



Nur Verlierer!

Liebe Leserinnen, liebe Leser

Unerwartet veröffentlichte die Schweizerische Nationalbank (SNB) vor den Festtagen ein Pressecommuniqué, wonach die durch ihre Revisionsstelle durchgeführte Überprüfung von Devisengeschäften über das Konto des Präsidenten keinen Verstoss des Reglements der SNB über Eigengeschäfte zu Tage förderte. Männiglich war erstaunt über diese Mitteilung, und der Anstoss für eine mediale Investigation war gegeben. Den Verlauf der Geschichte kennen Sie. Sie hat eigentlich nur Verlierer hinterlassen. Die Schweiz hat (zu Recht) ihren international hoch angesehenen Nationalbankpräsidenten verloren. Sein Verhalten genügte zwar den geltenden Reglementen, nicht jedoch den ethisch-moralischen Anforderungen, welche diese Position mit sich bringt und wofür eigentlich kein schriftlicher Verhaltenskodex von Nöten wäre. Der Erhalt der Glaubwürdigkeit der SNB machte seinen Rücktritt unabdingbar.

Ein weiterer Verlierer in dieser unseligen Angelegenheit ist die Institution «Bankgeheimnis». Kaufen ausländische Staaten illegal erworbene Kundendaten Schweizer Banken zwecks Nötigung ihrer Bürger zur Steuerehrlichkeit, vermag solches Verhalten landläufig ein gewisses Verständnis erzeugen – nicht jedoch, was den «Datenklau» betrifft. Wenn hingegen solcherart entwendete Daten im Inland prioritär dafür missbraucht werden, um allenfalls aus gekränktem Stolz und womöglich politischer Rachsucht einen persönlich missliebigen

Repräsentanten unseres Landes aus dem Amt zu drängen, wird der Bogen überspannt. Von einem bestandenen Bürger und verdienten Politiker, welcher zusammen mit seiner Partei vor nicht allzu langer Zeit das Bankgeheimnis sogar in der Bundesverfassung verankern wollte, hätte man erwarten dürfen, dass er den Datendieb und dessen «Briefträger» zu rechtlich korrektem Verhalten angehalten hätte. Nicht jeder Zweck heiligt die Mittel und nicht jedes Mittel heiligt den Zweck. Beispiele aus der jüngeren Vergangenheit verleiten jedoch zum Schluss, dass diese ethisch-moralische Wechselwirkung wohl dann aus dem Bewusstsein gerät, wenn der Hang zur persönlichen Profilierung überhand nimmt. Sollten die juristischen oder andere Untersuchungen betreffend der Verletzung des Bankgeheimnisses keine weiteren Erkenntnisse zu Tage fördern, muss andererseits als Fazit gelten, dass illegales Handeln aus dem vermeintlich hehren Grund der Selbstgerechtigkeit lediglich zu kurzem Ruhm gereicht. Jedoch, der vorliegend am institutionellen Schutz der Privatsphäre angerichtete Schaden dürfte für unser Land nachhaltig und von Dauer sein.

Ihr

Heinz Jeger

Volatilität – eine mögliche Quelle von Zusatzrendite



Theo Kopp
Kundenberater
Mitglied der Direktion

Da die laufenden Wendungen in den von der Politik ungelösten Krisen die Nerven der Anleger weiter strapazieren, dürften die Finanzmärkte auch in den kommenden Monaten von phasenweise hoher Volatilität geprägt sein. Da im aktuellen Tiefzinsumfeld nebst Zinscoupons und Dividenden ein weiterer, möglichst stetiger Ertrag im Portfolio hoch willkommen ist, liegt der Gedanke nahe, die Volatilität selbst als Performancequelle zu erschliessen. Die Instrumente und Methoden dazu sind nicht neu. Finanzprofis betrachten Volatilität mittlerweile als eigene Anlageklasse und verwenden zu deren Umsetzung teilweise hochkomplexe Finanzderivate. Weil sich derartige Volatilitäts-Strategien nur mit professioneller Systematik sowie hohen Volumina realisieren lassen, werden sie von Privatanlegern und auch den meisten Institutionen kaum genutzt. In turbulenten Marktphasen – wie z.B. im Spätsommer 2011 – steigt die Volatilität jedoch auf Niveaus, die ein «Abschöpfen» mit marktgängigen Derivaten auch für normale Anlageportfolios attraktiv werden lässt. Dazu gehören u.a. die an der Eurex gehandelten Call- und Put-Optionen auf Aktien und Indizes. Dass diesen relativ einfachen Instrumenten nicht mehr Beachtung geschenkt wird, kommt einer verpassten Chance gleich. Entweder liegt es am mangelnden Know-how, an zu restriktiven Anlagerichtlinien, am Fehlen der nötigen Vertragsformulare (vgl. «Praktische Hinweise») oder schlicht am Nicht-Erkennen des Potenzials, dass standardisierte Optionen nicht vermehrt genutzt werden.

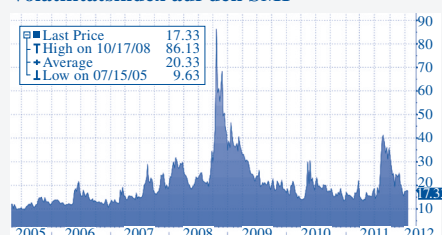
Einige technische Erläuterungen

Aus der Statistik kennt man **Volatilität** als Gradmesser für die Schwankung von Zeitreihen. Die historische Volatilität wird meistens als Jahresvolatilität angegeben und kann aus dem in einem bestimmten Zeitraum beobachteten Kursverlauf eines **Basiswerts** (z.B. eine Aktie, ein Index etc.) berechnet werden. Die

historische Volatilität des Swiss Market Index (SMI®) liegt bei etwa 16%. Mehr von Bedeutung ist jedoch die zukünftig erwartete Schwankungsbreite – die sogenannte **«implizite Volatilität»**. Sie bildet einen wichtigen Faktor bei der Optionspreisbestimmung (z.B. im Black&Scholes-Modell) und kann deshalb mathematisch aus den Preisen von **Calls** (Kaufoption) und **Puts** (Verkaufsoption) abgeleitet werden. Für etliche Aktienmärkte wird ein **Volatilitätsindex** berechnet; der bekannteste in der Schweiz ist der **VSMI®**, welcher als laufzeitenunabhängiger «Vola»-Index mit einer konstanten Restlaufzeit von 30 Tagen aus allen an der Eurex gehandelten SMI-Optionen bestimmt wird. Wenn man den Verlauf des **VSMI®** über die letzten Jahre betrachtet (siehe Chart), stellt man fest, dass die impliziten Volas heftiger schwanken als der Aktienmarkt selbst und auch ihr Mittelwert deutlich höher als die historische Volatilität des **SMI®** zu liegen kommt. In Marktphasen mit einer erhöhten Nachfrage nach Absicherung neigt die Volatilitätskomponente in den Optionspreisen also zum Überschliessen. Mittels geeigneter Strategien – nämlich dem Verkauf der überbewerteten Optionen – kann man sich dies zu Nutze machen.

Begriffsdefinitionen und weitere Erläuterungen zu Derivaten finden sich auch in der Broschüre «Besondere Risiken im Effektenhandel» der Schweizerischen Bankiervereinigung sowie auf www.eurexchange.com.

Volatilitätsindex auf den SMI



Quelle: Bloomberg

Geeignete Optionsstrategien

1) Der gedeckte Verkauf einer Call-Option (covered call writing), mit welcher eine Position teilweise oder ganz «verschrieben» wird.

Beispiel A: In Ihrem Portfolio halten Sie 3 000 ABB Namen. Davon wollen Sie langfristig 1 000 behalten, wären aber bereit, die restlichen 2 000 bei einem Kurs von CHF 20 zu verkaufen.

Entsprechend verkaufen Sie 20 Calls ABB CHF 20/Juni12 und erhalten dafür CHF 0.77 pro Aktie (iVola = 23,8), also eine Bruttoprämie von CHF 1 540 sofort gutgeschrieben. Sie sind nun aus diesem Short Call verpflichtet, während der Laufzeit des Kontrakts dem Käufer der Option den Basiswert zum Ausübungspreis zu veräussern. Übt Ihr Kontrahent die Optionen ganz oder teilweise aus, erfolgen in Ihrem Portfolio zwei Transaktionen – die Glättung einer entsprechenden Anzahl Call-Optionen sowie der sofortige Verkauf der unterliegenden ABB-Aktien. Lässt die Gegenpartei die Option ungenutzt verfallen, bleibt die gesamte Aktienposition in Ihrem Depot und nach dem Verfalltermin werden lediglich die Call-Kontrakte ausgebucht.

2) Das Verkaufen einer Put-Option (short put), mit welcher sich für die Bereitschaft, den Basiswert allfällig übernehmen zu müssen, Geld verdienen lässt. Diese Strategie eignet sich auch zum gezielten Positionsaufbau, bedingt jedoch immer eine ausreichende Cash-Position im Fall der Andienung der Basiswerte.

Beispiel B: Ihr Kontokorrentguthaben übersteigt CHF 50 000 und Sie beabsichtigen eine Position von 1 000 Namenaktien Holcim aufzubauen, wollen allerdings erst bei CHF 47 kaufen. Statt tatenlos auf eine Kurskorrektur zu warten, verkaufen Sie 10 Puts Holcim CHF 47/März12 zum Kurs von CHF 1.20 (iVola = 30,6) und erhalten eine Bruttoprämie von CHF 1 200. Aus dem Shorten der Puts sind Sie bis zum Verfalltermin verpflichtet, die 1 000 Holcim auf Verlangen der Gegenpartei für total CHF 47 000 zu kaufen. Diese wird die Option nur ausüben wollen, wenn der Kurs unter CHF 47 sinkt. Andernfalls behalten Sie unverändert Ihre Cash-Position.

Beide Beispiele basieren auf Eurex-Kursen vom 16.1.2012. Für A) resultiert eine annualisierte Rendite von rund 9% (Prämie für fünf Monate, in Prozenten des Kontraktwerts von 40 000, auf ein Jahr umgerechnet), bei B) beträgt die Rendite gut 14% p.a. Die beim Abschluss solcher Geschäfte vereinnahmten Optionsprämien stellen für CH-Privatpersonen steuerfreien Kapitalgewinn dar.

Praktische Hinweise

Wie obige Exempel zeigen, lohnt es sich bei der Wahl des Kontrakts, solche mit kurzen Restlaufzeiten bzw. hohen Vola-

Unser aktueller Blick auf die Märkte

tilitäten zu favorisieren. Der aus Sicht des Optionsverkäufers (Schreiber) willkommene Zeitwertverfall der Option spielt vor allem in den letzten 90 Tagen der Laufzeit. Längerlaufende Kontrakte notieren jedoch in absoluten Beträgen höher, was zu grösseren Prämiensummen führt. Kosteneffizient sind Transaktionen bei Prämienvolumen ab jeweils etwa CHF 1 000. Für Schreiber-Strategien optimal sind *out-of-the-money* Optionen (der Ausübungspreis liegt beim Put tiefer als der aktuelle Kurs des Basiswerts; beim Call höher) mit Restlaufzeiten von zwei bis sechs Monaten und impliziten Volatilitäten von über 20, für Short-Puts besser 27 oder höher. Die Kontraktgrösse bei Eurex-Geschäften entspricht normalerweise 100 oder 10 Aktien, kann jedoch variieren.

Da man beim Short-Call eine Liefer- bzw. beim Short-Put eine Zahlungsverpflichtung direkt mit der Börse eingeht und die Prämie bereits bei Kontraktabschluss und nicht erst am Verfallsdatum der Optionen gutgeschrieben wird, entstehen für einen selbst keine Gegenparteirisiken. Umgekehrt ist dies für die Börse, weshalb sie zur Deckung ihrer Risiken jeweils Sicherheitsmargen verlangt. Diese Margen werden in Ihrem Portfolio auf ein margin account umgebucht und beim Verfall bzw. bei Ausübung der Kontrakte wieder auf das Kontokorrent gutgeschrieben. Damit solche Derivatgeschäfte getätigt werden können, braucht es aufgrund der kreditähnlichen Verpflichtungen, welche im Rechtsverhältnis zwischen Bank und Kunde entstehen, eine «Faustpfandverschreibung» sowie ein «Vertrag für Transaktionen in Termingeschäften, Optionen und anderen Derivaten».

Fazit

Bei der Bewirtschaftung Ihres Portfolios kann der situative Einsatz von Covered Call Writing und Short Puts echten Mehrwert schaffen. Dazu braucht es jedoch eine gewisse Marktnähe und Kenntnis des Derivatgeschäfts. Ihr Baumann-Kundenberater berät Sie gerne und unterstützt Sie bei der erfolgreichen Umsetzung. In einem ausgewogenen Portfolio dürfte mit systematischen Schreiben von Calls und Puts im Umfang etwa eines Drittels der Aktienquote in volatilen Börsenjahren wie 2011 eine Zusatzrendite von bis zu 1% p.a. erzielbar sein.

Anlagestrategie

Unternehmensanleihen attraktiv

Zu Beginn des neuen Jahres präsentierten sich die meisten Aktienmärkte in freundlicher Verfassung. Neben der nach wie vor reichlich zur Verfügung stehenden Liquidität haben auch fundamentale Gründe den Kursanstieg unterstützt. So haben viele der zuletzt veröffentlichten Konjunkturdaten positiv überrascht. Dies trifft in besonderem Masse für die USA zu, aber auch für Deutschland, das sich trotz der schwierigen wirtschaftlichen Situation in den südlichen Ländern Europas im 2011 sehr gut behauptet hat.

Die europäische Schuldenkrise ist über den Jahreswechsel zumindest vorübergehend aus dem Fokus der Anleger verschwunden. Einen zwischenzeitlichen Dämpfer versetzte die nicht unerwartete Herabstufung der Kreditwürdigkeit einer Reihe europäischer Länder sowie des «Euro-Rettungsschirms». Interessant ist dabei vor allem die Begründung. Standard & Poors kritisiert, dass die Krisenbekämpfung in der Euro-Zone einseitig sei. Ein Reformprozess, der allein auf Austerität basiere, laufe Gefahr, kontraproduktiv zu sein. Es ist also kaum möglich, das zur Überwindung der Krise notwendige Wachstum nur durch sparen zu erreichen. Es droht im Gegenteil Deflation.



So lange dieses Risiko besteht und die strukturellen Ungleichgewichte der Weltwirtschaft nicht gelöst sind, halten wir an unserer grundsätzlich vorsichtigen Anlagepolitik fest. Im Obligationenbereich bieten die wieder höheren Risikoaufschläge bei Unternehmens- und Schwellenländeranleihen attraktive Gelegenheiten. Diese nutzen wir aktiv für Zukäufe und erhöhen deshalb die Obligationenquote von bisher 30% auf neu 33% zu Lasten der Liquidität.

Titelempfehlungen

Sika / Fresenius Medical Care

Die Aktie des in der Bau- und Klebstoffchemie weltweit tätigen **Sika** Konzerns gehört für uns zu einem der Qualitätswerte am Schweizer Aktienmarkt. Mit der Abdichtung des Gotthard-Eisenbahntunnels im Jahre 1910 begann die Erfolgsgeschichte des Unternehmens. Heute ist Sika führend im Bereich Prozessmaterialien für das Dichten, Kleben, Dämpfen, Verstärken und Schützen von Tragstrukturen. Mit der hohen Innovationskraft sowie den angebotenen Technologien zählt das Unternehmen aus Baar zu den führenden der Branche. Dies zeigt sich auch auf ihren Märkten, wo Sika entweder Leader oder die Nummer zwei ist. In den rasch wachsenden Märkten der Schwellenländer erzielte der Konzern 2011 bereits einen Umsatzbeitrag von 36%, weiteres grosses Potenzial wird dort auch in Zukunft gesehen. Wir erachten die Aktie des sehr solide finanzierten Unternehmens als attraktive Bereicherung in einem diversifizierten Aktienportfolio und empfehlen Kursrückgänge für Käufe zu nutzen.

Die Behandlung von Patienten mittels Dialyse (Blutwäsche) ist eine Erfolgsgeschichte von **Fresenius Medical Care** (FMC). Der weltweit führende Anbieter von Produkten und Kliniken für Menschen mit chronischem Nierenversagen wird auch in Zukunft von jährlichen Wachstumsraten von über 5% profitieren. Demographische Faktoren (Menschen werden immer älter) und ein zunehmender Wohlstand in den Entwicklungsländern mit entsprechenden Ernährungsgewohnheiten führen zu einer deutlich steigenden Anzahl von an Bluthochdruck und Diabetes leidenden Patienten. Das Unternehmen ist zwar nicht mehr ganz so günstig bewertet, bietet aber auch in konjunkturell schwierigen Zeiten eine gewisse Stabilität. Denn wer eine schwere Nierenfunktionsstörung hat, ist auf Qualitätsprodukte angewiesen, unabhängig von der aktuellen wirtschaftlichen Situation. Wir empfehlen die defensiv ausgerichtete Aktie zum Kauf.

Die von uns erstellten Titelempfehlungen, basieren auf allgemein zugänglichen Informationen. Die «Richtlinien zur Sicherstellung der Unabhängigkeit der Finanzanalyse» der Schweizerischen Bankiervereinigung finden keine Anwendung.

Eisklettern

Das Klettern im Eis gehört seit je zum Alpinismus. Mit Pickel und Steigeisen wurden dabei sowohl Gletscherfelder als auch steile Passagen bezwungen. Allerdings erlebte das Steileisklettern erst in den vergangenen 20 Jahren einen Aufschwung zu einer eigenen Kletterdisziplin. Dazugehörige Wettkämpfe, eine steigende Anzahl von künstlichen Eiswänden oder -türmen und Bücher, in denen die natürlich gefrorenen Wasserfälle einer Region beschrieben werden, sind die Folge daraus. Ausrüstungsfirmen begleiten diesen Aufschwung mit immer besser werdenden Materialien. Doch auch wenn die Ausrüstung massiv verbessert wurde und sich der Sport rasant entwickelt hat: Eisklettern ist eine ernste Angelegenheit. Die Technik ist nicht einfach und es braucht Kraft. Zudem kann splittendes Eis den Kletterer verletzen und Stürze sind in der Regel gefährlicher als beim Felsklettern.

Spiel in der Senkrechten

Viele stellen bei einem Gespräch über das Eisklettern den Vergleich zwischen einem Skifahrer und einem Eiskletterer an. Skifahrer suchen die Sonnenhänge eines Skigebietes, um bei nicht allzu grosser Kälte einen angenehmen Tag zu verbringen. Eiskletterer hingegen halten sich an den schattigsten und kältesten Orten eines Tals auf. Temperaturen um den Gefrierpunkt sind dabei eine Seltenheit – im Gegenteil, Orte mit den höchsten Minusgraden werden favorisiert. Ich werde oft gefragt, was mich an diesem Sport fasziniert. Meine Grundfaszination gilt den Bergen, mit all ihren Formen und Farben und der Tatsache, dass der Erfolg des Menschen in dieser Umgebung zu einem grossen Teil von der Natur bestimmt wird. Zudem gefällt mir die psychische und physische Herausforderung, einen Berg mit einer von mir vorher ausgewählten Route zu besteigen. Für mich ist Klettern ein Spiel in der Senkrechten, bei dem es darum geht, wohl dosiert Kraft einzusetzen und mit dem Gleichgewicht und dem Verschieben des Körperschwerpunktes energiesparend das Ziel zu erreichen. Beim Eisklettern im Speziellen gefällt mir vor allem die Vielfältigkeit des Eises. Kaum eine andere Naturstruktur hat so viele Formen und Variationen wie Eis. Zudem ist Eis nie

gleich wie am Vortag oder im Vorjahr. Es kann sogar vorkommen, dass sich die Struktur des Eises innerhalb von Stunden verändert. Aber genau diese Vielfalt ist es, die das Eisklettern auch so gefährlich macht. Eine richtige Beurteilung des Eises mindert die Gefahr, braucht aber eine gehörige Portion an Erfahrung.

Die Ausrüstung

Um das Erlebnis im Eis voll geniessen zu können, benötigt man einiges an Ausrüstung. Die Bekleidung ist dabei ein wichtiger Bestandteil. Umgebungstemperaturen von zweistelligen Minusgraden erfordern sehr warme Kleidung. Diese sollte beim Klettern natürlich nicht behindern und die kletternde Person auch nicht unnötig ins Schwitzen bringen. Starkes Schwitzen bedeutet starkes Auskühlen, und unter Umständen friert man dann den ganzen Tag. Ausserdem müssen Jacke und Hose robust sowie wasser- und winddicht sein. Die Hände werden mit wasserdichten Handschuhen geschützt. Die Wärme der Handschuhe ist dabei nicht ausschlaggebend. Denn spätestens bei der ersten Kletterpartie werden die Hände so oder so kalt. Dies liegt daran, dass die Hände die meiste Zeit über dem Kopf gehalten werden und die Fäuste beim Einschlagen des Eispickels das Eis berühren. Ich kann jedoch entwarren – spätestens wenn die erste Route geklettert ist, und man die Arme wieder nach unten nimmt, fliesst das Blut zurück in die Hände. Auf diesen schmerzhaften Moment könnte ich zwar gut verzichten, aber dafür hat man danach den ganzen Tag warme Hände.

Weitere Ausrüstungsgegenstände sind steigeisenfeste Schuhe, passende Steigeisen, zwei Eispickel, ein Helm, ein Klettergurt, einige Eisschrauben, mehrere Karabiner, ein Sicherungsgerät, ein Rucksack und ein Seil.

Oberstes Gebot: Nicht stürzen!

Abschliessend möchte ich nun noch von meinem ersten Tag im Eis berichten. Mein Kletterpartner, ein sehr erfahrener Eiskletterer, und ich starteten morgens um sieben in Kandersteg: Nach einem halbstündigen Zustieg erreichten wir die Wand. Vor uns lag ein 100 Meter hoher Wasserfall, der komplett durchgefroren war. Das Eis schim-

berte blau. Die perfekten Voraussetzungen für eine genussreiche Route. Zügig legten wir unsere Helme, Klettergurte und Steigeisen an. Während mein Partner Eisschrauben sortierte, machte ich das Seil parat. Danach band er sich in das Seil ein und ging los. Bevor er den ersten Schlag setzte, dreht er sich nochmals um und meinte: Oberstes Gebot im Eis... nicht stürzen! In Anbetracht der Schärfe von Steigeisen und Eispickel ein guter Hinweis. Nachdem er die ersten Meter geklettert war, merkte ich auch, warum wir Helme trugen. Das Eis splitterte und es fielen zum Teil kiloschwere Eisbrocken aus der Wand. Nach etwa fünf Metern unterbrach er sein Klettern, um eine geeignete Stelle für eine Zwischensicherung zu suchen. Bei den Eisverhältnissen war dies ein kurzes Unterfangen, und die Eisschraube war schnell gesetzt. Nach etwa einer halben Stunde waren 50 Meter scheinbar spielend einfach durchstiegen, und er baute den ersten Standplatz. Nun war ich dran und musste nachsteigen. Mit einem gemischten Gefühl aus Vorfreude und Angst ging ich in die Wand. Meine nicht sehr präzise Schlagtechnik versuchte ich durch Schlagkraft auszugleichen, und meine Fusstechnik war im Nachhinein gesehen gar nicht vorhanden. Dies führte dazu, dass ich völlig ausgepowert, aber sehr glücklich auf 50 Meter ankam. Nach kurzem Erkundigen wie ich mich fühle und einigen Tipps an mich, ging mein Kletterpartner dann weiter auf die nächsten 50 Meter. Während des Sicherns realisierte ich, dass ich zu warm angezogen war bzw. zu viel geschwitzt hatte. Entsprechend stark kühlte ich aus und begann leicht zu frieren. Dies wurde Gott sei Dank durch ein Zuruf meines Kletterpartners unterbrochen: Stand! Nun war ich wieder dran. Ich versuchte, alle Tipps zu beherzigen, doch die ersten 50 Meter waren so kraftraubend, dass ich vor allem in den Schlüsselstellen Mühe hatte. Ich habe es aber trotzdem nach oben geschafft und wurde am Ende des Wasserfalls mit einer herrlichen Aussicht belohnt.

Marc Schäfer