipulation keinen Raum bieten. Dazu konnte niemand Nein sagen.

Bald jedoch wurde klar, dass die EU-Kommission nicht nur die grossen Zinsindizes, die von zugelieferten Daten abhängen, erfassen wollte. Zum Entsetzen der Märkte bezog sie Hunderttausende hausinterner Indizes mit ein, die in einzelnen Finanzprodukten als Benchmark verwendet werden. Sie beruhen meist auf Marktdaten, die für Manipulation kaum zugänglich sind. Bedenken wurden aber weggewischt, die Regulierung trat in Kraft. Man redet öffentlich nicht gern darüber, doch viele Häuser liefern aus lauter Kostendruck infolge der Vorschriften keine Daten mehr für grosse Marktindizes, etwa den Euribor-Zins, was die Abbildung der Märkte erheblich verschlechtert.

MARKTSTÖRUNG VERURSACHT

Es hilft da wenig, wenn die Verordnung vorsieht, dass man Banken notfalls verpflichten kann, Daten zu liefern. Allein die Idee offenbart, wes Geistes Kind am Werke war. Unbeabsichtigt erzeugte Marktstörungen mit neuen Vorschriften bekämpfen zu wollen, ist ein Lehrbeispiel von Wirtschaftsdirigismus, der leider in vielen EU-Staaten ideologische Anhänger hat.

Ein Lichtblick ist nur der wachsende Geschäftszweig kleiner Dienstleistungsfirmen, auf die viele Banken die Indexherstellung und -verwaltung verlagern. Gesunder Wettbewerb würde die Dinge langfristig für den Kunden vielleicht sogar verbessern. Geplant war dies natürlich nicht.

Was bleibt als vorläufige Bilanz? Ende 2014 war der damalige britische EU-Kommissar Jonathan Hill mit dem Versprechen angetreten, der Regulierungswut Einhalt zu gebieten. Konkrete Pläne lagen vor.

Viel ist davon nicht geblieben. Hills Nachfolger mangelt es an einer Vision für das in seinen Schoss gefallene Sachgebiet. Die Kapitalmarktunion, das grosse Vorhaben der EU, steckt in Diskussionen zu Detailthemen fest. Obwohl sie noch nicht gegangen sind, fehlen die Briten in der Europäischen Union schon jetzt ein bisschen – fast so wie die Schweizer.

Thomas Wulf ist Generalsekretär der Eusipa, des europäischen Dachverbands der Emittenten strukturierter Wertpapiere. Der Artikel gibt seine persönliche Meinung wieder.

BILD: ZAC MACAULAY/PLAINPICTURE

Das grosse EU-Vorhaben, die Kapitalmarktunion, steckt im Brüsseler Regulierungsbräu fest. Es fehlen der Kompass und ein Steuermann.

GLOSSAR

BMR Benchmark Regulation: eine EU-Verordnung

BRU Luftfahrtcode für den Brüsseler Flughafen Zaventem

Euribor Euro Interbank Offered Rate: tagesaktueller Referenzzins für zwischen Banken in Euro gehaltene Termingelder verschiedener Laufzeiten

EU-Verordnung Unmittelbar in allen Mitgliedstaaten geltender Rechtsakt, oft mit RTS

EU-Richtlinie EU-Rechtsakt, der durch nationale Gesetze umgesetzt werden muss

Fidleg Geplantes Schweizer Finanzdienstleistungsgesetz, mit dessen Inkrafttreten frühestens für 019 gerechnet wird

KID Key Information Dokument: Informationsblatt für Produkte, die unter Priips fallen

MAD/MAR Market Abuse Directive/Regulation: wie Mifid II/Mifir ein Paket aus EU-Richtlinie und EU-Verordnung

Mifid II Markets in Financial Instruments Directive: eine EU-Richtlinie, deren erste Fassung von 2004 datiert

Mifir Markets in Financial Instruments Regulation: eine EU-Verordnung, die zusammen mit Mifid II das Licht der Welt erblickt hat

MTF Multilateral Trading Facility: börsenähnliche Transaktionsplattform mit erleichterten Regeln aus Mifid II

Priips Packaged Retail Investment and Insurance Products: eine EU-Verordnung (wichtig in Brüssel: Aussprache immer nur «Prips», niemals «Prieps»)

RTS Regulatory Technical Standards: Ausführungsbestimmungen zu einer EU-Verordnung

SRI Synthetic Risk Indicator: Risikoindikator, der für Produkte unter Priips angewandt wird

Ucits IV Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities: gemeint sind Publikumsfonds, Ucits ist eine EU-Richtlinie

Regulierungs-Tsunami in der Schweiz und Europa

KOSTENTRANSPARENZ *Für Anleger in der EU sind die Kosten von Finanzprodukten und Dienstleistungen ersichtlich. Daran wird sich auch die Schweiz orientieren.*

Daniel Haeberli

Die Diskussion über die Kosten von Finanzinstrumenten kommt unter Anlegern immer wieder auf. Das gilt auch für Investitionen in strukturierte Produkte. Doch in welchem Umfang kann und muss Transparenz über diese Kosten hergestellt werden? Mit den Neuerungen rund um die Vorschriften Mifid II, Priips und Fidleg wird dies in der Europäischen Union wie auch in der Schweiz intensiv diskutiert – und seit Anfang 2018 bereits umgesetzt.

In der Schweiz müssen heute im vereinfachten Prospekt für strukturierte Produkte lediglich die Vertriebsgebühren offengelegt werden. Zwar gibt es aufsichtsrechtlich keine weiter gehende Verpflichtung, aber einige Banken gehen bereits weiter und weisen die Total Expense Ratio (Ter) aus, die ausser den Kosten für die Administration und den Vertrieb des strukturierten Produkts in Prozent seines Werts auch die geplante Marge des Emittenten enthält, nicht aber die Gebühren für das Risikomanagement und die Transaktionskosten.

DIE EU IST EINEN SCHRITT WEITER

Die europäische Regulierung geht einen grossen Schritt weiter. Seit dem 3. Januar müssen in der EU die Richtlinie Mifid II und die Priips-Verordnung umgesetzt werden. Das heisst hinsichtlich der Kostentransparenz: Sowohl die Kosten des Instruments als auch diejenigen der Dienstleistung sind transparent auszuweisen.

Die Hersteller von verpackten Anlageprodukten – insbesondere Struki – müssen für jedes in der EU angebotene Produkt für Kleinanleger ein standardisiertes Basisinformationsblatt (Key Information Document, Priips KID) erstellen, das auf maximal drei Seiten die wesentlichen Merkmale des Produkts aufzeigt, um den Vergleich mit anderen Finanzprodukten zu ermöglichen. Zentral ist die Darstellung der Produktkosten. Dabei ist nicht nur die Zusammensetzung der Kosten nach einer vorgegebenen Tabelle offenzulegen, sondern es sind zudem die Kosten im Zeitverlauf übersichtlich darzustellen.

Ausgewiesen werden einmalige Kosten, laufende Kosten und zusätzliche Kosten. Unter die einmaligen Kosten fallen insbesondere die beim Kauf des Produkts zu bezahlenden Einstiegskosten – bei Struki sind sie in der Regel im Produktpreis enthalten. Daher entspricht der Einstiegspreis bei strukturierten Produkten der Differenz zwischen dem Fair Value (fairer Wert) und dem Preis des Produkts. Sofern Vertriebskosten in den Einstiegskosten enthalten sind, sollte darauf explizit hingewiesen werden.

> ***«Die Hersteller müssen für jedes in der EU angebotene Produkt für Kleinanleger ein Basisinformationsblatt erstellen.»***

Laufende Kosten fallen bei Struki in der Regel nicht an, ausser beispielsweise bei aktiv verwalteten Zertifikaten (Actively Managed Certificates) mit einer Management- oder Verwaltungsgebühr. Solche Gebühren müssen unter den laufenden Kosten ausgewiesen werden. Zusätzliche Kosten finden bei strukturierten Produkten grundsätzlich keine Anwendung.

Der EU ist dies jedoch noch nicht transparent genug. Mifid II fordert zudem eine personalisierte Information über die im Zusammenhang mit der Anlage anfallenden Kosten. So müssen potenziellen Investoren die aggregierten Gesamtkosten der Dienstleistung und des Instruments – also Dienstleistungs- und Produktkosten – aufgezeigt werden. In der Praxis wird dies häufig durch die Abgabe eines Kostenblatts (Cost Sheet) umgesetzt werden.

DIE SCHWEIZ KOMMT 2019

Am Point of Sale (Verkaufsstelle) gilt es, rechtzeitig vor der Anlageentscheidung zu informieren (Ex-ante-Kostentransparenz). Bei einer laufenden Geschäftsbeziehung muss die Bank den Kunden mindestens einmal jährlich über die tatsächlich angefallenen Kosten aufklären (Ex-post-Kostentransparenz).

Der Regulierungs-Tsunami hat auch die Schweiz erfasst. Hier soll es das Finanzdienstleistungsgesetz (Fidleg) richten, das den Kundenschutz stärken und zugleich die Wettbewerbsfähigkeit des Finanzplatzes fördern soll. Ständerat und Nationalrat haben der bundesrätlichen Gesetzesvorlage mit Anpassungen zugestimmt, nun werden die Differenzen zwischen den Räten bereinigt. Das Ziel ist, die Schlussabstimmung in der Sommersession 2018 durchzuführen – in Kraft tritt das Fidleg somit frühestens Anfang 2019.

Das Fidleg legt aufsichtsrechtliche Pflichten für die Finanzdienstleister fest. Sie müssen Privatkunden vor dem Kauf ein Basisinformationsblatt (BIB) zur Verfügung stellen , analog der Priips-Regulierung in der EU, das unter anderem die Zusammensetzung der Produktkosten ausweist – wahrscheinlich ähnlich dem Priips KID. Zudem gilt es, die Anleger über die Dienstleistungskosten zu informieren – zu klären ist noch die Form, voraussichtlich orientiert man sich aber auch hier an der entsprechenden EU-Mifid-II-Regulierung.

Kurzum, die Kostentransparenz bei Anlagen in strukturierte Produkte wird sich erheblich erhöhen. Doch bereits heute werden die Kosten transparent ausgewiesen – zumindest bei EU-Privatkunden –, da die EU-Regulierung auch Schweizer Finanzdienstleister erfasst. Spätestens mit dem Inkrafttreten des Fidleg wird dann auch in der Schweiz generell ein Transparenzniveau gelten, das mit dem in der EU vergleichbar ist.

Daniel Haeberli, Leiter Legal & Regulation des SVSP und Partner der Wirtschaftskanzlei Homburger

Trading-Strategie für Hausse und Baisse

HEBELPRODUKTE *Die geringe Volatilität kündigt je nach Auffassung weiter steigende Börsen oder aber eine Korrektur an. Zudem vergünstigt sie Call- und Put-Optionen. Das ist ideal für eine zweiteilige Strategie. Ein passendes strukturiertes Produkt gibt es nicht.*

Max Lüscher-Marty

Die historische und die implizite Volatilität sind ausgesprochen tief. Für die einen ist dies ein Zeichen weiter prosperierender Märkte, für die anderen einer bevorstehenden Korrektur. Eigentlich ist dies der ideale Kontext, um mit den Optionsstrategien Long Straddle oder Long Strangle sowohl bei steigenden als auch bei fallenden Aktienkursen einen Gewinn zu erzielen. Weshalb haben Struki-Emittenten solche Produkte nicht schon längst im Angebot?

Die Volatilität ist ein Mass für das Kursänderungsrisiko eines Basiswerts, beispielsweise des Swiss Market Index (SMI). Sie lässt sich historisch oder implizit bestimmen. Die historische Volatilität basiert auf Vergangenheitsdaten. Sie wird in der Regel auf der Basis von täglichen Kursschwankungen berechnet und meist als jährliche Standardabweichung rapportiert. Mit 8,91% ergab sich am 12. Dezember 2017, berechnet anhand der letzten 250 Börsentage, der tiefste Volatilitätswert in der Geschichte des SMI.

Die implizite Volatilität wird aus den bezahlten Optionspreisen abgeleitet und entspricht den erwarteten Schwankungen des Basiswerts. Eine wichtige Orientierungshilfe ist der im Jahr 1999 lancierte SMI-Volatilitätsindex (VSMI). Mit 8,81% verzeichnete er am 17. März 2017 den tiefsten je gemessenen Wert. Am 4. Januar 2018 errechnete sich die historische 250-Tage-Volatilität des SMI mit 9,05%. Der SMI-Volatilitätsindex schloss mit 10,36% (vgl. Grafik 1). Gemessen am langjährigen Mittelwert von 18,08 bzw. 19,16% sind dies ausgesprochen tiefe Werte. Die einen beobachten dies mit Enthusiasmus, die anderen mit Skepsis. Wie auch immer: Fakt ist, dass tiefe Volatilität sich in tiefen Call- und Put-Preisen niederschlägt. Das macht den Kauf von Calls und Puts grundsätzlich attraktiv.

CALLS UND PUTS SIND GÜNSTIG

Bei At-the-Money-Optionen – der Ausübungspreis (Strike) entspricht dem aktuellen Basiswertkurs – ist die Volatilität der dominierende Preisbestimmungsfaktor. Unterstellt man eine SMI-Notierung von 9500, einen risikolosen Zins von –0,75% sowie eine Restlaufzeit von 42 Tagen, lassen sich bei alternativen Volatilitätswerten und einem Ausübungspreis (Strike) von 9500 theoretische (faire) Call- und Put-Preise bestimmen.

Bei der aktuellen Volatilität von rund 10% kosten At-the-Money-Optionen nur etwa halb so viel wie in einem «normalen» Börsenumfeld mit jährlichen Standardabweichungen von 20%. Das könnte dazu animieren, eine zweiteilige Trading-Strategie zu verfolgen, mit Gewinnchancen sowohl nach oben als auch nach unten. Dafür spricht auch die Erfahrung, wonach eine geringe Volatilität kontrovers interpretiert werden kann. An sich steht sie für Optimismus und mithin für weiter steigende Basiswertpreise. Sie kann aber auch darauf hindeuten, dass die Marktteilnehmer zu sorglos sind. Tatsächlich ist es so, dass im Vorfeld grösserer Börsenkorrekturen immer wieder tiefe Volatilität zu beobachten war. Die zweiteiligen Trading-Strategien bei absehbar starken Kursausschlägen nach oben oder unten heissen Long Straddle und Long Strangle.

> *«Wer eine Long-Straddle-Position aufbaut, kauft in gleicher Menge Calls und Puts auf denselben Basiswert mit gleichem Ausübungspreis und Verfalltag.»*

STRADDLE UND STRANGLE

Wer eine Long-Straddle-Position aufbaut, kauft in gleicher Menge Calls und Puts auf denselben Basiswert (SMI) mit gleichem Ausübungspreis (9500) und gleichem Verfalldatum. Bei Abschluss am 4. Januar und Verfall am 16. Februar 2018 (dritter Freitag im Februar) käme ein SMI-Call auf rund 130 und ein Put auf rund 140 Punkte zu stehen, insgesamt 270 Punkte bzw. 2700 Fr. pro Kontrakt bei einem Abschluss an der Terminbörse Eurex.

Unser Long Straddle (vgl. Grafik 2) ist im Gewinn, wenn der SMI per Verfall tiefer notiert als 9230 (9500–270) und höher als 9770 (9500+270). Das Gewinnpotenzial ist in beide Richtungen «unbegrenzt». Der höchstmögliche Verlust ist auf 270 Punkte bzw. 2700 Fr. limitiert.

Oft werden Long Straddles vorzeitig glattgestellt. Absehbare Verluste lassen sich so limitieren oder aufgelaufene Gewinne sichern. Gewinnträchtig ist notabene während der Laufzeit nicht nur ein stark schwankender Basiswertkurs, sondern auch der damit einhergehende Anstieg der Volatilität.

Der Long Strangle setzt sich zusammen aus dem Kauf einer Call-Option mit hohem Strike (SMI 9600) und dem Kauf einer Put-Option mit tiefem Strike (SMI 9400). Bei einer SMI-Notierung von 9500 käme die Transaktion gegenwärtig auf rund 180 SMI-Punkte (Call-Preis 90 und Put-Preis 90) zu stehen.

Unser Long Strangle (vgl. Grafik 3) ist im Gewinn, wenn der SMI per Verfall tiefer notiert als 9220 (9400–180) und höher als 9780 (9600+180). Auch hier ist das Gewinnpotenzial in beide Richtungen «unbegrenzt». Der höchstmögliche Verlust ist auf 180 Punkte bzw. 1800 Fr. limitiert.

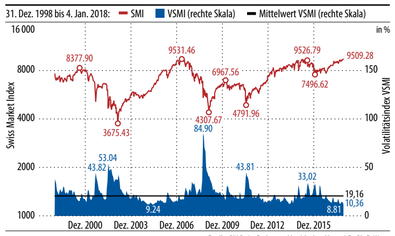
KEIN STRUKTURIERTES PRODUKT

Struki-Emittenten stellen in Aussicht, für jede Markterwartung Produkte zu offerieren. Es ist erstaunlich, dass Long Straddles nicht zum Angebot zählen. Im gegenwärtigen Kontext tiefer Volatilität wäre eine solche Strategie durchaus eine Möglichkeit. Zwar gibt es Twin-Win-Zertifikate, aber sie verfallen, falls der Basiswertkurs unter die Barriere sinkt.

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

1 Aktienindex und Volatilität

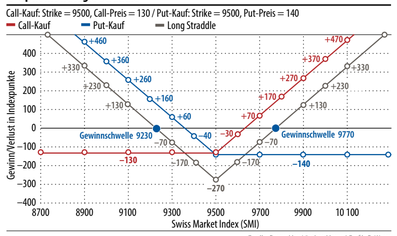
31. Dez. 1998 bis 4. Jan. 2018: SMI; VSMI (rechte Skala); Mittelwert VSMI (rechte Skala)



Quelle: SIX Swiss Exchange, Max Lüscher-Marty / Grafik: FuW, sm

2 Optionsstrategie Straddle

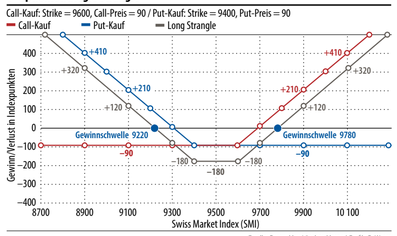
Call-Kauf: Strike = 9500, Call-Preis = 130 / Put-Kauf: Strike = 9500, Put-Preis = 140



Quelle: Eurex, Max Lüscher-Marty / Grafik: FuW, sm

3 Optionsstrategie Strangle

Call-Kauf: Strike = 9600, Call-Preis = 90 / Put-Kauf: Strike = 9400, Put-Preis = 90



Quelle: Eurex, Max Lüscher-Marty / Grafik: FuW, sm

Neue Impulse in der Vorsorge

PENSIONSKASSEN *Um breiter zu diversifizieren und den Niedrigzinsen zu trotzen, wird für Vorsorgeinstitute der Einsatz von strukturierten Produkten unvermeidlich.*

Nicolas Walon

Mitte Februar des vergangenen Jahres hat die Schweizerische Bankiervereinigung (SBVg) eine ausführliche Untersuchung zum Thema Pensionskassen veröffentlicht. Die Studie unterstreicht die Schwäche des Schweizer Systems der Altersvorsorge und ruft zu Nachbesserungen und zur Modernisierung auf.

Kurz gesagt hebt die SBVg hervor, dass die Anlagestruktur einer «Durchschnitts-Pensionskasse» sich in den letzten Jahrzehnten kaum verändert hat. Dieses Beharren lässt sich zum Teil mit den Anlagerichtlinien über die berufliche Vorsorge (BVV2) erklären.

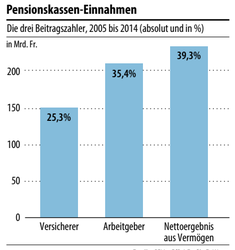
VIEL POTENZIAL

Die Performance, die oft auch als der dritte Beitragszahler (neben Arbeitgeber und Arbeitnehmer, vgl. Grafik) bezeichnet wird, war bislang ein wichtiger Faktor für die Nachhaltigkeit des Schweizer Systems der Altersvorsorge. Die Studie betont die Wichtigkeit eines soliden Anlageverhaltens vor dem Hintergrund negativer Zinsen und entsprechender Anleihenrenditen sowie eher hoch bewerteter Immobilien- und Aktienmärkte. Sie fordert Investitionen in nichttraditionelle Anlageklassen wie zum Beispiel Private Debt und Private Equity. Um moderne Anlagetechniken zu fördern, schlägt die Bankiervereinigung schliesslich eine Neuordnung der BVV2-Anlagerichtlinien nach der Prudent Investor Rule im Sinne grösserer direkter Verantwortung vor.

Für Derivatspezialisten ist eine derart herbe Analyse eine Chance, massgeschneiderte strukturierte Produktlösungen vorzustellen und zu fördern. Anders als private Anleger, die die Vorteile und die Vielseitigkeit von strukturierten Produkten bereits seit über zwei Jahrzehnten für sich nutzen, war die «Durchschnitts-Pensionskasse» bislang zurückhaltend. Es fragt sich, weshalb das der Fall ist.

Pensionskassen-Einnahmen

Die drei Beitragszahler, 2005 bis 2014 (absolut und in %)



Quelle: SBVg, BFS / Grafik: FuW, sm

Strukturierte Produkte leiden noch immer unter den Sünden der Vergangenheit: Zusammenbruch von Lehman, wenig transparente Gebühren, geringe Liquidität, zu komplexe Produkte, Over-Engineering etc. Im Vergleich zu ausserbörslich gehandelten Derivaten (die Richtlinien wurden schon lange nicht mehr geändert) sollten sich ergänzende Verbriefungsprodukte einfacher durchsetzen können. Die Schwierigkeit besteht meist darin, die betreffenden Positionen in der richtigen BVV2-Anlageklasse zu verbuchen und das Emittentenrisiko angemessen zu überwachen.

SÜNDEN DER VERGANGENHEIT

Statt auf die illiquiden Bereiche Private Debt und Private Equity zurückzugreifen, wie von der SBVg vorgeschlagen, könnten die Verantwortlichen in den Pensionskassen auch einfach nach Alternativen im Bereich der strukturierten Produkte Ausschau halten.

Pensionskassen könnten strukturierte Produkte einsetzen, um ihre bestehenden Positionen zu diversifizieren – dazu einige Gedankenspiele.

Laufzeiten steuern: Credit Linked Notes (CLN) sind Anleihen sehr ähnlich. Investoren, die ihren Bestand festverzinslicher Anleihen eines bestimmten Emittenten reduzieren und CLN desselben Emittenten erwerben, können einerseits ihr Kreditrisiko auf vergleichbarem Niveau halten, andererseits aber durch die Wahl variabler Coupons das Laufzeitrisiko senken. Zu beachten ist, dass der Anleger ein gewisses Mass an Liquidität aufgibt und ein zusätzliches Emittentenrisiko eingeht (SVSP-Produktkategorie 1400 bis 1430).

Auf Nummer sicher: Kapitalgarantierte Produkte bieten neben der typischen von Pensionskassen angestrebten Sicherheit die Möglichkeit, am Anstieg des Kurses bestimmter Assets zu partizipieren. Auch wenn negative Frankenzinsen eine Hürde für solche Produkte darstellen, ist ein partieller Schutz des Kapitals auch in der Heimwährung möglich. In Dollar ist sogar ein vollständiger Kapitalschutz umsetzbar. Einer der Lieblinge des Marktes hat 2017 einen Teil seiner Position in diversifizierten festverzinslichen Papieren durch ein kapitalgarantiertes Produkt auf denselben Basiswert ersetzt (SVSP-Kategorie 1100 bis 1140).

Auf der Suche nach Rendite: In einem Umfeld niedriger oder gar negativer Zinsen sind Equity Linked Notes zur Renditeoptimierung besonders interessant. Sie ermöglichen es, unter Inkaufnahme eines gewissen Aktienrisikos eine bestimmte Rendite anzustreben. Durch den Wechsel von Aktienanlagen zu Equity Linked Notes zur Renditeoptimierung lässt sich die risikobereinigte Rendite des Portfolios verbessern, besonders wenn davon auszugehen ist, dass die Märkte seitwärts tendieren (SVSP-Kategorie 1200 bis 1260). Wenn Sie noch nicht überzeugt sind, laden Sie doch die App «SP Portfolio Optimizer» des Branchenverbands SVSP herunter und sehen Sie selbst, wie positiv sich gewisse Produkte auf ein gegebenes Portfolio auswirken können.

LÖSUNGEN PRÄSENTIEREN

Um den Einsatz ihrer Produkte zu fördern, müssen die Anbieter strukturierter Produkte die Einschränkungen, die Verpflichtungen und die damit verbundenen Haftungspflichten von Pensionskassen verstehen. Strukturierte Produkte können dem Anlageausschuss einer Pensionskasse sicherlich nicht einzeln erfolgreich angeboten werden. Vielmehr sollten diversifizierte Lösungen vorgestellt werden, die mehrere Produkte enthalten. Für Anlageausschüsse (und Berater) bedeutet dies mehr Transparenz während der gesamten Anlagedauer und somit das beruhigende Gefühl, ihren treuhänderischen Pflichten angemessen nachzukommen.

Interessant ist, dass bisher noch niemand aus dem Asset Management der Pensionskassen die Vorteile des zuerst Handelnden geniessen möchte. Dessen ungeachtet wird die stärkere Einbindung strukturierter Produkte im Rahmen der Diversifizierung weg von traditionellen Anlageklassen und der Erzielung der angestrebten Rendite unvermeidlich sein: Es braucht nur einen erfolgreichen Versuch, und alle werden folgen.

Nicolas Walon, Leiter Financial Engineering, Bank J. Safra Sarasin

BILD: DAN MORAN/GETTY IMAGES

Kein Pardon: Das US-Steuergesetz verhindert, dass Nicht-Amerikaner über Derivate die Quellensteuer auf US-Titel umgehen.

Reizthema US-Quellensteuer

DIVIDENDEN *Mit der Issuer Led Solution führt das Emissionshaus die Quellensteuer an den amerikanischen Fiskus ab.*

Regula Berger-Hitz

Die Regel 871(m) bleibt ein Reizthema. Mit dieser Vorschrift will die US-Steuerbehörde Internal Revenue Service (IRS) verhindern, dass Nicht-US-Personen über derivative Finanzinstrumente die Quellensteuer auf US-Titel umgehen. Der IRS stützt sich dabei auf ein vom Kongress erlassenes Steuergesetz. Die Regelungen sehen den Abzug einer Quellensteuer von 30% auf dividendengleiche Beträge vor, die Nicht-US-Personen aus Derivaten erzielen, die sich auf dividendenzahlende US-Titel beziehen und seit dem 1. Januar 2017 emittiert wurden. Früher emittierte Produkte können betroffen sein, falls eine wesentliche Veränderung der Basiswerte des Derivats nach diesem Datum vorgenommen wird.

Dies gilt für strukturierte Produkte und Warrants, sofern folgende Bedingungen kumulativ erfüllt sind:

- Der Basiswert besteht aus US-Titeln (unabhängig von Emittenten und Vertriebsweg). Nicht erfasst sind sogenannte qualifizierte Indizes, sofern sie bestimmte Bedingungen erfüllen, was bei den bekannten und oft als Basiswert für strukturierte Produkte und Warrants verwendeten Indizes, auf die auch Futures gezeichnet werden, der Fall ist.
- Von den betreffenden US-Titeln wird während der Laufzeit des Derivats eine Dividende oder eine dividendenähnliche Zahlung geleistet.
- Diese Dividendenzahlung beeinflusst den Preis des Derivats materiell.
- Das vom Emittenten berechnete Delta (Sensitivität) des Derivats ist grösser oder gleich 1 (ab Januar 2019 werden auch Derivate mit einem Delta grösser 0,8 erfasst), wobei das Delta zum früheren Zeitpunkt der Preisfestsetzung für ein derivatives Finanzinstrument oder bei Emission gemessen wird.

KOMPLEXE VERTRÄGE

Zusätzlich zur verlängerten Phase der Einführung von strukturierten Produkten mit einem Delta grösser als 0,8 sieht der IRS eine verlängerte Übergangsfrist bis zum 1. Januar 2019 für die Behandlung von komplexen Verträgen (Complex Contracts) vor. Sie qualifizieren sich nicht als Delta-1.

Vereinfacht dargestellt wird bei der Delta-Berechnung die Wertänderung des derivativen Produkts – sollte es sich als Complex Contract qualifizieren – gemessen, wenn sich der Preis der zugrundeliegenden Basiswerte verändert. Diese Änderung wird verglichen mit der Wertänderung der Aktien, die zur Absicherung des Produkts gehalten werden. Ist die Differenz kleiner oder gleich der Differenz bei einem einfachen Vergleichsprodukt mit einem Delta von 0,8, dann gilt es als gleichwertig und fällt in den Anwendungsbereich der Regelung.

> *«Zu hoffen bleibt, dass die USA die Einführung einer Quellensteuer für nichtlineare Struki aufschieben oder davon absehen.»*

EMITTENT ODER DEPOTBANK

Die Behörde IRS sieht für die Abführung der Quellensteuern die folgenden zwei Möglichkeiten vor:

- Das Emissionshaus führt die Quellensteuer auf dem gesamten Emissionsbestand ab (sogenannte Issuer Led Solution) – dieses Vorgehen hat sich 2017 als Marktstandard bewährt.
- Die jeweiligen Depotbanken liefern die Quellensteuer auf dem bei ihnen verwahrten Bestand an Derivaten ab.

Sämtliche Schweizer Emissionsbanken haben sich entschieden, den Quellensteuerabzug über 30% bei Derivaten, die in den Anwendungsbereich der Regel 871(m) fallen, direkt beim strukturierten Produkt zu erheben. Dies unter Inkaufnahme, dass dem einzelnen Anleger ein allfälliger Vorteil aufgrund eines anzuwendenden Doppelbesteuerungsabkommens nicht unmittelbar gewährt werden kann.

MEHRFACHSTEUER VERMEIDEN

Die Quellensteuer auf dividendenähnliche Zahlungen für ein Derivat auf US-Titel wird grundsätzlich auf jeder Stufe fällig, was zu einer Mehrfachbesteuerung führen könnte. Um dies zu vermeiden, hat das Emissionshaus die Möglichkeit, den Status des qualifizierten Derivathändlers (Qualified Derivatives Dealer) zu erlangen, um den vollen Betrag der Dividenden bzw. der dividendengleichen Zahlungen vereinnahmen zu können. So kann ein mehrfacher Quellensteuerabzug reduziert oder vermieden werden – besonders der Quellensteuerabzug auf der zugrundeliegenden Absicherung. Gleichzeitig wird die Preisgestaltung im strukturierten Produkt optimiert.

Diverse Fragen sind noch offen. So besteht im Markt grosse Unklarheit darüber, wie die Delta-Berechnung bei den Complex Contracts in der Praxis vorgenommen wird. Auch stellt sich die Frage, ob sich die Issuer Led Solution weiterhin durchsetzt und wie sie für nichtlineare Produkte resp. Auszahlungsprofile funktioniert. Weiter bleibt zu hoffen, dass der IRS die Delta-Anpassung auf 0,8 und die Einführung einer Quellensteuer für nichtlineare strukturierte Produkte weiter aufschiebt oder gänzlich davon absieht.

Regula Berger-Hitz, Leiterin Legal Derivatives & Documentation, Zürcher Kantonalbank

REPORTING VON 871(M) IN DIE PRAXIS UMGESETZT

Die Information, ob ein Derivat in den Anwendungsbereich von 871(m) fällt und in welcher Höhe die Quellensteuer abgeführt wird, wird von den Emissionsbanken über SIX Financial Information und/oder SIX SIS zur Verfügung gestellt.

Aus Effizienzgründen erstellen die Depotbanken ein Pool Reporting für die US-Steuerbehörde IRS. Dadurch verliert der Kunde die Möglichkeit, einen allfälligen DBA-Vorteil beim IRS geltend zu machen. Für ein Einzel-Reporting müsste er im Vorfeld auf das Bankkundengeheimnis verzichten und benötigte für die US-Steuererklärung eine US-TIN. Der Aufwand für die Rückforderung übersteigt in der Regel den allfälligen Nutzen für den Kunden, und auch für die Banken ist das Einzel-Reporting wegen der Komplexität mit hohen Kosten verbunden, die dann indirekt auf die Käufer der derivativen Produkte überwälzt würden.

Mit Faktoren anlegen wie Warren Buffett

PORTFOLIO ABSICHERN *Warren Buffett verfolgt einen faktorbasierten Ansatz. Dies ist auch geeignet, um gezielt in strukturierte Produkte zu investieren.*

Artur Sepp und Mauro Aversano

Warren Buffett ist eine Ikone der Investorengemeinschaft – aus gutem Grund, denn sein Anlageerfolg ist in der Tat aussergewöhnlich: Wer im Jahr 1976 1 Mio. $ in Buffetts Investmentvehikel Berkshire investiert hat, sitzt heute auf einem Vermögen von 1,5 Mrd. $. Dies ist mehr als dreimal so viel wie mit einer Anlage in die grosskapitalisierten US-Aktien des S&P-500-Index. Liegt das Geheimnis des Erfolgs in der Fähigkeit Buffetts, die richtigen Aktien auszuwählen? Oder ist es ironischerweise eher eine Frage des Glücks?

Einige renommierte Professoren haben sich dieser Frage angenommen und mithilfe einer rigorosen quantitativen Analyse Interessantes herausgefunden: Als wichtige Renditequellen haben sich der intelligente Einsatz von Fremdkapital sowie der Fokus auf günstige Qualitätstitel herausgestellt. Die Forscher haben mit einem faktorbasierten Ansatz ein Aktienportfolio zusammengestellt, das ein sehr ähnliches Rendite- und Risikoprofil aufweist wie das von Warren Buffett, ohne seine Einzelanlagen zu replizieren.

SPREU VOM WEIZEN TRENNEN

Ein quantitatives Modell für die Titelselektion wird durch eine Serie fundamentaler und statistischer Faktoren definiert, anhand deren Ranglisten erstellt werden. Warum dies? Gewisse Faktoren vermögen vergangene Aktienperformance zu erklären und künftige vorauszusagen. Entsprechend lässt sich annehmen, dass eine Kombination derjenigen Valoren, die in den Ranglisten (weit) oben erscheinen, ein robusteres Portfolio produziert.

Der faktorbasierte Ansatz, auch bekannt als alternativer oder Smart-Beta-Ansatz, erfreut sich zunehmender Beliebtheit und kommt etwa auch bei bekannten Indexprovidern wie MSCI zur Anwendung. In einem faktorbasierten Auswahlverfahren wird im ersten Schritt das Anlageuniversum definiert. In der Folge wird die Faktorensensitivität für alle Aktien geschätzt, und entsprechende Ranglisten werden erstellt. Die Rankings dienen danach für Praxiszwecke wie Aktienanalyse, Portfoliokonstruktion oder zur Absicherung des Marktrisikos und zur Auswahl strukturierter Produkte (vgl. Grafik unten).

MARKT-BETA ALS FAKTOR

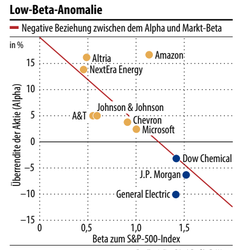
Das Aktienmarkt-Beta ist der wohl bekannteste Faktor, der die Sensitivität der Aktienrenditen gegenüber der Rendite eines Aktienindex misst. Er ist das Herzstück des allseits bekannten Capital Asset Pricing Model (CAPM), das vom Nobelpreisträger William Sharpe entwickelt wurde. Das CAPM begründet, dass eine Aktie mit einem hohen Beta eine höhere Rendite aufweisen muss als eine mit niedrigem Beta. Somit könne kein Titel eine Überrendite – ein Alpha – gegenüber dem Markt aufweisen.

Trifft die Grundannahme des CAPM, dass Alpha nicht existiert und keine Aktie eine Überrendite aufweist, in der Praxis zu? Keineswegs. Es zeigt sich vielmehr, dass Titel mit tiefem Beta eine bedeutende Überrendite aufweisen. Anderseits liefern Papiere mit hohem Beta eine schlechtere risikoadjustierte Rendite. Dies ist als Low-Beta-Anomalie bekannt und wird von einigen Markteilnehmern in der Finanzindustrie genutzt. Es ist anzunehmen, dass Buffett zu den ersten Anlegern gehört, die sich diese Abweichung zunutze gemacht haben, um damit den Markt nachhaltig zu schlagen (vgl. obere Grafik).

AKTIENPORTFOLIOS ABSICHERN

Eine naheliegende Anwendung des Faktormodells ist das Absichern eines Aktienportfolios. Intuitiv nachvollziehbar haben alle Aktien eine Performance, die zu einem gewissen Grad vom Gesamtmarkt abhängig ist. Dies lässt sich im Kontext einer Portfolioabsicherung nutzen.

Low-Beta-Anomalie



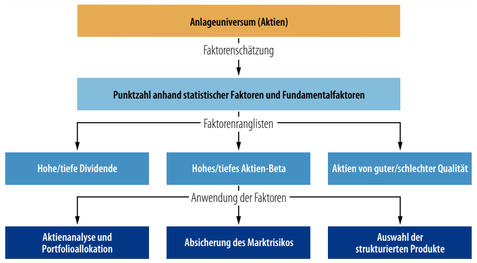
Quelle: Julius Bär / Grafik: FuW, sm

Die traditionelle Variante schätzt die Aktien-Betas und aggregiert sie auf Portfoliostufe. Das Faktormodellverfahren analysiert das aggregierte Gesamtportfolio und sucht nach der besten Kombination von Absicherungsproxies, um das Marktrisiko so weit wie möglich zu eliminieren. Mit Methoden der Machine-Learning-Technologie wird die Suche nach Proxies und ihrer optimalen Kombination verbessert.

Das abgesicherte Portfolio und sein Verhalten lassen sich einer historischen Analyse und Stresstestszenarien unterziehen. Die Resultate zeigen, dass das abgesicherte Portfolio das Verlustrisiko für den Investor in schwierigen Marktsituationen signifikant zu reduzieren vermochte. Und ein solches Hedging Overlay erlaubt es, ein Portfolio effizient abzusichern, ohne dass hohe Umschichtungskosten entstehen. Der Investor kann sein Aktienportfolio unberührt lassen und das Risiko einfach über Derivate absichern.

Artur Sepp, Quantitative Strategist, und Mauro Aversano, Head Tailored Solutions, Structured Products, Bank Julius Bär

Faktorbasiertes Auswahlverfahren



Quelle: Julius Bär / Grafik: FuW, sm

Die Frische,
die Ihr Portfolio jetzt braucht.

Egal, welches Risikoprofil, welche Markterwartung und welche Anlageklasse:
Es gibt immer ein Strukturiertes Produkt, das perfekt passt. Und das garantiert
auch Ihnen schmecken wird. Entdecken Sie das Potenzial.
svsp-verband.ch

STRUKTURIERTE PRODUKTE