

«Coupon ist ein missverständlicher Begriff»

MARTIN WALLMEIER *Der Coupon bei Barriereprodukten sei kein Zins, sondern eine Risikoprämie, sagt Professor Martin Wallmeier von der Universität Fribourg. Dabei seien Rendite und Risiko im Gleichgewicht – der Anleger erhalte ein faires Entgelt für das Risiko, das er eingehe.*



BILD: MARKUS FORTE

Herr Wallmeier, welche strukturierten Produkte sind derzeit sinnvoll – bei niedrigen Zinsen, hoch bewerteten Anleihen und Aktien sowie geringer Volatilität und Visibilität an den Märkten?

Das ist gar nicht so einfach zu beantworten. Fraglich ist, ob man wirklich vom Marktumfeld unmittelbar auf einen Typus von guten Produkten schliessen kann. Das ist schwieriger, als man häufig meint.

Die Emittenten erklären, es gebe für jede Marktlage passende Produkte.

Schauen wir uns den Anleihenmarkt an. Die Renditen sind im Grunde gleich null, ein Zinsanstieg könnte bevorstehen, womit die Kurse fallen würden, und trotzdem werden Anleihen gehalten. Sie sind für Anleger offenbar doch attraktiv bewertet, sonst wären die Renditen schon heute höher. Ähnlich sind die Aktienmärkte vorwiegend hoch bewertet, aber Aktien werden weiterhin gekauft. Dies zeigt, dass grundsätzlich in jeder Marktlage alle Anlageinstrumente attraktiv sind.

Sind wirklich sämtliche strukturierten Produkte für jegliches Umfeld geeignet?

Ein Teil der Investoren erachtet die Produkte als kaufenswert, ein anderer Teil will verkaufen. Das gilt für Preise allgemein, sie passen sich ans jeweilige Marktumfeld an. Daher muss der Anleger überlegen: Was unterscheidet mich von den übrigen Marktteilnehmern, worauf lege ich besonderen Wert, welche Aspekte des Marktumfelds gewichte ich höher oder tiefer als andere? In dieser Hinsicht ist es vernünftig, von effizienten Märkten auszugehen: Rendite und Risiko stehen in aller Regel in einer vernünftigen Balance.

«Es gibt keine klare Zuordnung, in welchem Marktumfeld welcher Produkttyp besser ist.»

Was bedeutet das für die Produktwahl?

Die Konsequenzen daraus werden manchmal zu wenig berücksichtigt. Es gibt keine klare Zuordnung, in welchem Umfeld Produkte mit Kapitalerschutz oder solche mit Maximalrendite besser sind. Anleger sollten sich gemäss ihrer Markterwartung positionieren, und für jede Erwartung gibt es verschiedene Instrumente.

Ist der Anlagensecheid, auch wenn er Chancen und Risiken fundiert abwägt, letztlich nur eine Wette?

Jeder Anleger sollte sich überlegen, was die Marktpreise über die Erwartung der anderen Investoren signalisieren. Beurteilt er die Gefahr von steigenden Zinsen als hoch, wird er Anleihen untergewichten oder verkaufen. Das ist eine vernünftige Überlegung, doch es gilt im Hinterkopf zu behalten, dass andere Marktakteure diese Zinserwartung nicht teilen, sonst wären die Preise bereits eingebrochen.

Ist Diversifikation mit strukturierten Produkten sinnvoll, also mit verschiedenen Auszahlungsprofilen wie Kapitalschutz- und Barriereprodukten?

Diversifikation ist entscheidend, gerade in der heutigen Marktlage. Die normale Unsicherheit besteht darin, dass eine gewisse Volatilität vorhanden ist, die Kurse also schwanken, aber der Markt, die Wirtschaft sich in einem gleichbleibenden Regime bewegen. Derzeit hat die Unsicherheit jedoch eine besondere Struktur.

Gibt es gegenwärtig kein Marktregime?

Es sind verschiedene Entwicklungsszenarien denkbar, die in ganz unterschiedliche Richtungen laufen: Inflation oder Deflation, Wachstumsbeschleunigung oder -abschwächung, die Schuldenkrise lässt nach oder verschärft sich wieder. Auch die industrielle Entwicklung ist ungewiss: Industrie 4.0, Digitalisierung – welche Auswirkungen hat das für einzelne Branchen, für die Aktionäre? Wir haben ein Umfeld, in dem die Richtung nicht vorgezeichnet und schwer erkennbar ist. Dabei geht es nicht

nur um Volatilität, sondern es besteht die Gefahr von Regimewechseln. Deshalb ist Diversifikation besonders wichtig.

Ist der Regimewechsel – mit gestiegenen Zinsen, hohen Börsenkursen und der Erwartung von mehr Wachstum und Inflation – nicht bereits geschehen? Das würde ich nicht unterschreiben. Ich bezweifle, dass wir wirklich einen Wachstumspfad zu erwarten haben, der nachhaltig ist und mit dem wir aus den Problemen quasi herauswachsen können, ohne dass andere Schwierigkeiten auftreten – etwa Inflation oder die Herausforderung, die ultraexpansive Geldpolitik zurückzuführen.

Wie also sollen Anleger diversifizieren?

Weniger über Auszahlungsprofile, sondern über Anlageklassen.

Weshalb sollte das Risiko nicht auch über verschiedene Produkttypen gestreut werden?

Wer über Zahlungsprofile diversifiziert, kauft zum Beispiel verschiedene Kapitalschutz- und Renditeoptimierungsprodukte. Wenn er sie zusammenlegt, ergibt sich womöglich wieder ein lineares Profil. Bei den Auszahlungsprofilen muss man sich entscheiden: Brauche ich eher Kapitalschutz? Oder bin ich bereit, das Extremrisiko nach unten zu tragen und einen Teil des Aufwärtspotenzials zu verkaufen, um dafür einen hohen Coupon zu erhalten?

Braucht es für die Diversifikation über Anlageklassen überhaupt strukturierte Produkte?

Um den Kern der Diversifikation abzubilden, sind indoxorientierte Produkte sinnvoll. Da nehme ich strukturierte Produkte nicht heraus. Partizipationsprodukte stehen genauso zur Auswahl wie ETF und Indexfonds.

Indexfonds und ETF sind billiger als die meisten strukturierten Produkte.

Ja, sie sind weniger aufwendig für die Emittenten; die Produktions- und die Absicherungskosten sind niedriger als bei strukturierten Produkten. Dort sind aber die Partizipationsprodukte am günstigsten, und zwar ähnlich günstig wie ETF. Sonst würden sie am Markt gar nicht bestehen – sie sind viel preiswerter als etwa ein Barriereprodukt mit Coupon auf drei Basiswerte.

Solche Barrier Reverse Convertibles, BRC, sind weiterhin des Schweizer liebstes Struki, der Coupon lockt. Lässt das Interesse bei einem Zinsanstieg nach, wenn Anleihen wieder höhere Coupons bieten?

Zurzeit suchen die Anleger, weil sie fast gar keine Zinsen bekommen, verzweifelt nach Alternativen. Die Nullprozentschwelle ist auch psychologisch enorm wichtig, weswegen die Banken sich vor Negativzinsen für Sparer scheuen. Da sind Barrier Reverse Convertibles mit klar positiven Coupons sehr interessant. Im Falle eines Zinsanstiegs ist hingegen zu vermuten, dass die Attraktivität der BRC nachlässt. Erreichen die Zinsen wieder ein einigermaßen vernünftiges Niveau, ist es für Anleger nicht mehr so dringend, nach Möglichkeiten für die Renditeoptimierung zu suchen. Damit der Zinsunterschied gleich bleibt, müssten die Coupons der BRC steigen – bei gleichbleibender Volatilität zulasten einer höheren Barriere.

«Es geht nicht nur um Volatilität, sondern um Regimewechsel. Diversifikation ist besonders wichtig.»

Welche Möglichkeiten gibt es, mit Derivaten von einem Zinsanstieg zu profitieren?

Ich würde ein einfaches Produkt wählen, einen Floater mit variabler, marktorientierter Verzinsung. Abgesehen vom Kreditrisiko ist das eine einfache Variante ohne Gefahren. Der Kurs bleibt bei etwa 100%, und der Zins macht die allgemeine Zinsrichtung mit. Wer mit einem kräftigen Zinsanstieg

rechnet, müsste allerdings die Portfolioausrichtung insgesamt verändern und nicht nur überlegen, welches strukturierte Produkt sich für das erwartete neue Szenario aufdrängt.

Was sagen Sie zum Trend, bei neuen BRC die Barriere tiefer zu legen, zulasten des Coupons, und so Investoren anzuziehen, die nur mit einem grossen Risikopuffer engagiert sein wollen?

Das ist eine interessante Entwicklung. Ich war überrascht, dass es BRC auf Aktienindizes gibt, die eine tiefe Barriere von 50% und einen relativ hohen Coupon von 3,5 oder 4% anbieten. Denn Indizes sind als Basiswerte ungünstig für tiefe Barrieren und hohe Coupons – ihre Volatilität ist niedriger als bei Einzelaktien, und die Korrelation verschiedener Indizes ist oft hoch. Solche Produkte sind spannend. Aber auch da gilt: Der Coupon ist eine Versicherungsprämie, kein Zins.

Weshalb ist der Coupon kein Zins?

Coupon ist ein missverständlicher Begriff. Er stammt aus dem Bereich der Anleihen und suggeriert, dass man einen Zins bekommt. Bei strukturierten Produkten jedoch ist der Coupon eine Optionsprämie. Im Produkt wird eine Put-Option verkauft, eine Art Versicherung, und dafür bekommt man einen Betrag – man nimmt quasi eine Versicherungsprämie ein.

Die Anleger denken nicht an die Optionsprämie?

Ja, sie interpretieren den Coupon als Zins statt als Entlohnung für die Übernahme von Risiko.

Gerade Produkte mit tiefer Barriere werden implizit oft als Obligationenersatz angepriesen – eine Täuschung?

Das beurteile ich kritisch. Den Coupon kann man als guten Indikator für das involvierte Risiko ansehen. Wenn Anleger eine deutlich höhere «Verzinsung» angeboten bekommen als mit Anleihen, dann bedeutet das auch: Der Investor geht ein entsprechendes Risiko ein. Ich sehe die Gefahr bei

ZUR PERSON

Martin Wallmeier ist seit 2002 Professor für Finanzmanagement und Rechnungswesen an der Universität Fribourg. Er weilte für Forschungsaufenthalte an der University of Dayton in Ohio (2007) und an der Universität Laval in Québec (2014). Er doktorierte 1997 an der Universität Augsburg mit dem Thema Renditeanomalien an Aktienmärkten und habilitierte 2002 ebenda über Optionspreise und implizite Kursprozesse. Wallmeier ist Mitglied in der Jury für den Derivative Research Award für Nachwuchsforscher, der zu den Swiss Derivative Awards gehört.

solchen Produkten generell, dass Anleger das Risiko einfach ausblenden.

Anleger wissen doch, dass ein Verlust entstehen kann, wenn der Basiswert die Barriere unterschreitet. Ja, aber sie denken in dem Szenario, das in ihren Augen eine hohe Wahrscheinlichkeit hat: dass die Barriere nicht durchbrochen wird und kein Verlust entsteht. Diese Wahrscheinlichkeit ist meist hoch, deutlich über 90%. Was dabei aber vernachlässigt wird, ist die Tatsache, dass im schlechten Szenario der Verlust sehr gross sein wird. Da verliert man 30, 40% oder noch mehr der Investition. Das geschieht in einer Situation, in der der Gesamtmarkt massiv einbüsst, also etwas Besonderes passiert ist, sodass das übrige Portfolio ebenfalls kräftig Federn lassen muss. Auch die Pensionskassen verlieren, und am Arbeitsmarkt trübt sich die Lage ein.

Wenn alles bergabgeht, hat die Diversifikation nicht funktioniert.

Der Investor geht ein Extremrisiko gerade für den kritischen Fall ein, in dem ohnehin schon alle Vermögenswerte leiden. Das darf man nicht unterschätzen. Die Gefahr besteht, dass man nur auf die Wahrscheinlichkeit schaut und dabei die Höhe des im Extremfall drohenden Verlusts ausser Acht lässt.

Investoren gehen aber auch bewusst Risiken ein.

Sie kaufen BRC bei hoher Volatilität, weil dann der Coupon höher ist, und hoffen, dass sich die Gefahr verzieht. Ist das ein probates Rezept? Nein, für den Kauf von BRC in meinen Augen nicht. Es ist korrekt, dass man in einer Phase hoher Volatilität mit einer gewissen Wahrscheinlichkeit damit rechnen kann, dass sich das Risiko wieder abschwächen wird. Dieses Muster gab es in der Vergangenheit häufig: Bei einer Krise oder Anzeichen eines Einbruchs steigt die Volatilität kräftig, anschliessend kommt sie langsam herunter und kehrt sachte zu einem Mittelwert zurück, weil die Unsicherheit nicht ewig bleibt. Aber dieser Verlauf ist eingepreist, das ist bei der Bewertung respektive der Ausgestaltung der Produkte berücksichtigt. Sie sind nicht so naiv konstruiert, als wenn die Volatilität ewig hoch bleiben würde.

Ist der Coupon bei hoher Volatilität zu wenig hoch für das Risiko, das der Investor eingeht?

So weit würde ich nicht gehen. Der Coupon ist im Regelfall dem Risiko angemessen. Die Preise bei BRC sind also nicht in bestimmten Phasen zu hoch oder zu niedrig. Auch ihre Kosten liegen in einem vertretbaren Rahmen, das zeigen unsere Studien. Es sind faire Produkte, dahingehend, dass man ein Entgelt für das Risiko bekommt, das man einget – dass also Rendite und Risiko im Gleichgewicht sind.

Aber es ist kein Schnäppchen, bei hoher Volatilität und vermeintlich attraktiven Konditionen zu kaufen? Nein. Die Emittenten wissen sehr genau, wie die Volatilität sich verhält, und verwenden gute Bewertungsmodelle, bei denen Rendite und Risiko sich ausgleichen. Das erwartete Muster ist im Markt eingepreist, der Markt lässt sich nicht übertölpeln.

Und wenn sich der Markt anders entwickelt als allgemein erwartet?

Bleibt die Volatilität länger als erwartet hoch, ist ein BRC ein schlechtes Geschäft, die Risikoprämie ist in diesem Fall zu niedrig. Nur wenn die Volatilität rascher zurückkommt als am Markt angenommen, ist der BRC weniger riskant und wirft einen Mehrwert ab. Das setzt aber voraus, dass man sich zutraut, eine bessere Volatilitätsprognose zu machen als der Rest der Anleger.

Struki seien ein Buch mit sieben Siegeln, ist ein Vorwurf, und, extremer noch, der Anleger werde über den Tisch gezogen. Ihre Meinung dazu? Dem widerspreche ich. Gerade in der Schweiz, am hiesigen Struki-Markt, stimmt die Balance zwischen Rendite und Risiko. Die Investoren werden nicht über den Tisch gezogen, sie werden für das

«Interessant fände ich Produkte auf Unternehmensgewinne, um die Aktienkurse besser zu verankern.»

Risiko entschädigt. Die Gefahr liegt darin, dass der Käufer nur eine Seite betrachtet. Er wird von der Renditechance, die ein Produkt bietet, angezogen und vernachlässigt das Risiko, das letztlich identisch ist mit der Chance.

Ist die Transparenz für die Investoren ausreichend, genügen die bestehenden Informationen?

Für mich, aus externer Warte, fehlt ein Element, das aber zugegebenermassen schwierig zu realisieren ist: die Wahrscheinlichkeitsverteilung. In der Regel wird das Risikoprofil verbal richtig beschrieben, es werden die Extremrisiken genannt, es gibt nützliche Risikokennziffern, auch ein Aus-

zahlungsprofil. Doch für die Investoren ist am Ende relevant: Mit welcher Wahrscheinlichkeit treten bestimmte Szenarien ein?

Wieso braucht es zusätzlich zu den Risiken auch noch Wahrscheinlichkeiten?

Solange man diese Information nicht hat, zumindest näherungsweise, besteht immer die Gefahr, dass man sich auf bestimmte Erwartungen konzentriert – etwa auf eine Seitwärtsbewegung beim Kauf eines BRC. Man muss aber abschätzen können, mit welcher Wahrscheinlichkeit sie eintritt.

Wie lassen sich solche Wahrscheinlichkeiten zeigen?

Im akademischen Bereich ist schon seit längerem eine Diskussion im Gang, wie sich eine solche Wahrscheinlichkeitsverteilung am besten verdeutlichen lässt. Es existieren verschiedene Vorschläge. In Studien zeigt sich jedoch, dass es keinen einfachen Weg gibt. Da wären Fortschritte hilfreich. Auch die Regulierungsbehörden machen sich Gedanken darüber.

Die Emittenten setzen auf ihre Risikokennzahl.

Sie basiert auf dem Value at Risk, der ein sehr beschränktes Bild zeigt. Er misst nur einen bestimmten Aspekt des Verlustrisikos. Es kann sein, dass ganz unterschiedliche Produkttypen – etwa ein Kapitalschutzzertifikat und ein BRC – genau den gleichen Value at Risk haben. Sie haben aber bei der Renditeverteilung ein ganz anderes Profil. Daher ist der Value at Risk zu wenig.

Ist das Risiko nicht das Wichtigste?

Wichtig wäre zu wissen, wie gross die Wahrscheinlichkeit ist, dass die Rendite bestimmte Werte unterschreitet oder in einem bestimmten Intervall liegt. Auch ist wichtig, ob die Verteilung der Renditen symmetrisch ist oder nicht. Bei den BRC ist der Gewinn begrenzt, und es können grosse Verluste auftreten, die Verteilung ist linksschief – sie lehnt nach links. Bei Kapitalschutzzertifikaten kann die untere Schwelle nicht unterschritten werden, die Verteilung ist rechtsschief. Diese verschiedenen Typen muss der Anleger kennen.

Wo sehen Sie Innovationen am Struki-Markt?

Auffällig ist, dass die meisten Basiswerte auch selbst gehandelt werden – für Aktien und Rohstoffe besteht ja ein eigener Markt. Diesen Basismarkt brauchen die Emittenten, damit sie sich absichern und somit die Produkte anbieten können. Innovation wäre aus Anlegersicht sinnvoll im Bereich von Basiswerten, die selbst noch nicht handelbar sind. Zum Beispiel könnte man dies nutzen, um eine längerfristige Orientierung der Investoren zu fördern.

Was wären solche nicht handelbaren Basiswerte?

Interessant fände ich strukturierte Produkte auf Unternehmensgewinne, und zwar auf langfristige, also in fünf oder gar in zehn Jahren. Solche Derivate gibt es schon teilweise für Dividenden. Gäbe es das auch für Unternehmensgewinne, hätte man eine Möglichkeit, die Aktienkurse fundamental besser zu verankern. Das würde eine gute Kontrolle erlauben, etwa wenn die Aktienkurse durch die Decke schiessen, aber die strukturierten Produkte auf die Gewinne anzeigten, dass die Gewinnerwartungen gar nicht mithalten.

Gewinnprognosen vom Markt statt von Analysten.

Bei den Unternehmensgewinnen besteht derzeit die seltsame Situation, dass die Prognosen der Analysten im Durchschnitt nach oben verzerrt sind, was als Optimism Bias bekannt ist. Das typische Muster ist: Drei Jahre im Voraus sind die Gewinnserwartungen allesamt zu hoch, und auf den Berichtstermin hin werden sie nach unten angepasst. Da wäre eine marktbasiertere Vorhersage hilfreich.

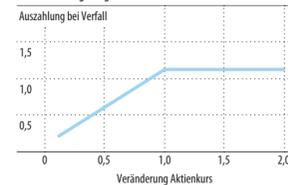
Weshalb gibt es noch keine solchen Produkte?

Die Umsetzung ist schwierig, unter anderem weil solche Produkte für die Emittenten schwierig abzuschern wären. Offen ist auch, ob genügend Nachfrage bestünde.

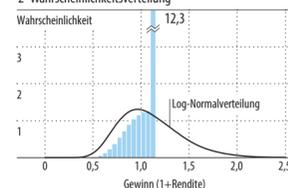
Interview: Hanspeter Frey und Philippe Béguelin

Risiko und Rendite für einen Reverse Convertible

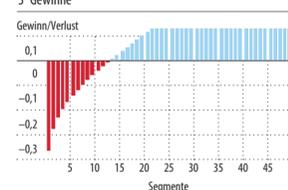
1 Auszahlungsdiagramm



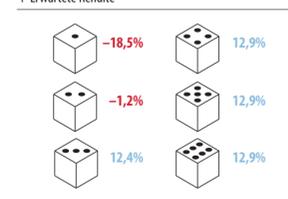
2 Wahrscheinlichkeitsverteilung



3 Gewinne



4 Erwartete Rendite



Quelle: Martin Wallmeier / Grafik: FuM, In

WAHRSCHEINLICHKEIT

Für die Investoren sei am Ende relevant, mit welcher Wahrscheinlichkeit bestimmte Szenarien eintreten, sagt Martin Wallmeier (vgl. Interview). Er liefert Vorschläge, wie für strukturierte Produkte eine Wahrscheinlichkeitsverteilung der Renditen dargestellt werden kann.

Grafik 1: Ausgangspunkt ist das gängige Auszahlungsprofil (Pay-off-Diagramm) per Ende der Laufzeit für einen Reverse Convertible, also ein Zertifikat mit Coupon, aber ohne Barriere.

Grafik 2: Die Wahrscheinlichkeitsverteilung verdeutlicht die sehr hohe Chance, dass die Maximalrendite erzielt wird – sie entspricht dem Coupon. Aber auch kleinere Gewinne sowie Verluste sind durchaus möglich.

Grafik 3: Ebenfalls ein informatives Bild ergibt die Darstellung von fünfzig Renditen (Segmente), die je mit einer Wahrscheinlichkeit von 2% eintreffen. Die Renditen werden in aufsteigender Reihenfolge geordnet, vom grössten Verlust bis zu der Maximalrendite, dem Coupon.

Grafik 4: Auch ein Würfel zeigt Chancen und Risiken. In vier Fällen liefert das Zertifikat (fast) die Maximalrendite, in zwei Fällen resultiert ein Verlust – ein kleiner und ein grosser. Mit wie viel Kapitaleinsatz würden Sie würfeln?