

Kostenrechnung zur Pfandbesicherung von börsennotierten strukturierten Produkten

Bachelorarbeit

in

Banking & Finance

am

**Institut für schweizerisches Bankwesen
der Universität Zürich**

bei

PROF. DR. URS W. BIRCHLER

Verfasser: CHRISTOPH BISCHOFBERGER

Abgabetermin: 13.11.2009

Executive Summary

Problemstellung

Strukturierte Produkte sind dafür bekannt, dass sie dem Anleger für fast alle Marktszenarien und seinem Risikoprofil entsprechend ein geeignetes Auszahlungsprofil anbieten. Jedoch sind strukturierte Produkte aus rechtlicher Sicht Schuldverschreibungen, für deren Erfüllung der Herausgeber mit seinem ganzen Vermögen haftet. Dies ist ein entscheidender Unterschied im Vergleich zu Anlagefonds, welche als Sondervermögen per Gesetz speziell geschützt werden. Doch der Bonität der Emittenten wurde bis vor kurzem kaum Beachtung geschenkt. Erst als letztes Jahr mit der Insolvenz von Lehman Brothers auch Produkte mit 100 Prozent Kapital-schutz so gut wie wertlos verfallen, wurde den Anlegern richtig bewusst, dass strukturierte Produkte auch dem Emittentenrisiko ausgesetzt sind. Da Produkte von Lehman Brothers auch von Drittbanken verkauft wurden, sind unter anderem auch Kunden von Schweizer Gross-banken betroffen. Wahrscheinlich konnte sich niemand vorstellen, dass eine grosse Investmentbank wie Lehman Brothers Konkurs gehen kann. „Too big to Fail“ dachten die meisten, denn selbst die Ratingagenturen bewerteten die Bank kurz vor dem Zusammenbruch noch als gut.

Um das Vertrauen in die meist komplexen Produkte wieder zu gewinnen und es den Anlegern zu ermöglichen sich gegen das Emittentenrisiko abzusichern, wird die Pfandbesicherung an der Schweizer Börse geplant. Dieses Projekt der Derivate-Börse Scoach Schweiz und des Schweizerischen Verbands für strukturierte Produkte (SVSP) ist einzigartig und existiert weltweit noch nirgends für strukturierte Produkte. Vor allem das damit verbundene einheitliche Vorgehen der ganzen Branche könnte ein erfolgsversprechender Faktor sein, da die einzelnen Vorstösse von Emittenten zur Pfandbesicherung bis anhin ohne grossen Nachfrage blieben. Da diese Absicherung aber auch mit Kosten verbunden ist, wird der Anleger schliesslich für die gewünschte Sicherheit bezahlen, was sich dann auch auf seine Rendite auswirken wird.

Zielsetzung

Ziel dieser Arbeit ist es, die Kosten der Pfandbesicherung für börsennotierte strukturierte Produkte zu analysieren. Diesbezüglich werden in einem ersten Teil die anfallenden Kosten-arten aus theoretischer Perspektive betrachtet, sowie ein Konzept erarbeitet um eine Kosten-rechnung durchführen zu können. Zudem soll aufgezeigt werden, für welche strukturierten Produkte eine Pfandbesicherung sinnvoll ist, als auch welche Instrumente als Pfandsicherheit gewählt werden sollen. In einem zweiten Teil, sollen die Kosten anhand eines konkreten

Beispiels quantifiziert werden, wobei insbesondere auch die Auswirkung der verschiedenen Kostentreiber ersichtlich werden sollen. Das resultierende Ergebnis soll anschliessend auf dessen Plausibilität überprüft werden, sowie ein Richtwert für die Kosten der Pfandbesicherung durch Basispunkte ausgedrückt werden.

Vorgehensweise

In Kapitel 2 wird der Bedarf der Pfandbesicherung erläutert, wobei auch das geplante Modell der Pfandbesicherung vorgestellt wird. In Kapitel 3 werden die anfallenden Kosten der Pfandbesicherung untersucht, indem insbesondere die verschiedenen Kostenarten aus theoretischer Sicht analysiert werden. Anschliessend wird in Kapitel 4 ein Konzept für die Kostenrechnung erstellt, womit sämtliche Kostentreiber bestimmt werden können. Kapitel 5 widmet sich der Frage, welche Produkte für die Pfandbesicherung geeignet sind. Dazu wird neben den verschiedenen Kategorien von strukturierten Produkten auch eine Risikokennzahl vorgestellt, sowie die Relevanz der Pfandbesicherung für die jeweiligen Emittenten überprüft.

Nach dem ein Konzept zur Kostenrechnung erstellt, sowie die theoretischen Grundlagen aufgezeigt wurden, werden im Kapitel 6 die Kosten der Pfandbesicherung anhand eines konkreten Beispiels quantifiziert. Dabei wird aufgezeigt, wie die Kosten vom jeweiligen Emittent abhängen und insbesondere wie die Wahl der Pfandsicherheit die Kosten beeinflusst. Nach den Berechnungen werden die Resultate kritisch überprüft, als auch die Folgen unterschiedlicher Pfandsicherheiten aufgezeigt. Damit werden die geeigneten Instrumente für die Pfandhinterlegung ersichtlich, als auch wie viele Basispunkte die Versicherungsprämie kosten könnte.

Resultate

Die Pfandbesicherung bietet insbesondere Investoren mit kleineren Beträgen die Möglichkeit, das Emittentenrisiko zu reduzieren. Vor allem das einheitliche Konzept ist ein klarer Pluspunkt im Vergleich zu alternativen Absicherungsmöglichkeiten. Die Pfandbesicherung wird für Produkte angeboten, die bei der SIX Swiss Exchange kotiert sind und über Scoach Schweiz gehandelt werden. Der Besicherungsmechanismus funktioniert dabei ähnlich, wie das Margin-Konto bei Termingeschäften, wobei der Emittent bei der Pfandhinterlegung die Wahl hat, ob er Bargeld, Staatsanleihen, Bonds oder Aktien hinterlegen möchte. Damit die Sicherheit stets dem aktuellen Wert des strukturierten Produktes entspricht, findet eine tägliche Bewertung des Zertifikates als auch der Sicherheiten statt. Ebenso wird der unterschiedlichen Volatilität der Sicherheiten Rechnung getragen, indem für risikoreichere Sicherheiten ein Sicherheitszuschlag erhoben wird.

Die Kosten der Pfandbesicherung können theoretisch in Opportunitätskosten, Börsengebühren, administrative Kosten, Liquiditätskosten, Such- und Informationskosten, als auch externe Risikokosten unterteilt werden. Die Opportunitätskosten entsprechen dabei den Kosten, die durch den Verzicht einer alternativen Investition aufgrund der Pfandhinterlegung resultieren. Diese kommen insbesondere durch die Kapitalkosten zum Ausdruck, welche aus der Kapitalbeschaffung resultieren und setzen sich aus Eigenkapital- und Fremdkapitalkosten zusammen. Die Börsengebühren hingegen sind Kosten, welche nach dem Gesamtvolumen der Sicherheiten, welche der Sicherungsgeber für die Besicherung von Zertifikaten hinterlegen muss, bestimmt werden. Unter den administrativen Kosten werden die Kosten zusammengefasst, die dem Emittenten durch die Bewirtschaftung der hinterlegten Sicherheiten anfallen und bei den Liquiditätskosten handelt es sich um den Zinsausfall, welcher durch das Bereithalten von flüssigen Mitteln verursacht werden kann. Such- und Informationskosten sind dagegen Kosten, die für die Suche eines geeigneten Angebots der Pfandbesicherung direkt beim Anleger anfallen. Externe Risikokosten sind auf das erhöhte Emittentenrisiko der Stakeholder zurückzuführen, welches mit der Hinterlegung von Sicherheiten einhergeht. Der zentrale Gedanke dabei ist, dass das hinterlegte Vermögen im Falle eines Konkurses des Emittenten die Konkursmasse schmälert, da dieses für die Inhaber der besicherten Zertifikate reserviert ist.

Das erstellte Konzept für die Kostenrechnung basiert auf den zwei wichtigsten Kostentreibern, den Kosten für das Collateral, sowie den Börsengebühren. Die Kosten des Collaterals sind diejenigen, welche direkt durch die Hinterlegung von Sicherheiten verursacht werden. Dazu werden die Kapitalbindung, der durchschnittliche Kapitalkostensatz, als auch die erwartete Rendite der Sicherheiten benötigt. Die Kosten resultieren dabei aus der Differenz der Kapitalrendite und Zielkapitalrendite, wobei das erstgenannte der Rendite der Sicherheiten und das zweite den durchschnittlichen Kapitalkosten entsprechen. Mit dieser Kalkulationsmethode werden die Opportunitätskosten anhand des Kapitalkostensatzes berücksichtigt und zugleich wird in dem Modell die Tatsache integriert, dass die Wertschriften während der Pfandhinterlegung eine Rendite generieren können. Die totale Versicherungsprämie setzt sich anschliessend aus der Summe der beiden Kostenarten zusammen und mittels der Kapitalbindung können dann die effektiven Kosten eruiert werden. Die Untersuchung der Fragestellung, welche Produkte für die Pfandbesicherung geeignet sind, wurde anhand der vier Kategorien für strukturierte Produkte, sowie der Risikokennzahl Value at Risk (VaR) durchgeführt. Die Hauptargumentation dazu lautete, dass vor allem bei risikoreichen Produkten das Emittentenrisiko nur noch eine untergeordnete Rolle spielt.

Zudem ist die Ausfallwahrscheinlichkeit eines Emittenten nicht allzu gross, womit angenommen werden kann, dass sich insbesondere risikoaverse Anleger für ein pfandbesichertes Produkt entscheiden werden. Die Schlussfolgerung ist somit, dass vor allem Kapitalschutz- und Optimierungsprodukte, sowie allgemein Produkte, welche einen tiefen Value at Risk aufweisen, für die Besicherung geeignet sind. Dabei muss jedoch auch berücksichtigt werden, von welchem Emittenten die Produkte angeboten werden, denn nicht bei allen ist die Besicherung sinnvoll. Geniesst ein Emittent Staatsgarantie, kann in der Regel auf eine Pfandbesicherung verzichtet werden.

Anhand des konkreten Beispiels wurde ersichtlich, dass der Emittent einen Einfluss auf die Kosten hat, indem seine Kapitalkosten die Risikoprämie direkt beeinflussen. Ein bedeutend wichtigerer Einflussfaktor auf die Kosten hat allerdings die Wahl der Sicherheit. Diese verursacht enorme Schwankungen der Kosten, welche auf die unterschiedlichen Renditen der Sicherheiten zurückzuführen sind. Dabei ist insbesondere auch auf das überraschende Ergebnis hinzuweisen, dass bei der Hinterlegung der risikoreichsten Sicherheiten, der Emittent sogar mit negativen Kosten rechnen kann. Dies bedeutet, dass dem Emittent keine Kosten aus der Pfandbesicherung entstehen, sondern dass sogar ein Profit resultieren kann. Dennoch muss berücksichtigt werden, dass die Hinterlegung von Aktien-Sicherheiten für den Emittenten mit einem Risiko verbunden ist. Zunächst scheint es offensichtlich, dass die Instrumente zur Pfandhinterlegung am sinnvollsten sind, welche die geringsten Kosten verursachen. Jedoch muss beachtet werden, dass der Emittent die Sicherheit bestimmen kann, sowie die Möglichkeit hat, anfallende Kosten an den Anleger weiter zu verrechnen. Unter diesen Umständen ist nicht klar, ob der Emittent bereit ist ein relativ grosses Risiko einzugehen, wenn er bei weniger risikobehafteten Sicherheiten die anfallenden Kosten weitergeben kann. An dieser Stelle muss jedoch angenommen werden, dass der Anleger auf die pfandbesicherten Zertifikate verzichtet, wenn der Preis dafür zu hoch ist. Auch die Konkurrenzsituation unter den Emittenten sollte dazu führen, dass die Kosten eher tief gehalten werden. Eine plausible Wahl der Sicherheit dürfte somit eine Mischform aus Aktien und Bonds sein, womit das Risiko für den Emittenten nicht allzu hoch ausfällt und mit den Sicherheiten dennoch eine genügend grosse Rendite generiert werden kann, um die Kosten tief zu halten. Unter diesen Annahmen dürfte die Pfandbesicherung den Anleger nicht mehr als 80 Basispunkte kosten.