

Pressebericht

Das Swiss Finance Institute nach zehn Monaten: volle Kraft voraus!

Zehn Monate nach dem Start hat das Swiss Finance Institute an allen Fronten wichtige Meilensteine erreicht. Das Swiss Finance Institute geht auf eine Initiative der Schweizerischen Bankiervereinigung zurück und wurde als private Stiftung der Schweizer Banken und des SWX gegründet. Ziel der Stiftung Swiss Finance Institute und der mit ihr verbundenen Partneruniversitäten ist die Schaffung eines Kompetenzzentrums Banking und Finance, das der Bedeutung des Finanzplatzes Schweiz gerecht wird.

Auf institutioneller Ebene wurden alle Führungsgremien vollständig bestellt. Die rechtliche Zusammenführung von FAME und Swiss Banking School ist abgeschlossen. Mit den Universitäten Genf, Lausanne, Lugano und Zürich sind die Abkommen über die Zusammenarbeit mit dem Swiss Finance Institute unterzeichnet. Diese Verträge führten zur Schaffung von **drei regionalen Zentren** innerhalb des Swiss Finance Institute, und zwar in **Léman, Lugano und Zürich**. Auch mit dem Schweizerischen Nationalfonds und mit dem nationalen Forschungs-Kompetenzzentrum FinRisk wurden wichtige Zusammenarbeitsverträge unterzeichnet.

Auf Ebene Forschung und Ph.D. hat das Swiss Finance Institute das Ph.D.-Programm offiziell gestartet. Für das Universitätsjahr 2006–2007 wurden **18 neue Doktoranden** zugelassen, deren Finanzierung vollständig vom Swiss Finance Institute übernommen wird. In den ersten Monaten dieses Jahres wurden von den Partneruniversitäten mithilfe des Swiss Finance Institute Stellen für **drei Professoren** geschaffen. Für die Verantwortlichen von zwei weiteren Lehrstühlen – an der Universität Zürich und an der Universität Lugano – ist der Findungsprozess noch nicht abgeschlossen; die Ausschreibung dafür läuft. Bis Herbst 2007 sind von den Partneruniversitäten **sechs Assistenzprofessuren** und **drei volle Professuren** zu besetzen. Zwei neue Forschungsprogramme wurden unter Co-Finanzierung mit FinRisk genehmigt. Die erste Ausschreibung für die Finanzierung von Forschungsprojekten durch das Swiss Finance Institute erfolgte diesen Monat. Der Start des entsprechenden Projektes ist für den 1. Januar 2007 geplant.

Bezüglich der **Knowledge-Transfer-Aktivitäten** organisierte das Swiss Finance Institute eine Vorlesung in Genf zum Thema **Neuro-Finance and how the Brain perceives Financial Risk** mit dem Gastprofessor Peter Bossaerts im Oktober, und das erste **Annual Meeting** am 14. November in Zürich mit Bundesrat Pascal Couchepin. Weiter hat das Swiss Finance Institute eine Tagung über **Corporate Governance in Family/Unlisted Firms** im Juni mitgesponsert, und hat die Organisation des **ZÜRICH WEALTH FORUM** im September mitunterstützt.

Im Bereich **Executive Education** wurden sämtliche Programme der Swiss Banking School und von FAME in den einheitlichen neuen Auftritt des Swiss Finance Institute integriert und unter dem neuen Logo erfolgreich lanciert: das **Executive Program** mit 75 Teilnehmenden aus der gesamten Schweiz, der fünfwöchige Zertifikatslehrgang in **Financial Asset Management and Engineering** (FAME) mit Teilnehmenden aus 17 Ländern, alle neun Module des **Advanced Executive Program**, der 8. **Internationale Private Banking and Wealth Management Retreat**, alle 16 Kurse der **Geneva Executive Courses in Finance** mit Teilnehmenden aus 37 Ländern und der 4. Zyklus des **International Wealth Management Executive MBA**.

Parallel zu diesen Kursaktivitäten wurde eine Ausschreibung unter den schweizerischen Universitäten durchgeführt. Ziel dieser Ausschreibung ist es, für jedes der drei geplanten Master-Programme des Swiss Finance Institute den am besten geeigneten Partner unter den schweizerischen Universitäten zu bestimmen. Dieser Prozess befindet sich aktuell in der Schlussphase.

Das erste Annual Meeting 2006 des Swiss Finance Institute

Grundlagenforschung

Die erste Session zur Grundlagenforschung galt den jüngsten theoretischen und empirischen Entwicklungen im Bereich Asset Allocation.

In seinem Vortrag zum Thema «Behavioral Finance and Wealth Management» zeigt Thorsten Hens, Professor an der Universität Zürich und am Swiss Finance Institute, die Bandbreite der psychologischen Verzerrungen in der menschlichen Entscheidungsfindung auf. Seine Ausführungen leiten den Erwartungsnutzen für ein eingegangenes Risiko von der Abneigung gegen Verluste ab, ein Vorgehen, das auf der «prospect theory» (PT) basiert. Damit erbringt er den Beweis, dass beim PT-Ansatz die «two-fund separation» (analytisch bestimmbare Effizienzkurve bei zwei effizienten Portfolios) nur dann erhalten bleibt, wenn der Bezugspunkt der risikofreie Zinssatz ist. Für das Wealth Management stellt er ein Beispiel mit fünf Asset Classes (Geld, Obligationen, Wertpapiere, Rohstoffe und Hedge Funds) vor, aus dem sich ergibt, dass mit einem PT-Ansatz bessere Portfolio-Resultate erzielt werden, als mit einer Optimierung über Erwartungswert und Varianz der als Zufallsgrösse modellierten zukünftigen Portfoliorendite.

Raman Uppal, Professor an der London Business School geht in seinem Vortrag «1/N» der Frage nach, wie gut die naive 1/N Portfolio Methode im Vergleich zu den 14 üblichen Portfoliooptimierungsmethoden abschneidet. Die 1/N Portfolio Methode bezieht keinerlei Parameterberechnung und Optimierung ein. Mit out-of-sample Daten von sieben äusserst unterschiedlichen Datensätzen werden drei Performance-Indikatoren berechnet (Sharpe Ratio = Überschussrendite pro Risikoeinheit, certainty equivalent = Äquivalenznutzen und Portfolioumschichtungshäufigkeit). Die Ergebnisse überraschen: Erstens übertrifft keine der 14 Methoden auf nachvollziehbare Weise die 1/N Methode über die gesamte Bandbreite der Performance-Indikatoren und der Datensätze. Zweitens braucht es eine sehr lange Schätzperiode, damit die stichprobenbasierte Erwartungswert-Varianz-Strategie besser abschneidet als die 1/N Methode. Uppal zieht daraus den Schluss, dass eine genauere Prognose der erwarteten Erträge wahrscheinlich der beste Weg zur Verbesserung der Wirksamkeit von Portfoliooptimierungsmethoden ist.

In seinem Vortrag «Correlation Hedging» zeigt Fabio Trojani, Professor an der Universität St. Gallen auf, dass «Asset return correlations» im Laufe der Zeit beträchtlich schwanken. Während die Auswirkungen der Volatilität (= Varianz) auf die Asset Allocation sehr gut untersucht sind, ist das bei der Abhängigkeit (=Korrelation) zwischen mehreren Anlagen nicht der Fall. Trojani schlägt ein dynamisches Asset Allocation Modell vor, das beide Aspekte einbezieht: sowohl Varianz als auch Korrelation zwischen mehreren Anlagen, wobei beide im Laufe der Zeit sich ändern können. Abgleichungsverfahren für das Modell zeigen, dass das Risiko aus sich ändernden Korrelationen ökonomisch relevant ist, dass das Absichern von Korrelationen wichtiger sein kann als das Absichern von Varianz, und dass indirekte Nutzenfunktionen empfindlicher auf Korrelationsänderungen reagieren als auf Volatilitätsänderungen.

Die zweite Session zur Grundlagenforschung ist drei Randgebieten der Finanzforschung gewidmet.

In seinem Vortrag «Stock Returns and Irrational Investor Behavior» legt Professor Bernard Dumas vom Swiss Finance Institute an der Universität Lausanne dar, dass die übergrosse Volatilität der Börsenerträge ihren Grund in der Stimmung irrational agierender Anleger hat. Wenn jedoch die Ertragsvolatilität in keinem Verhältnis zu den Fundamentaldaten steht, muss es eine gewinnbringende Strategie geben für rational agierende Investoren, die ihre Anlagen langfristig optimieren. Zu diesem Zweck entwickelt er ein allgemeines Gleichgewichtsmodell für heterogene Teilnehmergruppen, das die optimale Strategie für rational handelnde Anleger aufzeigt und darlegt, welchen Einfluss eine solche Strategie auf irrational handelnde Investoren hat, die ja für die überschüssende Volatilität verantwortlich sind. Eine nicht unwichtige Begleiterscheinung ist, dass viel Zeit verstreicht, bis die rational agierenden Anleger die irrationalen aus dem Markt verdrängen.

Professor Jean-Charles Rochet von der Universität Toulouse legt in seinem Vortrag «Risk Management und Corporate Financing» dar, dass das Risk Management als Kostenreduzierungsmethode für zukünftige Finanzierungen, vor allem in Zeiten der Finanznot, anzusehen ist. Mit einem einfachen Modell einer Firma mit willkürlich festgelegtem Cashflow, Verbindlichkeiten und Lagerbeständen zeigt er auf, dass Risk Management wertlos ist, wenn es keine finanziellen Reibungsverluste gibt (d.h. keine Kosten für Aktienneuemissionen). Mit immer stärker realitätsbezogenen Modellen entwickelt er eine Shareholder Risk Measure (SRM) für das Verlustrisiko, das den Geldwert der Verlusterwartung der Anteilseigner darstellt. SRM hängt von den besonderen Gegebenheiten einer Firma (Liquidität, Bonität, Ertragskraft etc.) ab und stellt eine Ergänzung zu den kohärenten Risikomassen dar. Schliesslich werden die Auswirkungen des vorgeschlagenen Risk Management Bewertungsmodells auf die Risk Management Praxis und das Verhalten der Wertpapierpreise behandelt.

In seinem Vortrag «Fairness in Finance» unterstreicht Professor Ernst Fehr von der Universität Zürich die Bedeutung der Fairness für viele Menschen, dass es für sie wichtig ist, fair behandelt zu werden und auch andere fair zu behandeln. Forschung und Lehre im Finanzbereich haben aber das Fairnessmotiv vernachlässigt und sich auf das rationale individuelle Verhalten bei der Modellierung von Risiko und Ungewissheit beschränkt. Im Kern ihrer Finanzbeziehungen müssen sich Kreditgeber und Investoren nämlich mit einem Moral Hazard Problem herumschlagen. Er argumentiert, dass bei solchen Moral Hazard Problemen Gründe der Moral und Fairness einen positiven Einfluss auf die Vertragserfüllung haben. Überdies wird der Einfluss von Fairnessgründen auf die Vertragserfüllung noch durch die Sorge um die Reputation verstärkt.

Knowledge Transfer

Weshalb ist der Finanzmarkt für Immobilien zur Zeit noch derart schwach entwickelt, obwohl der Wert der Immobilien den Wert aller börsenkotierten Firmen an der SWX um ein mehrfaches übersteigt? Welche Entwicklungen finden momentan statt, die zu einem liquiden Markt für Immobilien führen können? Diese beiden Fragen werden in der Session Knowledge Transfer analysiert und diskutiert.

Fredy Hasenmaile von der Credit Suisse stellt die spezifischen Eigenschaften der Immobilien als Güter vor. Die starke Regulierung, die beschränkten Landressourcen sind Beispiele für Ursachen, die zu einem illiquiden Immobilienmarkt und hohen Preisen gemessen am Einkommen führen. Bei den Trends werden die Bedeutung der demographischen Entwicklung, die Entwicklung der Einkommen und die Präferenzen der Menschen als Treiber der Nachfrage aufgezeigt. Diese Faktoren führen dazu, dass immer mehr Wohnraum pro Person nachgefragt wird, die hohen Preise den Exodus aus den Städten weiterhin hoch hält und der Trend zu Eigentumswohnungen weiterhin anhält.

Helmuth Aberer, UBS AG, analysiert direkte und indirekte Anlagen in Immobilien. Die Vorteile von indirekten Anlagen – Liquidität, Diversifikation und Management Erfahrungen – werden benutzt um Investitionsstrategien in indirekten Anlagen aufzuzeigen. Es zeigt sich, dass die REITs (Real Estate Investment Trust) gegenüber direkten Anlagen und nicht-kotierten Fonds Vorteile besitzen: Sie sind liquider, die Risiken sind kleiner als bei nicht-kotierten closed-end Fonds und die Erträge sind höher als bei direkten Anlagen oder bei nicht-kotierten open-end Fonds. Abschliessend skizziert er den nächsten Produktinnovationsschritt: Synthetisierung der Immobilien, d.h. Bildung von Immobilienindizes und das Design von Derivaten auf den Indizes.

Jürg Syz und Paolo Vanini, beide ZKB, zeigen, wie ein qualitativ hochstehender Index für Immobilien gebildet wird. Beispiele von existierenden Derivaten zeigen dann, welche Anlegerbedürfnisse mit solchen Produkten befriedigt werden können. Neben Derivaten für den Handel, erlauben aber Immobilienindizes auch vollständig neue Arten von Hypotheken oder Sparprodukten zu definieren: Index-Hypotheken sind das jüngste Beispiel eine Hypothek, die als Basiswert einen Immobilienindex und nicht mehr einen Zinssatz besitzt. Diese Art der Produktinnovation erlaubt es den Hypothekarschuldner sich gegen einen möglichen Wertzerfall der Immobilien zu schützen.

Executive Education

Welches sind derzeit die wichtigsten Finance und Banking Trends? Was sind die wichtigsten Theorien und wie werden sie in der Praxis angewendet? Die Executive Education Session behandelt diese Fragen mit Schwerpunkt auf Asset Management, Structured Products und Corporate Banking und besonderer Ausrichtung auf das Zielpublikum Executives.

Andreas Schlatter von der UBS AG beschreibt die Trends beim Asset Management. Er unterscheidet zwischen Alpha, d.h. risiko-neutraler überdurchschnittlicher Rendite und Beta, d.h. einer durch ein höheres Risiko erzielten Zusatzrendite. Diese Unterscheidung hat Auswirkungen auf die Portfoliozusammensetzung. Risk Management ist der dritte in diesem Vortrag behandelte Aspekt, wobei Anforderungen an Risiko-Modelle und Unterschiede zwischen der Absicherung traditioneller Assets und Hedge Funds behandelt werden. Er schliesst seinen Vortrag mit einem Überblick über die Modelle mit sogenanntem quantitativem Ansatz, die immer öfter im modernen Portfolio-Management Anwendung finden.

Steffen Tolle von der Bank Wegelin beschreibt die Trends bei den Structured Products. Er behandelt Grundlagen und Begriffe der Structured Products, die derzeitigen Trends sowie die Einbettung solcher Produkte. Das Referat schliesst mit einer Zusammenfassung der wichtigsten Schlussfolgerungen aus Expertensicht.

Urs Peter Gauch von der Credit Suisse beschreibt die komplexen und facettenreichen Trends beim Corporate Banking. Er behandelt das moderne Finanzdenken der heutigen Firmen, das mittel-bis langfristige Szenarien mit der Nutzung kurzfristiger Chancen in Einklang zu bringen sucht. Die Fähigkeit des Ausbalancierens von Standardlösungen mit Einzelfallanpassungen ist unabdingbar, wenn man im Corporate Banking Erfolg haben will. Gleichzeitig ist die Bündelung der verschiedenen Finanzierungsmethoden für Firmen eine nicht zu unterschätzende Herausforderung für die Banken.

Podiumsveranstaltung

Die abschliessende Plenar-Session beginnt pünktlich um 17 Uhr bei SWX. Den Vorsitz führt Olivier Steimer, Präsident des Stiftungsrates des Swiss Finance Institute. Er heisst die Teilnehmer willkommen, berichtet kurz über den derzeitigen Stand des Swiss Finance Institutes und stellt die Gewinner der Swiss Finance Institute Publication Awards und Doctoral Prize vor.

Dann geht das Wort an Herrn Bundesrat Pascal Couchepin, der sich zum Thema Finance, Research and Culture äussert.

Die Veranstaltung endet mit einer Podiumsdiskussion. Das Diskussionsthema lautet Catching Up with the Leaders in Financial research. Die dem Forum gestellte Grundfrage lautet: Kann das Swiss Finance Institute sein Ziel erreichen, eines der drei führenden Finanzforschungszentren in Europa zu werden? Hat das Projekt die nötige Tragweite und reichen die finanziellen Mittel? Die Formulierung dieser Frage wird zuerst in einen grösseren Zusammenhang gestellt: Ist Europa allgemein gesprochen in der Lage, mit den Führenden in Sachen wissenschaftliche Forschung gleichzuziehen und was braucht es dazu? Professor Ernst Hafen antwortet darauf aus dem Blickwinkel einer grossen europäischen Institution unter Schweizer Rahmenbedingungen (das heisst mit denselben Einschränkungen wie das Swiss Finance Institute). Professor Rolf M. Zinkernagel nährt die Diskussion aus der Perspektive eines einzelnen Forschers, der es in Europa zu etwas gebracht hat. Professor Michael C. Jensen führt die Diskussion zum Thema Finanz zurück und spricht aus der Perspektive eines Amerikaners.

Die drei folgenden Fragen sind als logische Konsequenz des Themas zu behandeln:

1. Zentralisierung versus Dezentralisierung: Die führenden amerikanischen Forschergruppen im Finanzbereich gehören zu ein und derselben Universität und wohnen häufig im selben Stockwerk desselben Gebäudes. Das Europäische MIT Projekt wird aus der üblichen Perspektive einer Forschungsinstitution geführt. Das Swiss Finance Institute ist dezentralisiert an drei (wenn möglich 4) Universitäten. Wir erwarten von jeder von ihnen, dass sie ein eigenständiges starkes Forschungszentrum wird. Die kleinste davon (Lugano) wird höchstens 10 Professoren umfassen, die grösste maximal 25. Alles in allem wird das Swiss Finance Institute mehr als 50 Vollzeitforscher (und an die 80 Doktoratsstudenten) zählen, jedoch verstreut auf mehrere Orte. Kann das funktionieren? Gibt es überhaupt eine Chance, dass eine solche Struktur eines Tages auf dieselbe Weise wie ein erstrangiges amerikanisches Finance-Departement anerkannt wird?
2. Es gibt zwei Gründe für das dezentralisierte Modell: Erstens die Möglichkeit auf existierenden Instituten aufzubauen, was weniger Kosten verursacht als ein vollständiger Neubeginn. Zweitens wollen wir diesen Instituten helfen, sich zu verändern und stärker zu werden. Dadurch wird eine ausgezeichnete Verankerung in dem jeweiligen universitären Umfeld garantiert. Alle unsere Professoren führen auch Lehrveranstaltungen im Rahmen von Grundstudium und Aufbaustudium durch. Unser verbessertes Berufungsverfahren wird einen bedeutenden Nebeneffekt auf verschiedenen Ebenen haben, die wir nicht direkt im Visier hatten. Die Kehrseite dieses Ansatzes ist, dass wir uns nicht vollständig von den Regeln des Schweizerischen Hochschulsystems frei machen können. Es gibt Zwänge bezüglich Berufungsverfahren, Umfang der Lehrveranstaltungen sowie Verpflichtungen, die mit einer Professur einhergehen, und in Bezug auf die Salarierung

von Forschern. Die Schlüsselfrage ist: Kommt uns diese Kehrseite der Medaille zu teuer zu stehen? Wenn ja, welches sind die Prioritäten für einen Wandel?

3. Wäre ein besonderes Europäisches Forschungsprogramm möglich? Die drei bedeutendsten Finanzblätter haben alle ihren Sitz in den USA. Europäische Forscher betrachten die Herausgeber dieser Zeitungen (die natürlich auch in den USA sitzen) als Initianten von Forschungsprogrammen die stark von dem beeinflusst sind, was in den bedeutendsten Finanzdepartementen der US als interessant angesehen wird. Dazu kommt, dass die führenden Netzwerke (von denen die meisten Referees rekrutiert werden) alle in den USA sind. Deshalb erscheint es oft als Nachteil, wenn man seine Forschungslaufbahn in Europa beginnt, wodurch es für europäische Institute schwierig wird, Spezialisten für sich zu gewinnen, die auf dem Weg an die Spitze sind. Daraus ergibt sich eine weitere Reihe von Fragen. Welches ist die beste Strategie für ein europäisches Forschungszentrum, das sich in der Aufbauphase befindet? Gibt es eine andere Möglichkeit als genau das nachzumachen, was die entsprechenden Institute in den USA tun? Gibt es Spielraum für eine selbständige Ausrichtung? Sollten wir davon absehen, Jungakademiker zu berufen?

Weiterführende Informationen über das Swiss Finance Institut finden Sie unter www.SwissFinanceInstitute.ch oder beim

Swiss Finance Institute
Hottingerstrasse 20
8032 Zurich

Frau Brit de Oliveira-Fehr
T +41 (0) 44 254 30 87
F +41 (0) 44 254 30 85
brit.deoliveira@sfi.ch