



«Die höhere Rendite eines strukturierten Produkts ist die Entschädigung für ein grösseres Risiko», sagt Martin Wallmeier von der Universität Freiburg.

DOMINIC STEINMANN / NZZ

«Die niedrigen Zinsen können nicht ausgetrickst werden»

Professor Martin Wallmeier über gute und schlechte Gründe, in strukturierte Produkte zu investieren, und den Umstand, dass Kleinanleger vor einem Engagement oft falsche Annahmen treffen.

Herr Wallmeier, das Niedrigzinsumfeld hat sich weiter akzentuiert. Für viele sind strukturierte Finanzprodukte, obwohl umstritten, eine der wenigen Möglichkeiten, noch interessante Renditen zu erzielen. Erachten Sie diese Produkte als geeignete Ergänzung für das Portfolio?
Für mich gibt es gute und schlechte Gründe, um in strukturierte Produkte zu investieren. Die starke Gewichtung der Barrier-Reverse-Convertibles legt nahe, dass viele Anleger den Coupon zu stark in den Vordergrund stellen. Das ist problematisch, denn die Verzinsung ist die Prämie, die der Anleger dafür erhält, dass er mit dem Produkt eine Put-Option veräussert. Dabei ist schon die Bezeichnung missverständlich: Bei Coupons denkt man an eine Zinskomponente, nicht an eine Optionsprämie. Die Investoren können so dem Anlagenotstand, der durch das Tiefzinsumfeld entsteht, nicht entkommen. Die Prämien, die man am Markt für strukturierte Produkte erhält, sind dieselben wie am Markt für die Basisprodukte.

Aber ein Ertrag von einigen Prozenten ist doch attraktiver als keine Verzinsung auf dem Sparkonto?
Das ungünstige Zinsumfeld kann nicht ausgetrickst werden. Anleger müssen sich bewusst sein, dass sich Chancen und Risiken immer die Waage halten und sie bei strukturierten Produkten die Risiken des Basiswerts tragen, also zum Beispiel von Aktien, Rohstoffen oder Gold. Dafür erhalten sie dieselbe Risiko-prämie wie am Markt für die Basisprodukte. Die höhere Maximalrendite eines Renditeoptimierungsprodukts ist einfach eine Entschädigung für das höhere Risiko. Es nützt auch nichts, wegen der hohen Bewertungen am Aktien- und Immobilienmarkt auf strukturierte Produkte auszuweichen. Aktien und Immobilien sind deshalb so hoch bewertet, weil Realwerte sehr stark nachgefragt werden, das Angebot aber unverändert geblieben ist. Strukturierte Produkte können diese Problematik nicht beheben, weil sie keine neuen Realwerte schaffen.

Sehen Sie die strukturierten Produkte als Anlageklasse, der eine feste Grösse im Portfolio zusteht?
Ich sehe sie nicht als eigene Anlageklasse, sondern eher als spezielle Anlageform, die es ermöglicht, indirekt in bereits bestehende Anlagen zu investieren. Wichtig ist, dass der Investor nicht allein auf den Coupon schaut, sondern eine Rendite-Risiko-Abwägung für sein Portfolio vornimmt. Hier kann der Emittent wichtige Dienstleistungen für

den Anleger erbringen, zum Beispiel bei der Währungsabsicherung oder der Investition in Schwellenländer. Die Umsetzung solcher Anlageideen wäre ohne strukturierte Produkte zum Teil komplex oder gar unmöglich.
Ein Privatanleger hat sich entschlossen, indirekt in den Aktienmarkt zu investieren. Empfehlen Sie ihm kotierte Indexzertifikate oder strukturierte Produkte?
Hier würde ich entsprechend dem Core-Satellite-Approach unterscheiden zwischen Kernanlagen und dem, was man aus individuellen Gründen noch beimischen möchte. Den Kern einer An-

«Eine gute Prognose muss mit Szenarien arbeiten.»

lage, also die wichtigsten Anlageklassen, würde ich mit ETF-Produkten abdecken. Sie sind kostengünstig, liquide und durch ein Sondervermögen gesichert. Strukturierte Produkte sehe ich eher als Satelliten in der Portfolio-Beimischung.
Damit meinen Sie Gebiete wie Schwellenländer, Währungen und Rohstoffe?
Genau, in diesen Bereichen kann der Einsatz von Derivaten durchaus Sinn ergeben. Die strukturierten Produkte erschliessen dem Anleger Märkte, die für direkte Anlagen wenig zugänglich sind. Damit lässt sich die Diversifikation von Portefeuilles verbessern, und hier sieht auch das Kosten-Nutzen-Verhältnis im Vergleich mit ETF gut aus.

Wenn man beispielsweise in den Devisenmarkt über strukturierte Produkte investiert, erhält man doch zwei Ebenen, die jede für sich nicht sehr transparent ist.
Es ist eher so, dass die Emittenten dem Investor einen Marktzugang verschaffen können, der die Komplexität für den Käufer reduziert – das ist ein Vorteil. So liegen etwa die Schwierigkeiten in Schwellenländern nicht in der Anlage selbst, sondern in den Rahmenbedingungen, wie etwa Steuervorschriften und Kapitalverkehrsbeschränkungen.
Hat sich ein Anleger für eine Strategie und strukturierte Produkte entschieden, steht er mittlerweile vor einer kaum über-

blickbaren Auswahl an konkurrierenden Produkten. Wie soll er da vorgehen?
Zuerst soll er sich überlegen: Was ist meine Markterwartung, und was ist meine Strategie? Dann ist die Auswahl nicht mehr so schwierig und zumindest die Produkteart naheliegend. Manche strukturierte Produkte sind ohne Zweifel komplex, aber die Swiss Derivative Map zeigt, dass sich die Profile auf drei Grundformen beschränken: Produkte mit linearer Partizipation, Produkte mit Kapitalschutz und Produkte mit Maximalrendite.

Ist die Annahme «Der SMI fällt bis Ende Jahr um 10%» für Sie eine gute Markteinschätzung?
Nein, das erachte ich nicht als gute Prognose, weil es eine Punktschätzung ist. Und eine solche kann eigentlich kein Marktteilnehmer machen. Eine gute Prognose arbeitet daher immer mit Szenarien, denen eine gewisse Wahrscheinlichkeit zugestanden wird. Und genau hier liegt der Knackpunkt. Die Annahme «Der Markt fällt um 10%» beschreibt nur ein einziges Szenario ohne Angabe einer Wahrscheinlichkeit. Strukturierte Produkte enthalten aber immer Gewinnchancen und Verlustrisiken zugleich. Um diese gegeneinander abzuwägen, muss man eine Vorstellung haben, mit welcher Wahrscheinlichkeit welcher Fall eintritt. Gerade auf dieses Austarieren von Chancen und Risiken kommt es an, und diese Anforderung wird oft unterschätzt. Bei Barrier-Reverse-Convertible-Produkten wird beispielsweise immer wieder betont, diese würden sich in seitwärts tendierenden Märkten bewähren. Das klingt plausibel und ist im Prinzip auch richtig. Das Problem ist nur: Wenn im Vorfeld schon klar wäre, dass eine Seitwärtsbewegung eintritt, könnte das Produkt gar keinen Coupon abwerfen. Je höher die Wahr-

MARTIN WALLMEIER

gru. · Martin Wallmeier ist Professor für Finanzmanagement und Rechnungswesen an der Universität Freiburg. Er unterrichtet Corporate Finance am Executive-MBA-Programm der Universität Augsburg. Zuvor war er Gastprofessor an der Universität von Dayton. Seine Forschungsgebiete umfassen u. a. die Vermögensverwaltung, Informationsverarbeitung in Aktien- und Optionsmärkten und empirische Methoden im Kapitalmarkt-Research. Seit 2003 ist er Mitherausgeber der Zeitschrift «Die Unternehmung – Swiss Journal of Business Research and Practice».

scheinlichkeit einer Seitwärtsbewegung ist, umso tiefer ist der Coupon.

Diese Produkte sind für eine sich seitwärts bewegende Börse also nicht geeignet? So würde ich das nicht sagen. Es genügt aber nicht, dass der Investor eine Seitwärtsbewegung erwartet. Falls die anderen Marktteilnehmer diese Erwartung teilen, ist sie bereits eingepreist. Die Anforderung an die Marktmeinung des Anlegers ist höher: Ein Barrier-Reverse-Convertible ist für ihn nur dann von Vorteil, wenn er glaubt, dass «der Markt» die Wahrscheinlichkeit einer Seitwärtsbewegung unterschätzt. Der Anleger muss also überzeugt sein, eine bessere Prognose als der Markt abgeben zu können. Würde man die Anleger fragen, ob sie sich das zutrauen, würden viele mit Nein antworten. Fragt man sie aber, ob sich der Markt voraussichtlich seitwärts bewegt, antworten viele mit Ja. In diesem Fall sind aber Barrier-Reverse-Convertibles nicht das richtige Instrument.

Wenn man sich für eine Produktart entschieden hat, worauf gilt es zu achten, die Preisstellung, die Liquidität, den Emittenten? Das hängt von den Zielen des Anlegers ab. Bei den Anlageprodukten ist die Laufzeit meist auf ein bis drei Jahre beschränkt. Dabei hat der Investor in der Regel das Ziel, das Produkt über die Laufzeit zu halten. Daher ist die Liquidität während der Laufzeit meist nicht das zentrale Anliegen. Die Preise spielen eine wichtige Rolle, sind aber bei den komplexen Produkten für einzelne Anleger kaum zu beurteilen. Empirische Studien zeigen jedoch keine systematischen Preisunterschiede zwischen den einzelnen Anbietern. Das Emittentenrisiko ist allerdings ein wichtiger Punkt, der durch eine breite Diversifikation minimiert oder durch die Wahl einer Cosi-Struktur gleich ausgeschlossen werden sollte. Die Cosi-Produkte werden aber erstaunlicherweise von den Anlegern sehr wenig gewählt.

wickelten Markt, in den USA ist das sogenannte Overpricing deutlich höher.

Sie haben gesagt, dass die Komplexität Kosten begründet. Manchmal hat man den Eindruck, dass vorsätzlich Komplexität geschaffen wird. Es kommen Produkte mit neuen Namen, die ähnlich funktionieren wie bestehende Produkte, auf den Markt. Ist das Pseudoinnovation? Es gibt wahrscheinlich beides – gelungene und weniger gelungene Innovationen. Die Emittenten haben aber keinen Anreiz, weitere Komplexität zu kreieren, nur um Kosten verrechnen zu können. Das Ziel ist vielmehr, Produkte zu verkaufen und dafür einen attraktiven Zusatznutzen anzubieten. Ob es allerdings ein Auto-Callable Feature auf einem bereits komplexen Multi-Barrier-Reverse-Convertible benötigt, sei dahingestellt.

Sie haben die Cosi-Zertifikate als sinnvolles neues Produkt bezeichnet. Hat es in den Jahren danach noch vergleichbare Innovationen mit ähnlichem Nutzen gegeben? In meinen Augen ist das immer noch das Durchschlagendste, Innovativste, was der Markt zuletzt gesehen hat. Ich finde es schade, dass diese Lösung nicht mehr nachgefragt wird. Die Neuheiten, die seither lanciert wurden, betrafen keine Grundsatzfragen. Hingegen sind die individualisierten, die massgeschneiderten Produkte eine wichtige Innovation für qualifizierte und institutionelle Investoren.

Die Cosi-Einführung war ja die Antwort auf das Lehman-Desaster. Bedeutet die tiefe Nachfrage nach diesen Produkten, dass die Investoren das Emittentenproblem wieder vernachlässigen? Ja, man muss sich schon wundern, weshalb das Emittentenrisiko derzeit so tief veranschlagt wird. Dabei ist das systemische Risiko im Finanzsektor nach wie vor schwer einzuschätzen, und Aktieninvestoren stehen den Titeln der Emittenten an der Börse ziemlich kritisch gegenüber. Man würde nicht unbedingt

weise auch die Werbung schuld, die dem Investor eine realistische Einschätzung nicht gerade leichtmacht. Es fängt schon bei den Namen an: Man spricht von Bonus- und Outperformance-Produkten, obwohl ein Malus oder eine Underperformance genauso gut möglich sind. Investoren müssen viel Know-how und eine gewisse Distanz mitbringen, um die Produkte richtig einschätzen zu können.

Was führt denn zu einer falschen Wahrnehmung? Bei Barrier-Reverse-Convertibles werden immer der Coupon und der bedingte Kapitalschutz hervorgehoben. Dabei werden aber zwei Perspektiven vermischt: Der Coupon ist ein Vorteil im Vergleich mit Bonds, der bedingte Kapitalschutz ein Vorteil gegenüber Aktien. Wenn man es aber genau anschaut, hat man gegenüber Anleihen zwar einen höheren Coupon, dafür aber ein Verlustrisiko. Und gegenüber Aktien bieten die Produkte zwar den Kapitalschutz, haben aber den Nachteil einer begrenzten Maximalrendite. So dargestellt, wird das Chancen-Risiko-Profil besser deutlich. Eine verzerrte Wahrnehmung kann sich aber nicht nur auf das Produkt, sondern auch auf den Anleger selbst beziehen. Wir alle tendieren dazu, unsere Prognosefähigkeiten zu überschätzen. Das ist eine zentrale Erkenntnis aus der Behavioral Finance.

Sehen Sie hier Handlungsbedarf für die Aufsichtsbehörde, wenn man bedenkt, dass der Anlegerschutz schon bei weniger komplexen Anlageformen ein grosses Thema ist? Nein, denn man muss von einem mündigen Anleger ausgehen. Natürlich ist eine

Regulierung notwendig. Es ist aber bereits ein angemessenes Niveau erreicht. Die Investoren wissen, dass die strukturierten Produkte nicht dem Kollektiv-anlagengesetz unterstellt sind. Sie wissen auch, dass Werbung nie vollkommen ausgewogen ist. Ein Interessent hat aber ausreichend Möglichkeiten, sich über das Internet oder beispielsweise anhand der vereinfachten Prospekte über die Anlageprodukte zu informieren. Anleger müssen letztlich Eigenverantwortung übernehmen und sollten keine Produkte kaufen, die sie nicht verstehen.

In der Finanzbranche heisst das Gebot der Stunde Fintech. Könnte die Derivatebranche von diesem Trend profitieren?

«Die Investoren müssen letztlich Eigenverantwortung übernehmen.»

Ich sehe keine revolutionären Erfindungen am Horizont. Die Herausforderung wird aber sein, die Steuerung und die Analyse auf die Portfoliostruktur zu übertragen. Es ist erstaunlich, dass strukturierte Produkte auch heute noch oft isoliert von den restlichen Anlagen betrachtet werden. Dabei wird zum Beispiel das Risiko eines einzelnen Produkts analysiert, statt zu fragen, wie diese Beimischung das Risiko des Port-

folios verändert. Es nützt dem Anleger nichts, wenn er in einer Satelliten-Investition ein Kapitalschutzprodukt hält, das Kern-Portfolio aber nicht abgesichert hat. Hier gibt es sicher Bedarf für bessere Informationssysteme, die zeitnah beim Kundengespräch eingesetzt werden können und die aufzeigen, wie sich strukturierte Produkte in die Portfoliostruktur einfügen.

Bezüglich Volatilität heisst es immer, die strukturierten Produkte brauchten diese, damit überhaupt eine Preisfindung möglich ist. Eine zu hohe Volatilität ist dann aber auch nicht gewünscht. Gibt es ein ideales Umfeld? Es gibt kein ideales Umfeld. Diese Volatilitätsaussagen lassen die Rendite-Risiko-Aspekte ausser acht. Es stimmt: Bei hohen Volatilitäten können höhere Coupons und tiefere Barrieren offeriert werden. Aber ist das aus Sicht der Kunden wirklich ein Vorteil? Der höhere Coupon und die tiefere Barriere sind einfach ein Abbild des höheren Risikos.

Das Angebot an strukturierten Produkten ist mittlerweile riesig, wie könnte man die Übersicht zurückgewinnen? Die Vielfalt ist sehr gross, aber der Markt konzentriert sich letztlich doch auf wenige Produkttypen. Mit den einfachsten Grundformen der Pay-off-Profile in der Swiss Derivate Map hat man bereits den grössten Teil des Marktes abgedeckt. Dass es für viele Basiswerte entsprechende Derivate gibt, ist eher ein Vorteil. Eine grosse Vielfalt gehört fast zwangsläufig zu einem Markt, der Innovationen hervorbringen und flexibel und schnell auf neue Entwicklungen reagieren soll. Interview: Werner Grundlehner

«Man muss sich wundern, dass die Anleger das Emittentenrisiko derzeit so tief veranschlagen, obwohl die systemischen Risiken ziemlich schwer abzuschätzen sind.»

Im Niedrigzinsumfeld nimmt der Negativeffekt von Kosten und Gebühren zu. Was sagen Sie zum oft gehörten Vorwurf, strukturierte Produkte umfassten hohe nicht ausgewiesene Kosten? Bei den Kosten würde ich einen Vergleich anstellen zwischen dem effektiven Verkaufspreis und einem theoretischen Produktpreis. Zu den Unterschieden zwischen diesen Preisen bestehen zahlreiche Studien. Dabei handelt es sich natürlich nicht nur um Gewinne der Anbieter – denn auch die Strukturierung, das Hedging und der Vertrieb müssen finanziert werden. Trotzdem ist für mich der Zuschlag auf den theoretischen Produktpreis relevant, denn er zeigt dem Anleger, was ihm die Paketlösung wert sein muss – ist er bereit, dafür je nach Produkt etwa 0,5 bis 3,5% p. a. zu zahlen?

Aber ich als Anleger kann ja nicht abschätzen, ob eine derartige Strukturierung so oder so viel wert ist? Der Investor muss sich vor allem überlegen, ob er eine solche Strukturierung überhaupt braucht. Gibt es einen guten Grund, diese komplexen Produkte zu kaufen, oder soll das Gesamtrisiko-Profil des Portfolios mit einfacheren Mitteln gesteuert werden? Da stösst man dann schnell an eine Obergrenze, was eine derartige komplexe Strukturierung kosten darf.

Haben sich die Kosten der Branche durch das Verbot von Retrozessionen reduziert? Diese Diskussion dürfte die Preisstellung nicht wesentlich beeinflusst haben. In unseren Studien hat sich aber gezeigt, dass die Kosten in der Schweiz moderat sind. Das spricht für einen hochent-

dauerhaft Beträge auf dem Sparkonto halten, die weit über die Einlagensicherung hinausgehen. Wieso soll man dann auf eine Cosi-Absicherung bei strukturierten Produkten verzichten? Die Käufer müssen sich immer wieder bewusst machen, dass strukturierte Produkte Inhaber-Schuldverschreibungen des Emittenten sind.

Die Schweiz war und ist ein Vorzeigemarkt für strukturierte Produkte. Wieso ist das so und wird das so bleiben? Hat die Asset-Management-Initiative hier noch einen Einfluss? Für die Stärke gibt es zahlreiche Gründe. Ein entscheidender ist das Fachwissen in der Vermögensverwaltung, zudem wurde früh Transparenz geschaffen. Ich nehme an, dass die Branche ihr Gewicht halten kann, auch weil die Regulierung klar geregelt ist. Für die Asset-Management-Initiative sind die Derivate mit einem durchschnittlichen Anteil im Kundenportfolio von unter 3% aber ein Nischenthema. Dieser Anteil dürfte sich nicht substanziell verändern, vor allem wenn man bedenkt, dass sich der Markt vor allem auf Barrier-Reverse-Convertibles konzentriert.

Sind diese 3% ein gutes Niveau, oder sollten es wieder etwas mehr werden – so 7% wie im Jahr 2007? Das ist schwierig zu beantworten, ob 3, 5 oder 7% angemessen sind. Würde man Partizipationsprodukte ins Zentrum rücken, könnte ich mir einen höheren Wert vorstellen. Wenn hingegen Couponprodukte stark im Vordergrund stehen, scheinen mir 3% ein eher hoher Anteil zu sein. Die Couponprodukte werden vermutlich von vielen Anlegern einseitig wahrgenommen. Daran ist teil-

NEUE STANDARDS FÜR IHRE FINANZEN.

Jetzt wechseln zur neuen eTrading Plattform.

swissquote.com/trading

 **SWISSQUOTE**