

## Lieber Anleger

Die Berner kommen.

Die altherwürdige Berner Börse heisst BX Swiss und hat Büros in Zürich, im Zentrum unweit der Bahnhofstrasse. Während die Schweizer Börse SIX in Zürich vom Paradeplatz zum Bahnhof Selau und dann ins Industriequartier hinausgezogen ist, haben die Berner in Bern nur noch den juristischen Sitz. Und jetzt kommen sie der SIX in die Quere, im Markt für strukturierte Produkte.

Das neue Handelsegment deriBX startete in Kürze, liess BX Swiss Ende Oktober verlauten. Ihr Chef ist Harald Schnabel. «Es gibt genügend Platz für mehrere Derivatbörsen», sagte er zur Boomzeit der strukturierten Produkte 2006 im Interview mit FuW. Damals war «Harry» Schnabel noch nicht in Bern und sprach für den deutschen Markt. SIX und Deutsche Börse planten eine gemeinsame Derivatbörse in Zürich und Frankfurt, sie wurde Scoach getauft.

Scoach hatte in Deutschland Konkurrenz – von Harald Schnabel. Er war Chef des Handelsplatzes Euxax an der Börse Stuttgart. In der Schweiz blieb Scoach respektive SIX unangefochten, bis Swiss Dots 2012 den ausserbörslichen Handel mit Hebelprodukten aufnahm.

Jetzt prallen in Zürich zwei Welten aufeinander. An der SIX sind knapp 37000 strukturierte Produkte kotiert. In Stuttgart und Frankfurt sind es insgesamt 47 mal mehr, nämlich 1,7 Mio.

Der Grund sind unterschiedliche Gebühren in Deutschland und der Schweiz. Hierzulande ist die Kotierung teuer und der Handel günstig. Deshalb werden vergleichsweise wenige Derivate an die Börse gebracht, die Emittenten schicken ihre besten Pferde ins Rennen.

In Deutschland werden möglichst viele Pferde an den Start geschickt. Die

Kotierung ist günstig und die Emittenten werfen serienweise Produkte auf den Markt. Damit hat der Anleger eine grosse Auswahl, verliert aber auch die Übersicht. Und mindestens vier Fünftel der deutschen Produkte werden gar nie gehandelt. Trotzdem müssen die Emittenten während der gesamten Laufzeit Geld- und Briefkurse stellen, was viel Computerkapazität verschwendet.

Die Antwort der Schweizer Derivatbranche sind massgeschneiderte Produkte. Statt aus zu vielen bestehenden zu wählen, wird direkt das passende Zertifikat konstruiert und ins Depot gelegt – meist ohne Kotierung.

Überschwemmt uns jetzt also die Berner Börse mit 1,7 Mio. Produkten? Nein, sagt Schnabel gegenüber FuW, das sei nicht das Ziel. Aber mehr Produktvielfalt wolle er schon bieten, die Kotierung sei viel günstiger als an der SIX. Vielleicht sogar günstig genug für massgeschneiderte Zertifikate?

Auch sonst gibt es Unterschiede. SIX legt Wert darauf, dass Emittenten verbindliche Geld- und Briefkurse offerieren. Bei der BX gibt es einen automatischen «letzten Blick»: Das System prüft das Geschäft und will hochfrequente Arbitrageure ausbremsen – sie nutzen kleinste Verzögerungen aus, zum Schaden der Emittenten. Dank letztem Blick und Unverbindlichkeit sollen Emittenten engere Geld-Brief-Spannen stellen. Schnabel sieht «BX als Schlauchboot, komplementär zum Tanker SIX». Auch in der Schweiz soll es also Platz für mehrere Derivatbörsen geben.

Ihr Derivatun

### Kotierte Zertifikate

Valor	Bank	Produkt	Coupon / Basiswert / Schutz	Basiswert	Verfall	Lib.	Ausgabepreis <sup>1</sup>	Inserat auf
43491035	LEON	Multi Bar. Rev. Conv.	19%	Avis/Hertz	18.11.19	26.11.18	1000 Fr.	
44175753	RCH	Multi Bar. Rev. Conv.	4.8%	Aktien Basket Schweiz	19.05.21	26.11.18	1000 Fr.	
44175755	RCH	Multi Bar. Rev. Conv.	5.8%	Nestlé/Novartis/Roche	16.11.20	26.11.18	1000 Fr.	
43469562	LEON	Multi Bar. Rev. Conv.	10%	Richemont/Dufry/Swatch	17.02.20	27.11.18	1000 Fr.	
43469551	LEON	Multi Bar. Rev. Conv.	10.4%	Aktien Basket Ausland	20.05.20	28.11.18	1000 Fr.	
43491033	LEON	Multi Bar. Rev. Conv.	13.2%	AMS/Temenos/VAT	21.11.19	28.11.18	1000 Fr.	
43491098	LEON	Multi Bar. Rev. Conv.	8.2%	Richemont/Lonza/Schindler	21.11.19	28.11.18	1000 Fr.	
43469553	LEON	Multi Bar. Rev. Conv.	8%	Nestlé/Novartis/Roche	20.05.20	28.11.18	1000 Fr.	
43469550	LEON	Multi Bar. Rev. Conv.	6.6%	Aktien Basket Schweiz	20.05.20	28.11.18	1000 Fr.	
44231228	UBS	Kick-In GOAL	9%	Dt. Bank/Commerzbank/CS Grp	21.11.19	28.11.18	1000 Fr.	
44231213	UBS	Kick-In GOAL	6%	Swatch/Richemont/LVMH	07.05.20	28.11.18	1000 Fr.	
44231208	UBS	Kick-In GOAL	5.25%	Nestlé/Novartis/Roche	23.11.20	28.11.18	1000 Fr.	
44231209	UBS	Kick-In GOAL	7%	Nestlé/Novartis/Roche	21.11.19	28.11.18	1000 Fr.	
43491032	LEON	Multi Bar. Rev. Conv.	17%	Netflix/Tesla	21.11.19	29.11.18	1000 Fr.	
43491031	LEON	Multi Bar. Rev. Conv.	7.4%	Aktien Basket Schweiz	23.11.20	30.11.18	1000 Fr.	
43895163	LEON	Multi Bar. Rev. Conv.	6.2%	Clariant/EMS-Chemie/Lonza	23.11.20	30.11.18	1000 Fr.	
43895159	LEON	Multi Bar. Rev. Conv.	6.6%	Aktien Basket Schweiz	23.11.20	30.11.18	1000 Fr.	
44175880	RCH	Multi Bar. Rev. Conv.	6.7%	ABB/Geberit/LafargeHolcim	23.11.20	30.11.18	1000 Fr.	
44175879	RCH	Multi Bar. Rev. Conv.	7%	Adidas/Richemont/Swatch	23.11.20	30.11.18	1000 Fr.	
44175881	RCH	Multi Bar. Rev. Conv.	5.1%	Aktien Basket Schweiz	23.11.21	30.11.18	1000 Fr.	
44175886	RCH	Multi Bar. Rev. Conv.	4.5%	Euro Stoxx 50/S&P 500/SMI	23.11.21	30.11.18	1000 Fr.	
44175888	RCH	Multi Bar. Rev. Conv.	3.5%	Euro Stoxx 50/S&P 500/SMI	23.11.22	30.11.18	1000 Fr.	
44175884	RCH	Multi Bar. Rev. Conv.	5.8%	Nestlé/Novartis/Roche	23.11.20	30.11.18	1000 Fr.	
44175885	RCH	Multi Bar. Rev. Conv.	4.5%	Nestlé/Novartis/Roche	23.11.21	30.11.18	1000 Fr.	
43469573	LEON	Multi Bar. Rev. Conv.	10.2%	ABB/Geberit/LafargeHolcim	25.05.20	03.12.18	1000 Fr.	
43469572	LEON	Multi Bar. Rev. Conv.	11%	Adecco/Richemont/Novartis	25.05.20	03.12.18	1000 Fr.	
43469571	LEON	Multi Bar. Rev. Conv.	12%	Adidas/Nike/Under Armour	26.05.20	03.12.18	1000 Fr.	
43469569	LEON	Multi Bar. Rev. Conv.	14%	Alibaba/Softbank/Tencent	26.05.20	03.12.18	1000 Fr.	
43469568	LEON	Multi Bar. Rev. Conv.	14%	AMS/Idorsia/Logitech	25.05.20	03.12.18	1000 Fr.	
43469570	LEON	Multi Bar. Rev. Conv.	13.6%	Aktien Basket Ausland	26.05.20	03.12.18	1000 Fr.	
43895165	LEON	Multi Bar. Rev. Conv.	11%	Logitech/Temenos	26.05.20	03.12.18	1000 Fr.	
43469574	LEON	Multi Bar. Rev. Conv.	8%	Nestlé/Novartis/Roche	25.05.20	03.12.18	1000 Fr.	
43895164	LEON	Multi Bar. Rev. Conv.	5%	Aktien Basket Schweiz	30.11.20	03.12.18	1000 Fr.	
44175878	RCH	Multi Bar. Rev. Conv.	8%	Amazon/Apple/Walt Disney	27.05.20	03.12.18	1000 Fr.	
44175883	RCH	Multi Bar. Rev. Conv.	7%	Nestlé/Novartis/Roche	27.05.20	03.12.18	1000 Fr.	
44230904	UBS	Kick-In GOAL	6%	Nestlé/Roche/CS Grp/Swiss Re	30.11.20	05.12.18	1000 Fr.	
44230907	UBS	Kick-In GOAL	4%	Euro Stoxx 50/S&P 500/SMI	30.11.20	05.12.18	1000 Fr.	
44230905	UBS	Kick-In GOAL	8%	OC Oerlikon/Geberit/LafargeH.	30.11.20	05.12.18	1000 Fr.	
44230902	UBS	Kick-In GOAL	4%	Nestlé/Novartis/Roche	29.11.21	05.12.18	1000 Fr.	
44230910	UBS	Kick-In GOAL	4.5%	Nestlé/Novartis/Roche	31.05.21	05.12.18	1000 Fr.	
44230911	UBS	Kick-In GOAL	5%	Swiss Life/Swiss Re/Zurich Ins.	28.11.20	05.12.18	1000 Fr.	
43895175	LEON	Multi Bar. Rev. Conv.	2.75%	Nestlé/Novartis/Roche	29.11.21	06.12.18	1000 Fr.	
44193077	VT	Defender Vonti	5.5%	CS Group	02.06.20	07.12.18	1000 Fr.	
44193075	VT	Defender Vonti	4.5%	Richemont	02.06.20	07.12.18	1000 Fr.	
44193022	VT	Defender Vonti	4.5%	Swatch	02.06.20	07.12.18	1000 Fr.	
44192411	VT	Multi Defender Vonti	6.5%	ABB/Geberit/LafargeH.	30.11.21	07.12.18	1000 Fr.	
43469577	LEON	Multi Bar. Rev. Conv.	4%	Euro Stoxx 50/S&P 500/SMI	30.11.21	07.12.18	1000 Fr.	
43469576	LEON	Multi Bar. Rev. Conv.	7.5%	Geberit/LafargeHolcim/UBS	30.11.21	07.12.18	1000 Fr.	Seite 4
44534452	LEON	Twin-Win Certificate	-	Swatch	30.11.20	07.12.18	1000 Fr.	
44175904	RCH	Multi Bar. Rev. Conv.	5.25%	Allianz/Axa/Swiss Re/ Zurich Ins.	30.11.21	07.12.18	1000 Fr.	Seite 7
44175913	RCH	Multi Bar. Rev. Conv.	4.5%	Euro Stoxx 50/S&P 500/SMI	30.11.21	07.12.18	1000 Fr.	
44175915	RCH	Multi Bar. Rev. Conv.	3.6%	Euro Stoxx 50/S&P 500/SMI	30.11.22	07.12.18	1000 Fr.	
44175911	RCH	Multi Bar. Rev. Conv.	5.8%	Nestlé/Novartis/Roche	30.11.21	07.12.18	1000 Fr.	
44175912	RCH	Multi Bar. Rev. Conv.	4.5%	Nestlé/Novartis/Roche	30.11.21	07.12.18	1000 Fr.	
43469578	LEON	Multi Bar. Rev. Conv.	13%	Adecco/Logitech/Vifor	02.03.20	10.12.18	1000 Fr.	
43469582	LEON	Multi Bar. Rev. Conv.	8.4%	Roche/Swiss Re/Swisscom	02.03.20	10.12.18	1000 Fr.	
44175906	RCH	Multi Bar. Rev. Conv.	6.3%	ENI/Shell/Total	03.06.20	10.12.18	1000 Fr.	
44175910	RCH	Multi Bar. Rev. Conv.	7%	Nestlé/Novartis/Roche	03.06.20	10.12.18	1000 Fr.	
43491058	LEON	Multi Bar. Rev. Conv.	11%	Logitech/VAT/Vifor	05.12.19	12.12.18	1000 Fr.	
43491059	LEON	Multi Bar. Rev. Conv.	9%	Lonza/Schindler/Straumann	05.12.19	12.12.18	1000 Fr.	
43491054	LEON	Multi Bar. Rev. Conv.	6.4%	Aktien Basket Schweiz	06.12.21	13.12.18	1000 Fr.	
43895192	LEON	Multi Bar. Rev. Conv.	6.5%	Aktien Basket Schweiz	07.06.21	14.12.18	1000 Fr.	
38907568	LKUB	Multi Bar. Rev. Conv.	12.8%	Nestlé/Novartis/Roche	07.12.20	14.12.18	1000 Fr.	Seite 11

Die publizierten Neuemissionen wurden der «Finanz und Wirtschaft» direkt vom Emittenten mitgeteilt. Alle Angaben ohne Gewähr. <sup>1</sup> indikativ

Alle Konditionen der neulancierten Zertifikate finden Sie unter [www.fuw.ch/zertifikate-neuemissionen](http://www.fuw.ch/zertifikate-neuemissionen)



# Multi-Barrier-Produkte verbessern das Portfolio

Wer für Aktien einen Seitwärtstrend erwartet, sollte Multi BRC in Erwägung ziehen.

FRÉDÉRIC ROULLER

Seit Jahren ist er der Liebling unter den strukturierten Produkten: der Multi Barrier Reverse Convertible (Multi BRC). Dies kommt nicht von ungefähr, denn die Struktur hat sich nun schon über Jahrzehnte als valable Alternative zu Direktinvestitionen etabliert. Nachdem Bank Vontobel bereits in den Jahren 2014 und 2016 anhand empirischer Studien die Vorzüge von Single Barrier Reverse Convertibles aufgezeigt hat, präsentiert sie zwei Jahre später anhand einer deskriptiven Analyse den Mehrwert von Multi BRC gegenüber Direktinvestitionen.

Ein Multi BRC hängt wie jedes strukturierte Produkt von der Bonität des Emittenten und von der Entwicklung der Performance eines oder mehrerer Basiswerte ab. Wie der Namensteil «Multi» bereits andeutet, handelt es sich um die Strukturierung eines Derivats mit mehreren Basiswerten, wobei für die Auszahlung per Laufzeitende jeweils nur der am schlechtesten performende Basiswert entscheidend ist (Englisch Worst of).

## Anleger wollen 8% Coupon

Wie üblich trägt auch bei einem Multi BRC der Anleger das Ausfallrisiko des Emittenten bzw. des Garanten. Im Vergleich zu einer Direktinvestition in die Basiswerte hebt sich der Multi BRC durch einen bedingten Kapitalschutz bis zu einem Barriere-Level ab sowie durch eine typischerweise deutlich über dem Zinsniveau liegende, garantierte Couponzahlung.

Berührt jedoch mindestens ein Basiswert die Barriere, erleidet der Anleger einen Verlust entsprechend der negativen Performance des schlechtesten Basiswerts. Er erhält aber den garantierten Coupon am Rückzahlungstag.

Die Grundlage der Analyse waren auf Aktien basierende Multi BRC mit kontinuierlich beobachteter Barriere, deren Fälligkeit in den Jahren 2014 bis 2017 lag und die an der SIX Swiss Exchange kotiert waren. Des Weiteren wurde die Annahme getroffen, dass der Anleger das Produkt ab der Emission bis zur Fälligkeit hält. Daraus resultiert ein Universum von knapp 5000 Multi BRC.

Die erste Auswertung der Multi-BRC-Rohdaten der SIX Swiss Exchange ergab, dass im beobachteten Zeitraum vier von fünf Investoren (respektive 79,5%) eine positive Gesamtrendite erzielten. Wie zu erwarten war, unterschied sich die durchschnittliche Rendite von Jahr zu Jahr signifikant aufgrund der jeweiligen Marktentwicklung (vgl. Tabelle 1).

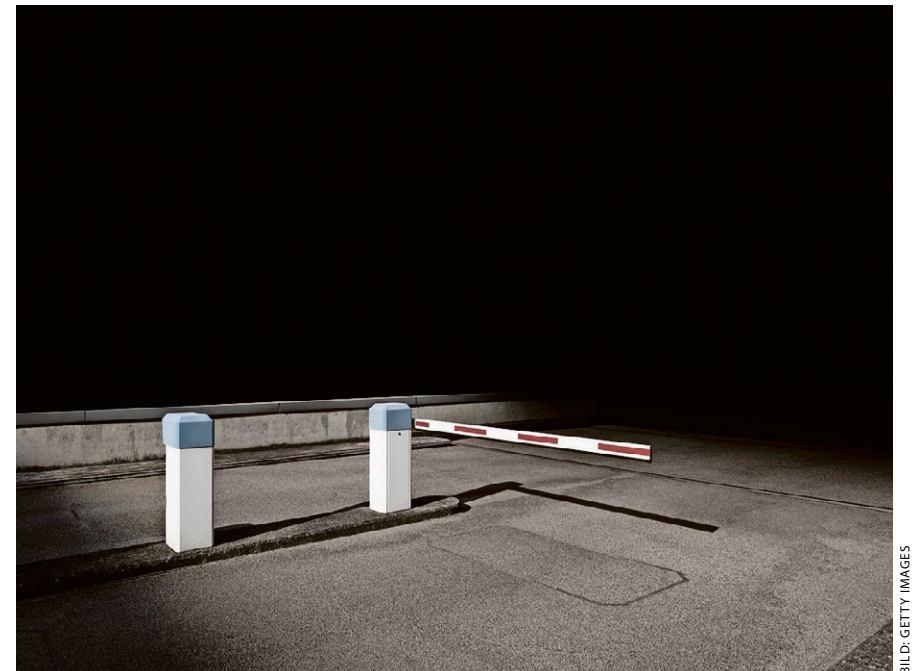
Im Gegensatz dazu blieb der vom Anleger anvisierte Coupon über die Jahre überraschend konstant. Der Investor peilt offenbar unabhängig von der Marktsituation im Schnitt einen Coupon von ungefähr 8% an.

## Vergleich mit Direktanlagen

Doch liefern die Multi BRC tatsächlich eine bessere Rendite als die Direktanlage? Um dies zu beantworten, hat Vontobel die Preisentwicklung der Produkte in unterschiedlichen Marktszenarien mit zweierlei Benchmarks verglichen. Erstens mit der durchschnittlichen Performance der in den Multi BRC enthaltenen Aktien, zweitens mit der Preisentwicklung der schlechtesten Aktie (Worst of).

Der Benchmark-Vergleich zeigt, dass Multi BRC speziell in seitwärts tendierenden Märkten eine höhere Rendite erzielen als die Direktanlage. Ausgehend von Marktschwankungen des Korbs der unterliegenden Aktien von +/-5%, übertrifft der Multi BRC die Performance des Aktienkorbs in 71% der Fälle (vgl. Tabelle 2). Bei der Worst-of-Betrachtung sind es gar 99% (vgl. Tabelle 3). Bei stärkeren Schwankungen von +/-10% resultiert eine Outperformance in 61 respektive 92% der Fälle.

Bei einem Kursfeuerwerk an der Börse vermögen die Multi BRC nicht mit den Direktanlagen mithalten, da ihre Maximalrendite auf den Coupon beschränkt ist. Im gegenteiligen Fall – bei sinkenden



Bis zur Barriere erhält der Anleger einen bedingten Kapitalschutz.

Kursen – übertrifft nur knapp ein Drittel der strukturierten Produkte eine entsprechende Investition in den Aktienkorb. Dank der verlustmindernden Wirkung des Coupons erwirtschaftete der Multi BRC im Vergleich zur schlechtesten Aktie jedoch in 99% der Fälle eine höhere Rendite.

## Der beste Weg zur Zielrendite

Während des Beobachtungszeitraums schienen sich die Anleger nach einem Ziel-Coupon zu richten. Um die 8% pro Jahr zu erreichen, kompensierten sie die aufgrund des Marktumfeldes schwankenden Produktkonditionen durch unterschiedlich volatile Basiswerte und unterschiedlich tiefe Barrieren.

Dabei zeigt die Studie, dass die Investoren besser beraten waren, ihre Zielrendite mit einer Kombination aus volatilen Basiswerten und tiefer Barriere zu erreichen, als mit einer Kombination aus weniger volatilen Aktien und entsprechend einer höheren Barriere.

Im Rahmen der Studie hat Bank Vontobel auch das Investorenverhalten unter die Lupe genommen und dabei ein «suboptimales» Verhaltensmuster festgestellt.

Bei hoher Volatilität sind die Konditionen für Multi BRC am besten. Doch statt in solchen Zeiten neue Produkte emittieren zu lassen, fragen Investoren Multi BRC vermehrt in Zeiten steigender Märkte und tiefer Volatilität nach – entgegen der rationalen Erwartung (vgl. Grafik). Die Studie lässt es allerdings aussen vor, ob die Anleger die Opportunität stark schwankender Märkte respektive hoher Volatilität allenfalls via Sekundärmarkt ausnutzen.

Obwohl die vergangene Performance nie ein verlässliches Indiz für künftige Wertentwicklungen ist, bleibt die wichtigste Erkenntnis die Outperformance des Multi BRC gegenüber Direktinvestitionen in seitwärts tendierenden oder leicht steigenden Märkten. Investoren, die annehmen, dass ihre Aktien im Portfolio einem Seitwärtstrend folgen könnten, sollten folglich Multi BRC als Alternative zu einer Direktanlage in Erwägung ziehen. Damit erhalten sie die Chance auf attraktive Coupons, unabhängig vom Kursverlauf des Basiswerts.

Frédéric Rouiller ist Leiter Advisory Financial Products bei Vontobel Investment Banking.

### 1 Performance von Barriereprodukten

Performance Multi BRC	2014	2015	2016	2017	Ø
Anzahl Multi BRC	1092	1253	1402	1248	4995
Ø-Barriere-Level, in %	68,4	70,1	68,7	64,5	67,9
Barriereereignisse, in %	5,0	26,0	48,3	7,9	23,1
Positive Rendite, in %	95,4	76,7	54,9	95,9	79,5
Median Coupon p.a., in %	8,1	7,7	7,6	8,0	7,8
Median Rendite p.a., in %	6,5	1,2	-4,1	7,1	2,4

Quelle: SIX Swiss Exchange

### 2 Barriereprodukte im Vergleich mit den unterliegenden Aktien

Multi BRC vs. Basket	[-5% ; +5%]	[-10% ; +10%]	+30%	-30%
Anzahl Multi BRC	1022	1950	639	58
Barriereereignisse	336	613	0	58
Outperformance Multi BRC	71%	61%	0	31%

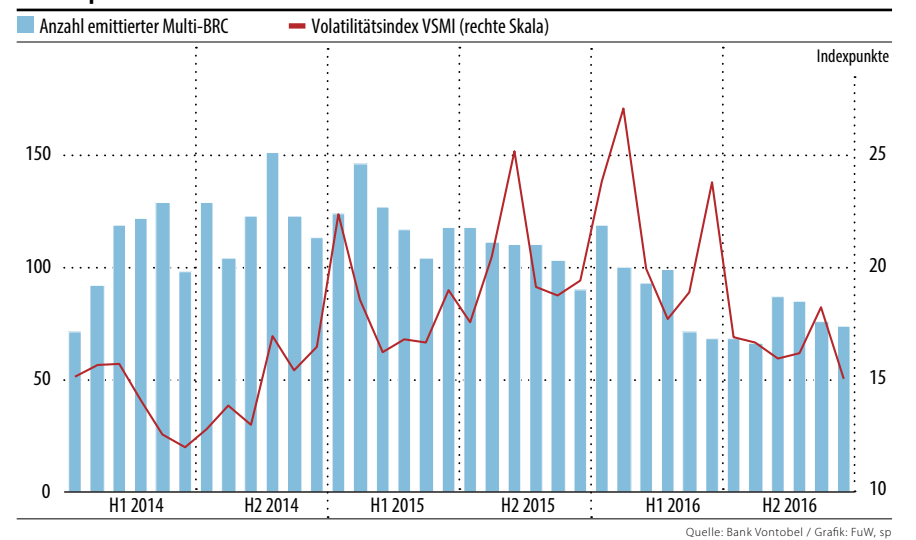
Quelle: Vontobel Investment Banking

### 3 Barriereprodukte im Vergleich mit der schlechtesten Aktie

Multi-BRC vs. Worst-of	[-5% ; +5%]	[-10% ; +10%]	+30%	-30%
Anzahl Multi-BRC	1197	2206	161	409
Barriereereignisse	82	159	0	403
Outperformance Multi-BRC	99%	92%	0	99%

Quelle: Vontobel Investment Banking

### Barriereprodukte und Volatilität am Aktienmarkt



Quelle: Bank Vontobel / Grafik: FuW, S.p.