

Die Automatisierung macht's möglich

MULTI-ISSUER-PLATTFORMEN Sinkende Herstellungskosten und steigender Individualisierungsgrad sind kein Widerspruch. Eine Plattform bietet Wettbewerb und bestmögliche Ausführung.

Patrick Stettler

Der Schweizer Markt für strukturierte Produkte blickt auf eine gut zwanzigjährige Geschichte zurück. Was einst ein Novum war, hat sich im Lauf der Zeit zu einem breit etablierten und flexiblen Angebot entwickelt, das heute nicht mehr wegzudenken ist. Die von der Schweizerischen Nationalbank im Juli dieses Jahres ausgewiesenen Kundenbestände von 191 Mrd. Fr. zeigen dies eindrücklich.

Doch der Weg dahin war nicht geradlinig. Wie viele andere Märkte musste die aufstrebende Branche der Finanzkrise einen Tribut zollen: Volumen und Margen sanken, während das Risikobewusstsein der Anleger stieg. Eine weitere Folge waren die steigenden regulatorischen Anforderungen.

Die Krisenereignisse erwiesen sich als massgebliche Treiber für eine Entwicklung, die schon wenige Jahre zuvor begonnen hatte: Bestimmte Emittenten hatten damals angefangen, die Herstellung von strukturierten Produkten zu automatisieren und veritable Plattformen aufzubauen. Ihre Motivation beruhte auf zweierlei Hauptgründen: Es galt, einerseits die Skalierbarkeit zu erhöhen und sich andererseits im Wettbewerb vor grossen Vertriebspartnern als hochwertiger «Zulieferer» zu präsentieren. Neue technologische Möglichkeiten befeuerten diesen Prozess.

Der Bau solcher innovativer Infrastrukturen ist jedoch nicht nur aufwendig, sondern auch kostspielig. Es erstaunt daher nicht, dass neue Plattformen zunächst ausgerechnet dort heranreifen, wo sich grosse Emittenten und Vertrieber unter einem Dach befanden. Ihre Infrastruktur war bereits eng verzahnt, von

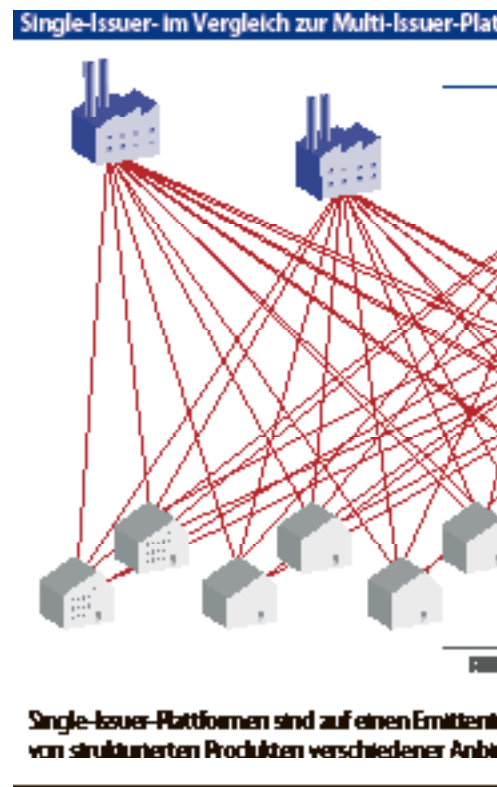
den entstehenden Grössenvorteilen konnten sie daher gemeinsam profitieren. Trotz der offensichtlichen Vorteile gibt es von diesen sogenannten Single-Issuer-Plattformen (SIP) heute weltweit nur eine Handvoll, hauptsächlich gebaut und betrieben von grossen, global agierenden Banken.

SIP MACHEN DEN ANFANG

Die SIP läuteten letztlich eine neue Ära ein: Dank markant gesunkener Herstellungskosten konnte man nun massgeschneiderte Produkte auch mit bereits moderaten Anlagebeträgen bauen. Es ist jedoch offensichtlich, dass nur derjenige auf Mass herstellen kann, der das Mass in Bezug auf den Kunden auch wirklich kennt. Bei massgeschneiderten Anlagelösungen kann dies nur der Kundenberater sein. Dieser Logik folgend wurden den Kundenberatern deshalb

SIP in grossen Häusern direkt zugänglich gemacht. Gewisse Anlagelösungen und Dienstleistungen, die zuvor Institutionellen vorbehalten waren, gelangten so zum Privatinvestor – eine Entwicklung, die von den Privatbanken dankbar angenommen wurde. Die SIP ermöglichten ihnen nämlich den Aufbau eines zusätzlichen und völlig neuartigen Kundenangebots. Zu den Standardlösungen von der Stange sind nun Individuallösungen nach Mass hinzugekommen. Und dabei wurde das Kundenerlebnis sogar noch aufgewertet, denn Berater können nun erstmals – gar im Beisein des Kunden – ein Produkt individuell herstellen und unmittelbar emittieren lassen.

Die Vielzahl regulatorischer Reformen, die nach der Krise auf die Finanzindustrie zukam, war für die Industrie ein harter Brocken – für Emittenten und den Vertrieb gleichermaßen. Dabei wird es immer



GASTKOLUMNE

Wer bestimmt was?

Derivative Finanzinstrumente im Spannungsfeld von Beratung, Kundeninteresse und Aufsicht.

Strukturierte Produkte gehören in das Portfolio eines Privatanlegers. Zumindest erwecken die Vielfalt und die breite Anwendung diesen Eindruck. Damit lässt sich ein kundenspezifisches Anliegen relativ exakt, relativ günstig und seit einiger Zeit auch kundenindividuell umsetzen. Das Relative bezieht sich auf die Strukturierungs- und die Transaktionskosten sowie die Vielfalt möglicher Kombinationen mit derivativen Finanzinstrumenten: Ein institutioneller Anleger verfügt über mehr Möglichkeiten, seine Anliegen umzusetzen. Betrachtet man allerdings das Portfolio eines Privatkunden, bleiben einem viele günstige Möglichkeiten im direkten Einsatz derivativer Instrumente verwehrt. Zudem ist die Bedeutung von Transaktionskosten für eine Veränderung des Risiko-Rendite-Profiles im Gesamtdotum umso grösser, je kleiner das Portfolio ist.

Der Markt für strukturierte Produkte ist ziemlich transparent. Ein paar begriffliche Stillblüten sind zwar störend, denn ein «bedingter Kapitalschutz» ist etymologisch wohl nur damit zu erklären, dass sich nach 2008/09 viele Anleger erst recht vor Verlustrisiken schützen wollen, aber gewisse Bedingungen der Unversehrtheit einer Barriere einzugehen bereit sind. Die Branche hat zweifellos grosse Schritte gemacht, um den Sinn und Zweck eines einzelnen Produkts klar erkennbar zu machen. Jeder (potenzielle) Investor wird kostenlos mit produktunabhängigen und leicht verständlichen Unterlagen bedient, wenn er sich in aller Ruhe ein Bild von allen Marktmöglichkeiten machen will.

Liegt eine kundenspezifische Variante vor, ist sie sach- und anlegergerecht zu erläutern. Das zeigt sich unter anderem in der Visualisierung des Auszahlungsprofils und in der balancierten Verwendung der Begriffe «Rendite» und «Risiko». Ausdrücklich müssten auch die persönliche Risikobereitschaft und das allfällige totale Verlustrisiko des Kunden protokollarisch festgehalten werden. Ob beim Kunden ausreichende Vorkenntnisse vorausgesetzt werden dürfen, spielt dabei keine Rolle. Wir würden kein Finanzdienstleistungsgesetz (Fidleg) benötigen, wenn allen klar wäre, dass Interessenkonflikte möglichst gering zu halten sind und dass das Kundeninteresse grundsätzlich dem Bankinteresse vorgeht.

Wo die Beratung ihre Grenzen hat, geht aus dem Forschungspapier «The dark side of the moon» von Thorsten Hens und Marc Oliver Rieger hervor. Der Nutzen des Einsatzes von strukturierten Produkten müsste stets im Kon-

text des gesamten Portfolios betrachtet werden. Im Weiteren erfahren wir, dass die Popularität einzelner Produktkategorien wie Barrier Reverse Convertibles (BRC) mit Fehleinschätzungen bezüglich der Eintretenswahrscheinlichkeiten erklärt werden kann. So zeigen Experimente, dass die Wahrscheinlichkeit des Unterschreitens einer Barriere während der Laufzeit im Vergleich zur Wahrscheinlichkeit des Unterschreitens zum Laufzeitende unterschätzt wird, was BRC verhältnismässig attraktiv erscheinen lässt.

Daraus abzuleiten, dass der Anlegerschutz noch weiter als angedacht gehen müsse, erscheint mir absurd. Der Kunde handelt nun mal mit seinen Einschätzungen. Die individuelle Funktion des abnehmenden Grenznutzens der Gewinne kann die Aufsicht ebenso wenig abbilden wie das individuelle Ausmass des abnehmenden Grenzleids der Verluste. Unverhältnismässig ist, wenn der Investor in grossen Portfolioportionen im Depot, die er sich beratungsfrei erworben hat, überhaupt nicht geschützt ist, die Regulierung dann aber ein übermässiges Schutzbedürfnis aus Anlagen ableitet, die selten mehr als 5% des Depots ausmachen und dabei meistens das Risikoprofil verbessern. Da kommt zu Recht die Frage auf, wer eigentlich die Banken vor den Anlegern schützt. Ganz sicher nicht der gegenwärtige Trend.

In den neuen europäischen Banken- und Wertschriften-Richtlinien (EBA/Esma Guidelines) schiessen neue Regeln zum Beschwerdemanagement hervor. Die Regulierung überbietet. Vielleicht sollte mal ein Gesetzgeber – so transparent, wie strukturierte Produkte ihr Auszahlungsprofil darlegen – aufzeigen, was er sich von zusätzlicher Regulierung erhofft, mit welchen Kosten und Renditen sie verbunden ist: Möglicherweise liegen da viel gravierendere Fehleinschätzungen vor.



Maurice Pedernana, Professor für Banking & Finance an der Hochschule Luzern – Wirtschaft und Geschäftsführender Partner der Zugerberg Finanz.

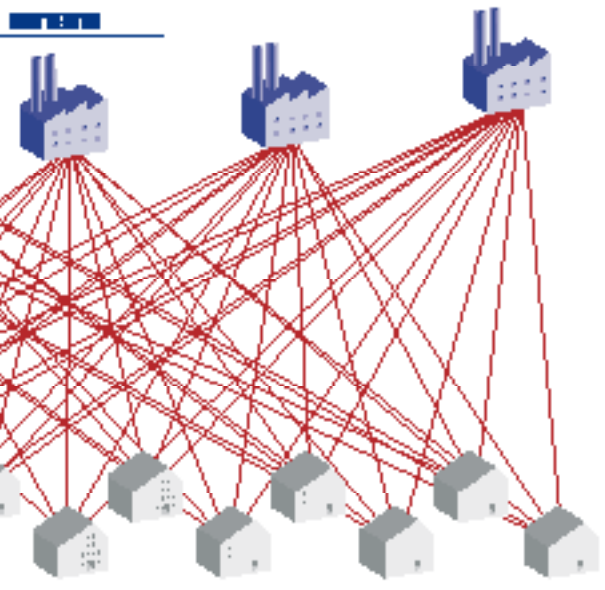
Anzeige

Beweglich bleiben, präzise handeln

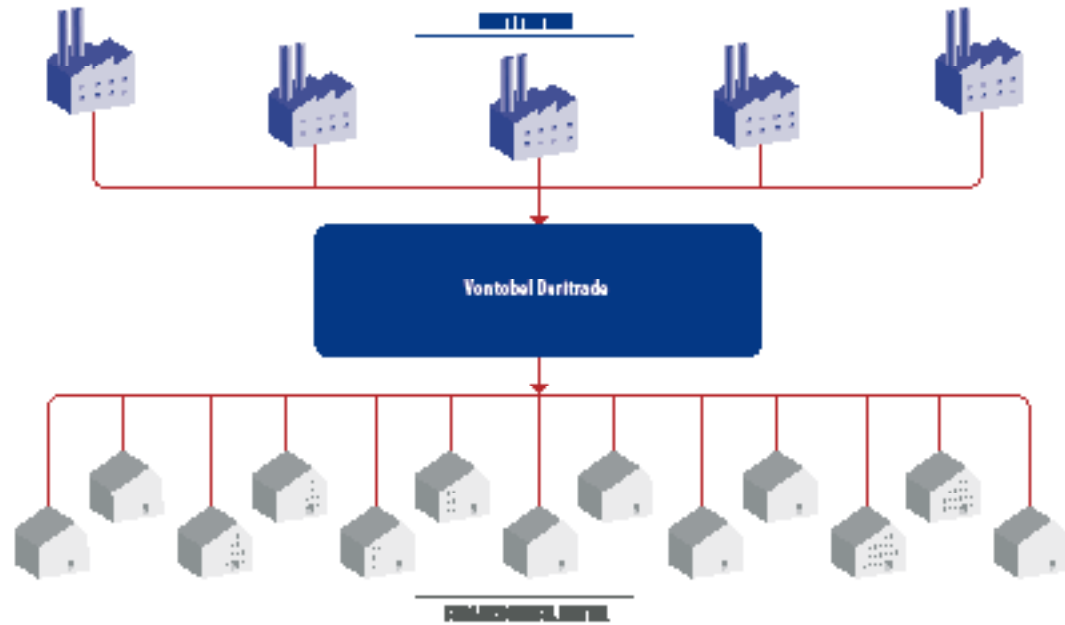


Swiss Exchange

tfom



en beschränkt, was den Vergleich von Konditionen
eter aufwendig macht.



Bei Vontobel Deritrade Multi Issuer Plattform handelt es sich um einen vollautomatisierten Marktplatz.
Man kann auf das Angebot gleich mehrerer Emittenten von strukturierten Produkten zugreifen.

schwieriger und kostspieliger, all den zusätzlichen Anforderungen gerecht zu werden. Die Produktdokumentation beispielsweise muss immer umfangreicher, präziser und transparenter sein, mit den Anforderungen an den Vertrieb verhält es sich nicht anders. Um der Situation Herr zu werden, sind intelligente Expertensysteme bzw. Plattformlösungen gefragt.

NEUE STANDARDS GESCHAFFEN

Ein weiterer regulatorischer Aspekt, der zu einem globalen Standard heranreift, ist die bestmögliche Ausführung (Best Execution). Von Distributoren wird verlangt, dass sie bestmögliche Ausführung gewährleisten. Die fundamentale Frage ist: Wie definiert sich die bestmögliche Ausführung? Obschon gewisse weiche Faktoren (Dienstleistung, Sekundärmarktliquidität etc.) berücksichtigt werden müssen, liegt das Augen-

merk auf dem Preis. Bestmögliche Ausführung ist demnach gewährleistet, wenn der Preis einem Wettbewerb ausgesetzt ist und zudem am Ort des Investitionsentscheidungs – das heisst beim Anleger – transparent aufgezeigt wird. Im Vergleich zu anderen Investitionsformen wie Fonds oder Mandaten sind strukturierte Produkte dank ihrer klar definierten Auszahlungsstruktur bereits transparent, und zwar punkto Zielrendite in verschiedenen Marktszenarien.

Die Gewährleistung der bestmöglichen Ausführung ist für Single-Issuer-Plattformen dennoch eine Herausforderung, weil hier ja nur ein einziger Produktanbieter aktiv und folglich keinem direkten Wettbewerb ausgesetzt ist. Um dem Ziel näher zu kommen, braucht es daher einen effektiven Preisvergleich und damit auch Preistransparenz innerhalb eines breiteren Universums von strukturierten Produkten.

Die Bereitstellung kompetitiver Preise durch mehrere Emittenten für ein und dasselbe Produkt ist der effektivste Weg, einerseits Preistransparenz herbeizuführen und andererseits Investoren auf einen neuen Level der Entscheidungsfindung zu heben.

DIE ZUKUNFT GEHÖRT DEN MIP

Echter Wettbewerb für ein spezifisches Produkt wurde mit der Entstehung von Multi-Issuer-Plattformen (MIP) eingeführt, was in dieser Industrie absolut neuartig ist. MIP verknüpfen die Vorteile einzelner SIP mit der Dynamik des Wettbewerbs und bilden so einen einzigen Markt auf einer einzigen Plattform. Kundenberater können über eine Multi-Issuer-Plattform wie gehabt ein passgenaues Anlageprodukt für ihre Kunden erstellen. Produktofferten werden von mehreren Anbietern per Knopfdruck und in Sekundenschnelle

geliefert, woraus der Investor über seinen Kundenberater seine Wahl treffen kann.

MIP bilden aber nicht nur einen neuen Plattformmarkt, sondern stehen auch für einen Paradigmenwechsel: Getrieben vom Marktumfeld und unterstützt durch die Technologie werden sich traditionelle Geschäftsmodelle und Wertschöpfungsketten diesen Trends anpassen. Das ist von globaler Reichweite, denn letztlich ziehen alle Marktteilnehmer – Emittenten, Distributoren und Kunden – einen Nutzen daraus. Vontobel betreibt die einzige vollautomatisierte MIP im weltweiten Derivatmarkt. Die wachsende Zahl angesehener Emittenten und Distributoren, die auf Deritrade setzen, bestätigt diese Plattformstrategie.

Patrick Stettler, Head Sales Europe Multi Issuer Platform, Bank Vontobel.



Börslich zu handeln bedeutet nicht nur eine Garantie für Sicherheit und Transparenz. Die breite Produktpalette ermöglicht den beweglichen sowie präzisen Einsatz von strukturierten Produkten zur Erfüllung Ihres Anlagebedürfnisses. Nutzen Sie Ihre Möglichkeiten:

www.six-structured-products.com



Der Preis ist heiss

MARKET MAKING Das Trading von strukturierten Produkten war nie einfacher als heute. Doch zwischen Bid- und Ask-Kurs können Welten liegen. Ein Index misst die Qualität der Preisstellung.

Martin Raab

Die Qualität des Market Making, wie zuverlässig ein Emittent dauerhafte An- und Verkaufskurse stellt, wird seit März 2009 fortlaufend gemessen. Damit wird transparent, wie gut oder schlecht sich Emittenten um ihre an der Schweizer Derivatbörse kotierten Produkte kümmern. Die Börse nimmt die Messung in Form des QQM (Quotes Quality Metrics) vor. Börsentäglich werden vier Merkmale pro Produkt beobachtet: durchschnittlicher Spread, durchschnittlich gestelltes Volumen, Verfügbarkeit der Quotes und Tagesschlusskurse Bid/Ask.

Anhand dieser Qualitätskennzahlen berechnet die Finanzboutique Derivative Partners täglich die DP-Liquiditätskennzahl für jedes kotierte Produkt. Diese besteht wiederum aus den Komponenten Quote-Verfügbarkeit, maximaler Spread und gestelltes Volumen. Jedem an der SIX Swiss Exchange tätigen Strukturierten Emittenten kann damit der Spiegel vorgehalten werden, und die Anlegeraufklärung bleibt keine Worthülse.

AB NOTE 90 SEHR GUT

Basierend auf der genannten Liquiditätskennzahl wurde als Navigationshilfe für Anleger der Payoff Market Making Index (PMMI) entwickelt. Die Market-Making-Qualität der Emittenten ist direkt vergleichbar. Sämtliche PMMI-Zahlen werden monatlich veröffentlicht, wobei aus Gründen der Übersichtlichkeit nur Emittenten mit mindestens zwanzig kotierten Produkten berücksichtigt werden. In der Grafik lässt sich gut ablesen, wer es mit dem Anspruch eines verlässlichen Market Making ernst meint. Sehr gute PMMI-Werte liegen bei 90 oder mehr, gute bis befriedigende zwischen 80 und 90. PMMI-Werte unter 80 sind mangelhaft.

Der PMMI hat sich bei Privatanlegern, Vermögensverwaltern und Emittenten selbst als viel beachtetes Qualitätsbarometer etabliert. Die detaillierten Daten werden im Anlegermagazin «pay-

off» und auf Payoff.ch veröffentlicht. Aktuell zeigt der PMMI, dass sich eine Gruppe von vorbildlichen Emittenten etabliert hat. Anleger können sich beim Handel von strukturierten Produkten aus der Spitzenklasse sicher sein, dass diese Emittenten ihrer Verantwortung für umfassende Kursstellung gerecht werden. Hervorzuheben sind bei den Hebelprodukten Bank Vontobel, Deutsche Bank, ZKB sowie Julius Bär und Commerzbank. Im Segment der Anlageprodukte sind besonders Leonteq Securities (inklusive ihrer assoziierten Unternehmen Notenstein Privatbank und EFG International), BCV und ZKB führend. Im Mittelfeld spielen Bank Julius Bär, Bank Vontobel sowie Bank J. Safra Sarasin, Basler Kantonalbank und Royal Bank of Canada eine verlässliche Rolle.

Anstrengen dürfen sich alle Emittenten mit Werten um 80 oder gar darunter. Bei den Anlageprodukten sollten unter anderem Goldman Sachs, Royal Bank of Scotland, Barclays Bank und Société Générale ein paar Fitnessübungen mehr für gutes Market Making starten.

Die Veröffentlichung des PMMI soll bewusst alle Emittenten ansprechen, die Preisstellung dauerhaft auf hohem Qua-

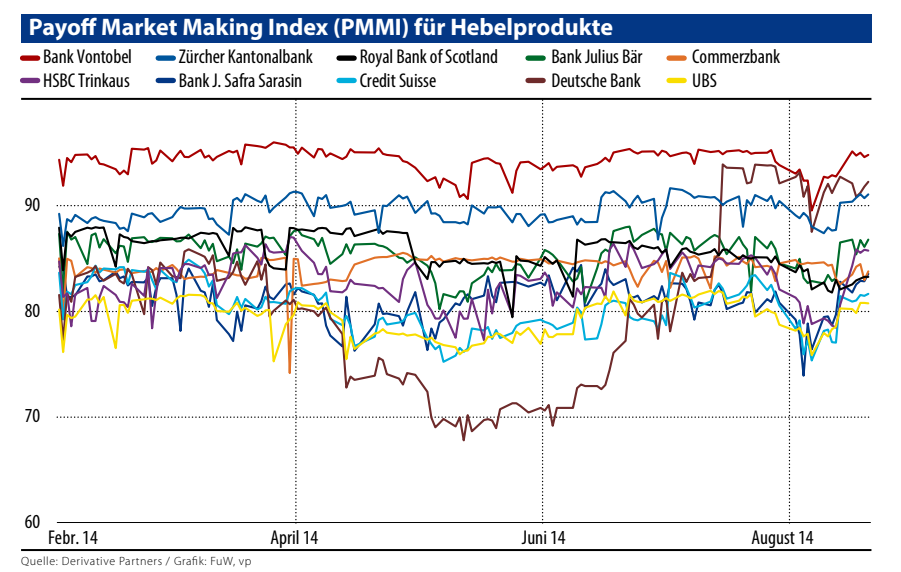
litätsniveau zu halten. Besonders Emittenten mit sehr guten PMMI-Werten setzen dies inzwischen als erstklassiges Verkaufsargument ein.

FOKUS HEXENSABBAT

Trotzdem lässt sich am PMMI auch deutlich ablesen, dass fast alle Emittenten am grossen Verfallstermin, dem sogenannten Hexensabbat an den Terminbörsen, oft bei der Kursstellung ihrer Produkte die Zügel schleifen lassen. Diese Tage sind an der Börse für ihre Volatilität berühmt.

An solchen Verfallstagen (stets am dritten Freitag am Ende eines Quartals) ist genau abzuwägen, ob und welche Produkte man handelt. Der vermeintlich «perfekte Trade» könnte sich durch eine ruckartige Kursbewegung gepaart mit auseinanderlaufenden Spreads unter Umständen plötzlich in Luft auflösen. Extreme Kursauschläge könnten auch dann auftreten, wenn in der EU tatsächlich die Kleinstaaterei startet und in Barcelona oder Edinburgh eigene Börsen entstehen.

Martin Raab, Executive Director, Derivative Partners.



Quelle: Derivative Partners / Grafik: FuW, vp