

Universität Zürich
Institut für Banking und Finance
Plattenstrasse 14
8032 Zürich

Bachelorarbeit in Corporate Finance
bei Prof. Dr. Alexander F. Wagner

Analyse der Margen bei Strukturierten Produkten

Ein Ländervergleich zwischen der Schweiz und Deutschland

Martin Castrischer

Abgabedatum: 23. August 2012

Executive Summary

Strukturierte Produkte sind in der heutigen Zeit aus der Finanzwelt nicht mehr wegzudenken. Mit einem Volumen von 188.84 Mrd. Schweizer Franken, was einem Anteil von 4.46% aller Wertschriftenbestände in Kundendepots der Banken in der Schweiz entspricht, stellen Strukturierte Produkte auch in der Schweiz einen wesentlichen Bestandteil der Anlageinstrumenten dar (Schweizerischer Verband für Strukturierte Produkte (2012)). Ein Strukturiertes Produkt ist in der Regel eine Kombination aus derivativen Finanzinstrumenten und klassischen Finanzanlagen. Dank der grossen Flexibilität dieser Produkte ist es möglich, das Rendite-Risiko-Profil auf spezifische Bedürfnisse und Erwartungen des Anlegers anzupassen. (Rieger (2009)) Aufgrund der Zusammensetzung aus mehreren Bestandteilen, stellt die fehlende Transparenz der Kosten der Strukturierten Produkte ein Problem für den Investor dar. Es ist für einen Investor schwierig zu ermitteln, wie viel Marge ein Emittent an einem Strukturierten Produkt verdient. Dieses Problem drückt Walter (2007, S.242) wie folgt aus: „Hauptproblem für die Investoren ist bei diesen Margen die Tatsache, dass diese nicht als solche wahrgenommen werden. Während Managementvergütungen, Ausgabeaufschläge und Geld/Brief Spannen leicht zu erkennen sind, ist dies bei den Strukturierungsbeiträgen nicht der Fall.“ Zahlreiche Untersuchungen haben die Preisstellung Strukturiertes Produkte bereits analysiert. So konnte Wohlwend (2001) eine Preisstellung zu Ungunsten der Investoren im Schweizer Primär- als auch Sekundärmarkt feststellen. Diese Feststellung wird durch die Untersuchung von Burth, Kraus und Wohlwend (2000) im Schweizer Primärmarkt für einfache konkave Produkte mit und ohne Coupon bestätigt. Hernández, Lee und Liu (2007) haben die Preisstellung von Outperformance-Zertifikaten von Emittenten in ganz Europa untersucht. Dabei wurde ebenfalls eine Preisstellung zu Ungunsten der Investoren beobachtet.

In dieser Arbeit steht nicht die Fragestellung, ob bei Strukturierten Produkten positive Margen zu beobachten sind, was einer Preisstellung zu Ungunsten der Investoren entspricht, im Zentrum. Primär wird auf den Vergleich der Margen in der Schweiz und Deutschland eingegangen. Es wird untersucht, ob in einem der beiden Märkte signifikant höhere Margen zu beobachten sind. Dazu werden 200 in Deutschland und 200 in der Schweiz emittierte Produkte zum Zeitpunkt des ersten Handelstages bewertet und mit dem Verkaufspreis verglichen. Dadurch können die Margen berechnet und anschliessend statistisch ausgewertet werden.

Zur vollständigen Beantwortung der Fragestellung werden in einem ersten Schritt die beiden Märkte analysiert und auf Unterschiede eingegangen. In einem nächsten Abschnitt werden die verschiedenen verwendeten Produkte beschrieben. Dazu gehören Outperformance-Zertifikate ohne Cap, Outperformance-Zertifikate mit Cap und Discount-Zertifikate. Anschliessend wird auf allgemeine Bewertungsgrundlagen eingegangen und die Berechnung der Margen aller Zertifikate detailliert aufgezeigt. Diese Margen werden statistisch ausgewertet, nachdem die verwendete Methodik beschrieben worden ist. Nach Auswertung der ersten Resultate, werden mögliche Verzerrungen der

Daten eliminiert und die angepassten Margen erneut statistisch ausgewertet. Es wird anschliessend versucht, Gründe für die erzielten Resultate zu finden. Diese Begründungen basieren hauptsächlich auf Experteninterviews, welche mit Pedram Payami, Head Public Solutions der EFG Financial Products (Europe) GmbH, Christian König, Produkt Manager Derivate der Commerzbank in Zürich und Martin Raab, Redaktionsleiter der Derivative Partners Media AG geführt wurden. In einem letzten Abschnitt wird die Problematik des Emittentenrisikos behandelt. Die Margen werden dabei unter Anwendung eines angepassten Modelles berechnet, statistisch ausgewertet und interpretiert.

Nach der Analyse und der Interpretation der Daten können interessante Erkenntnisse gewonnen werden. Bei einer risikolosen Bewertung (Vernachlässigung des Emittentenrisikos) sind am Schweizer Markt für Strukturierte Produkte signifikant höhere jährliche Margen zu beobachten. Wird das Emittentenrisiko jedoch in der Berechnung der Margen berücksichtigt, kann kein signifikanter Unterschied der jährlichen Margen zwischen den beiden Märkten mehr festgestellt werden. Die höheren jährlichen Margen bei den in der Schweiz emittierten Produkten scheinen demnach auf dem tieferen Ausfallrisiko der Emittenten zu beruhen.