

STEFFEN TOLLE UND
IVAN ADAMOVICH

Strukturierte Produkte sind heute fester Bestandteil einer erfolgreichen Vermögensverwaltung. Mit der grossen Anzahl von Innovationen und einer zunehmenden Komplexität fühlen sich aber viele Anleger überfordert. Vielfach fehlt das Wissen über Chancen und Risiken von strukturierten Produkten. Mangelnde Transparenz wird beklagt. Dabei können Anleger die grössten Fehler vermeiden, wenn sie beim Kauf von innovativen Finanzprodukten sechs Punkte beachten:

- Passt das Produkt zu den Markterwartungen?
- Wird offen und klar über das Produkt und die eingegangenen Risiken informiert?
- Sind die involvierten Parteien zuverlässig und kreditwürdig?
- Entspricht der Preis des Produkts dem fairen Wert?
- Kann es während der Laufzeit eindeutig gehandelt werden?
- Welche steuerlichen Aspekte gilt es zu beachten?

Drei Basisprodukte

Strukturierte Produkte sind Kombinationen von Derivaten und herkömmlichen Finanzanlagen wie Aktien und Obligationen («Basiswerte»). Die einzelnen Elemente werden zu einem Finanzinstrument kombiniert und als Wertpapier verbrieft. Die «Strukturierung» erlaubt eine Abstimmung des Rendite-Risiko-Profiles auf spezifische Bedürfnisse und Erwartungen von Anlegern. Durch die Kombination der Bausteine können Risiken vermindert, eliminiert oder verstärkt werden. Um einen Überblick im Dschungel der strukturierten Produkte zu erhalten, können sie auf Grund ihrer Eigenschaften in drei Kategorien eingeteilt werden: Kapitalschutz-Produkte bieten eine Versicherung gegen Kursverluste. Sie garantieren dem Anleger die Rückzahlung eines im Voraus festgelegten Prozentsatzes des Nominalbetrages. Damit ist das Verlustrisiko beschränkt. Gleichzeitig kann der Anleger an positiven Entwicklungen des Basiswertes teilhaben.

Produkte mit Maximalrendite richten sich an Anleger, die bereit sind, ab einer bestimmten Schwelle auf das Gewinnpotenzial eines Basiswertes zu verzichten. Im Gegenzug erhält der Anleger eine Entschädigung in Form eines Abschlags («Diskont») oder einer Zinszahlung («Coupon»). Zertifikate bilden die Kursentwicklung von mehreren Basiswerten wie zum

Anleger im Dschungel der strukturierten Produkte

WEGWEISER Die Finanzprodukte werden komplexer, das Angebot wird grösser. Aber schon einige einfache Regeln helfen, Fehler zu vermeiden.

Beispiel Aktien exakt nach. Durch eine einzige Transaktion kann der Anleger einen bestimmten Markt oder Sektor abdecken. Zertifikate sind permanent handelbar und flexibler als Anlagefonds, unterliegen aber dem Gegenparteirisiko.

Optimales Produkt wählen

Der Anleger kann nun das zu seinen Markterwartungen optimal passende Produkt auswählen. Kapitalschutz-Produkte machen vor allem dann Sinn, wenn der Anleger Kurseinbrüchen eine gewisse Wahrscheinlichkeit zuordnet, aber dennoch an positiven Kursentwicklungen teilhaben will. Produkte mit Maximalrendite erlauben es, bei einer Seitwärtsbewegung der Märkte eine Renditeoptimierung zu erzielen. Der Einsatz von Zertifikaten bietet sich an, wenn in einem bestimmten Markt oder Sektor steigende Kurse erwartet werden.

Alle Weiterentwicklungen bei den strukturierten Produkten basieren auf den drei genannten Grundkategorien. Je nach Präferenzen der Anleger, Marktumfeld und Kapitalmarktbedingungen werden ständig neue, massgeschneiderte Produktvarianten geschaffen.

Transparenz des Produkts

Bei der Prüfung der Produkte gilt es, eine Reihe einfacher Regeln zu beachten. Tendenziell sind Produkte zu bevorzugen, deren Funktionsweise leicht verständlich ist, die auf soliden und liquiden Basiswerten aufbauen sowie entweder auf die Referenzwährung des Anlegers oder eine der wichtigsten Weltwährungen lauten.

Auch sollte der Anleger darauf achten, dass ein detailliertes Termsheet zum Produkt in deutscher und verständlicher Sprache erhältlich ist. Dieses sollte das Auszahlungsprofil des Instruments am besten auch grafisch erläutern und Informationen zu den eingegangenen Risiken und Steuerfragen enthalten. Von Bedeutung ist auch die Frage, wie lange das Kapital im Pro-



Schon ein einfacher Kompass weist den Weg aus dem Gewirr der Produkte.

dukt gebunden sein soll und ob die Laufzeit zum Produkttypus und den Markterwartungen des Anlegers passt. Ein nicht zu vernachlässigendes Element bei der Auswahl ist die Prüfung des Gegenparteirisikos. Da strukturierte Produkte von Banken und Finanzgesellschaften

begeben werden, verkörpern sie eine mit Kreditrisiko behaftete Forderung. Das unterscheidet sie von Anlagefonds. Das Gegenparteirisiko hängt von der finanziellen Leistungsfähigkeit («Bonität») des Emittenten ab, die sich am einfachsten an den «Credit-Ratings» von Moodys, Standard & Poor's und Fitch ablesen lässt.

Einer der schwierigsten Punkte bei der Einschätzung von strukturierten Produkten ist die Frage nach dem fairen Preis. Spezielle Eigenschaften wie Diskont oder Kapitalschutz sind nicht gratis. Vor allem hier sollte der Anleger im Zweifelsfalle auf verlässliche Gesprächspartner zurückgreifen. Als Hinweis auf ein faires Pricing können Lead-Manager mit einer seriösen Reputation gelten. Aufgabe der Lead-Manager sind die Auflegung des Produkts und die Sicherstellung der permanenten Handelbarkeit im Sekundärmarkt.

Wichtiger Co-Lead-Manager
Eine besondere Rolle haben sogenannte Co-Lead-Manager, die nicht selber als Emittenten am Kapitalmarkt auftreten können oder wollen. Diese garantieren den Lead-Managern die Abnahme eines Teils des Emissionsvolumens und können den Partner bei jeder Emission je nach Stärken und Schwächen der Investmentbanken neu aussuchen. Dabei ist der Anreiz zu kompetitiven Preisen deutlich grösser als bei einer Lancierung durch den Lead-Manager allein. Umsichtige Co-Lead-Manager schauen nicht nur auf den Preis, sondern auch auf Bonität, Servicequalität und Leistungen des Lead-Managers im Sekundärmarkt.

Mit Abschluss der Emission beginnt der Sekundärmarkt. Je nach Marktentwicklung kann es zu zahlreichen Transaktionen kommen. Steigen die Kurse stark, ist es wahrscheinlich, dass Anleger den Gewinn schon vor Verfall realisieren möchten. Oder jemand wird erst nach der Emission auf das strukturierte Produkt aufmerksam und möchte es im Sekundärmarkt kaufen. Für Anleger ist es entsprechend wichtig, dass die ständige Handelbarkeit des Produktes gewährleistet ist und die Preise über Internet, Zeitungen und Systeme wie Bloomberg oder Reuters jederzeit ersichtlich sind. So ist eine Kotierung an einer Börse zu begrüssen, auch wenn die Kosten gelegentlich gegen dieses Vorgehen sprechen. Die Qualität des Sekundärmarktes wird anhand der Geld-Brief-Spanne («Bid/Ask-Spread») und der Liquidität gemessen. Je höher die Liquidität und je enger die Geld-Brief-Spanne, desto besser. Von Emittenten, die den Sekundärmarkt vernachlässigen, ist abzuraten.

Steuern nicht vergessen

Bei der Anlage von Vermögenswerten müssen immer auch steuerliche Konsequenzen abgeklärt werden, denn letztlich zählt für den Anleger die Rendite nach Steuern. Je nach Art und Zusammensetzung des strukturierten Produkts greifen Einkommens-, Verrechnungs- und Stempelsteuer in unterschiedlichem Ausmass. Wichtig ist vor allem, dass die steuerliche Behandlung des Produkts bei der Emission eindeutig feststeht und auf dem Termsheet explizit aufgeführt wird. Bei Zweifeln über Steuerfolgen sollte ein Berater konsultiert werden.

Der Kurs bleibt der Schlüssel

Strukturierte Produkte sind einzigartige Instrumente, um das Rendite-Risiko-Profil von Anlegern mit den verschiedensten Präferenzen zu optimieren. Entscheidend für den Erfolg ist aber nicht nur die Qualität des Produkts, sondern letztlich auch die Frage, ob die Markterwartungen eintreffen, die der Anleger ausnutzen wollte. Erst dann kommen die besonderen Eigenschaften von strukturierten Produkten voll zum Tragen.

Weiterführende Literatur:
Swiss Derivative Guide 2004», Herausgegeben von Stocks, Verlagsgruppe Handelszeitung, in Kooperation mit Wegelin & Co. Privatbankiers.
Tolle, S.; Hutter, B.; Rüthemann, P.; Wohlwend, H.: «Strukturierte Produkte in der Vermögensverwaltung», Verlag Neue Zürcher Zeitung, erscheint im April 2005.
Wohlwend, H.: «Der Markt für Strukturierte Produkte in der Schweiz», Haupt Verlag, 2001.

Dr. Steffen Tolle, geschäftsführender Teilhaber, Dr. Ivan Adamovich, Vermögensverwalter, Wegelin & Co. Privatbankiers, St. Gallen.

Risikominimierung vor Performance

HEDGE-FONDS Für den Erfolg sind das richtige Management und die Diversifikation der Strategien entscheidend.

HARRY GROENERT

Der Manager ist das grösste Risiko für einen Hedge-Fonds. Das Funds-of-Funds-Prinzip ist deshalb bei Hedge-Fonds ein bewährtes Mittel, um diese Risiken zu diversifizieren. Dieses Ziel ist höher zu gewichten als die Performance eines einzelnen Sub-Fonds. Wichtigste Parameter bei der Zusammenstellung eines Funds of Hedge Funds sind, neben der richtigen Auswahl der Manager, eine ausgewogene und strategieübergreifende Diversifikation im Portfolio.

Operative Ebene ist ein Stolperstein

Analysten kommen zum Schluss, dass nach Erreichen einer strategieübergreifenden Diversifikation ein Bestand von fünf bis zehn Hedge-Fonds in einem Hedge-Fonds-Portefeuille die Anlagerisiken mit einer Sicherheit von 75% ausschliesst. Wir stimmen dieser These grundsätzlich zu, jedoch werden dabei andere wichtige Risikoelemente ignoriert. Die Analysten gehen davon aus, dass die ein-

zigen Risiken, denen ein Hedge-Fonds ausgesetzt ist, Anlagerisiken sind. Studien haben aber gezeigt, dass nur 38% aller Hedge-Fonds allein aufgrund von Anlagerisiken gescheitert sind. 50% allerdings aufgrund von operativen Risiken, 6% infolge von Geschäftsrisiken und der Rest infolge einer Kombination der drei Faktoren.

Die über Hedge-Fonds verfügbaren Daten sind dünn gesät. Methoden, mit denen sich die Fähigkeiten eines Hedge-Fonds-Managers abschätzen lassen, gibt es, doch bis man genügend Daten gesammelt hat, die ein hohes Mass an Vertrauen in einen Manager und seine Fähigkeiten rechtfertigen, ist der Fonds im Allgemeinen bereits geschlossen. Daher muss die Auswahl von Hedge-Fonds fast vollständig aufgrund qualitativer Kriterien erfolgen. Der richtigen Auswahl Letzterer kommt gerade bei Funds of Hedge-Fonds grosse Bedeutung zu.

Zur mangelnden Transparenz der Hedge-Fonds kommt, dass Manager eigene Hedge-Fonds entwickeln mit dem Ziel, ihr eigenes

Kapital zu investieren und zu vermehren. Um mit zusätzlichem Kapital bessere Konditionen zu erreichen, gestatten sie anderen Investoren, sich an ihren Fonds zu beteiligen. Sie folgen damit mehr dem Modell, wonach die Verwalter sich ihre Kunden selber aussuchen.

Erzwungene Diversifikation

Nicht nur die Manager bilden ein Risiko bei den Hedge-Fonds. Neben der Fondsdiversifikation gilt es auch, das Strategierisiko zu begrenzen. Es kann anhand der Standarddefinitionen von Tremont definiert werden kann. Der Prozess der Risikobeschränkung ist einfach: Begrenzung des Betrags, der für jede Strategie verwendet werden darf. Die genaue Art dieser Limits ist für jeden Fonds einzeln zu erörtern, und zwar abhängig vom jeweils angestrebten Gesamtziel. Hierbei handelt es sich um eine einfache Form einer erzwungenen naiven Diversifikation. Es hat sich jedoch gezeigt, dass diese im Vergleich zur reinen Optimierung der Standardabweichung der Renditen bessere Ergebnisse liefert.

Innerhalb gleicher Strategieklassifikation können Manager sehr unterschiedliche Ansätze verfolgen, um in ihrer eigenen diskreten Anlageklasse Geld zu verdienen. Sie können darüber hinaus bei der gleichen Transaktion auf verschiedenen Seiten stehen. Beim Versuch, die unterschiedlichen Formen von Marktrisiken zu erfassen, müssen Fondsrenditen gegenüber Indizes mit statistischen Methoden abgeschätzt werden. Der Gebrauch dieses Ansatzes ist bereits gut dokumentiert. Diese Analyse erfolgt auf rollender Basis, um die Veränderlichkeit von Risiken im Hedge-Fonds-Bereich zu erfassen. Allerdings muss man sich den Vorwurf gefallen lassen, dass diese Beschreibungen niemals absolut aktuell sein werden.

Mangel an Vertrauen

Genau aus diesem Grund gibt es so viele Einschränkungen für das Portefeuille, mit denen dem Mangel an Vertrauen in jede beliebige der Klassifikationen entgegengewirkt werden soll. Fonds werden in Blöcke gruppiert und stehen entweder in einem positiven oder ei-

nem negativen Bezug zu den betreffenden Risiken; anschliessend werden für die Gewichtung Höchstwerte festgelegt. Es ist zu beachten, dass sich diese Gewichtungen im Gegensatz zu den Strategieklassifikationen nicht gegenseitig ausschliessen und Fonds in mehreren Gruppierungen auftauchen können.

Risiken versus Strategie

Für eine aussagefähige und abschliessende Einschätzung der Risiken eines Funds of Hedge-Funds wägt man die Einzelrisiken Manager und Strategien gegeneinander ab. Dies geschieht durch die Analyse der Korrelationen der einzelnen Sub-Manager und deren Einzelrisiken. Damit lässt sich ein Gesamtrisiko eines Funds of Hedge-Funds zumindest für den Moment definieren. Innerhalb eines Funds of Hedge-Funds würde der Ausfall eines Sub-Fonds zu einem Renditerückgang zwischen 5 und 10% führen. Wer langfristig mit Funds of Hedge-Fonds erfolgreich sein will, gewichtet deshalb den Risikoaspekt bei der Zuordnung von Sub-

Jahrestagung

Private Banking Summit 2005

Am **30. und 31. August 2005** treffen sich die Schweizer Privatbankiers im Renaissance-Hotel in Zürich-Glattbrugg zur 4. Jahrestagung **«Private Banking Summit»**. Hochkarätige Experten wie zum Beispiel Raymond J. Bär, Präsident des Verwaltungsrates Julius Bär Holding AG, Niklaus C. Baumann, Präsident Vereinigung Schweizerischer Privatbankiers, Bénédict Hentsch, Gründer Banque Bénédict Hentsch & Cie SA, referieren und diskutieren über internationale Wachstumsoportunitäten für Privatbanken und Family Offices.

Information und Anmeldung:
EUROFORUM HandelsZeitung
Konferenz AG, Seestrasse 344,
8027 Zürich, Telefon 01 288 94 50, E-Mail: corinne.stucki@euroforum.ch oder www.euroforum.ch

Fonds zu einem Funds of Hedge Funds stärker als den Performanceaspekt.

.....

Harry Groenert, Direktor Forsyth Partners (Switzerland) AG, Zürich.