

«Anleger ignorieren oft das Risiko»

Der Finanzprofessor Manuel Ammann beleuchtet die Risiken von strukturierten Produkten im Portfolio, bemängelt die fehlende Kostentransparenz der Banken und relativiert den allgemeinen Boom

NZZ am Sonntag: Herr Ammann, welche Auswirkungen hatte oder hat die Krise der schlechten Immobilienkredite in den USA auf den Markt für strukturierte Produkte?

Manuel Ammann: Solange sich die Aktienmärkte nicht deutlich abwärts bewegen, bleiben die Auswirkungen beschränkt. Die Volatilität hat zwar zugenommen, und es gab auch Tage, an denen Einbrüche zu verzeichnen waren – aber ein länger anhaltender Abwärtstrend setzte nicht ein.

Haben die Maximalrendite-Produkte somit ihre Feuertaufe bestanden?

Die eigentliche Feuertaufe kommt erst bei einer starken Abwärtsbewegung oder einer längeren Baisse.

Wieso verkauft sich der Barrier Reverse Convertible, der Blockbuster der strukturierten Produkte, so gut?

Anleger haben ein Bedürfnis nach einem hohen Coupon. In einer Zeit der tiefen Zinsen und beschränkter Alternativen sind viele Anleger bereit, dafür beträchtliche Risiken einzugehen. Der durch den Barrier gegebene Puffer erleichtert das Tragen des Risikos, weil kleinere Abwärtsbewegungen aufgefangen werden.

Dabei steht dem Verzicht auf das ganze Gewinnpotenzial ein theoretischer Totalverlust gegenüber...

... weshalb sich diese Produkte vor allem für Spekulationen auf seitwärts tendierende Märkte und eine tiefe Volatilität anbieten. Mit einem Barrier Reverse Convertible verkauft der Anleger der Bank eine Put-Option, womit die Banken im Prinzip von ihren Kunden eine Absicherung einkaufen.

Ist denn der Markt der strukturierten Produkte nicht hauptsächlich durch die Nachfrage der Kunden getrieben?

Einerseits schon, denn das Bedürfnis nach hohen Coupons ist ja da. Und der Konkurrenzdruck sorgt dafür, dass die Anbieter nicht völlig am Kunden vorbei produzieren können. Andererseits darf man den Einfluss des Marketings auf den durchschnittlichen Privatkunden nicht unterschätzen.

Doch offenbar sind strukturierte Produkte eine Möglichkeit für Banken, ihre Risiken den Kunden weiterzureichen.

Sicher. Banken, welche sich absichern möchten, können das anstatt auf dem Markt über strukturierte Pro-

dukte tun, die erst noch eine zusätzliche Marge generieren. Für die Banken ein attraktives Geschäft. Aber wenn die Kunden bereit sind, diese Risiken zu tragen, ist das in Ordnung.

Welcher Art ist denn das Risiko, das sich ein Anleger mit einem strukturierten Produkt ins Portfolio holt?

Die Risiken können ganz unterschiedlicher Art sein. Beim Multi Barrier Reverse Convertible übernimmt der Bankkunde das spezifische Risiko von bestimmten Firmen. Das Produkt ist sensitiv der schlechtesten Aktie gegenüber – und das ist schlecht fürs Portfolio.

Warum?

Weil man zumindest aus anlagentechnischer Sicht versuchen müsste, die spezifischen Risiken durch Diversifikation zu eliminieren. Diese Produkte machen aber genau das Gegenteil: Sie bringen spezifische Risiken ins Portfolio. Das führt zu einem ungünstigen Rendite-Risiko-Verhältnis.

Also müssten die Anlageberater auf solche Risiken unbedingt hinweisen.

Richtig. Das geschieht aber zu wenig. Die Anlageberater befinden sich in einer Konfliktsituation: Sie müssen zwei Seiten dienen, welche unter Umständen unterschiedliche Interessen haben. Auf der einen Seite der Bank, welche an solchen Produkten verdient, und auf der andern Seite dem Kunden, der aus Portfolio-theoretischer Sicht eventuell gar keine solchen Produkte kaufen sollte.

Könnte ein Kunde sich ein strukturiertes Produkt selber zusammenstellen?

Nein, das ist in den meisten Fällen nicht realistisch. Zur Konstruktion eines derivativen Produkts muss man Optionen handeln oder gar eine dynamische Replikationsstrategie durchführen. Dazu muss man spezialisiertes Know-how haben und mit minimalen Transaktionskosten handeln können, da unter Umständen täglich Positionen angepasst werden müssen.

Somit sind Kunden beim Kauf eines strukturierten Produkts auf Banken angewiesen. Doch über die Kosten eines Produkts erfährt der Kunde fast nichts.

Banken sind sehr transparent, was die Pay-off-Struktur eines Produkts anbelangt. Der Kunde weiss genau, wie viel er bei welchem Szenario bekommt oder verliert. Bei den Kosten hört die Transparenz aber auf. Da der faire Wert einer Option, welche Bestandteil des Produkt ist, schwierig festzulegen ist, lassen sich die tatsächlichen Kosten gut verstecken.

Gibt es denn überhaupt keine Möglichkeit, die Kosten von strukturierten Produkten zu deklarieren?

Doch. Bei Options-Produkten können Banken zum Beispiel die implizite

Volatilität angeben, auf deren Basis der Preis berechnet wurde. Versiertere Kunden könnten dann die Volatilität des strukturierten Produkts mit der am Markt gehandelten Volatilität vergleichen.

Treibt der intensive Konkurrenzkampf die Kosten nicht automatisch auf das tiefstmögliche Niveau?

Bei den klassischen Produkten konnte man tatsächlich einen Rückgang der Margen beobachten. Deswegen kommen immer wieder neue komplexe Produkte auf den Markt: Sie sind margenmässig interessanter und weniger der Konkurrenz ausgesetzt.

Aber eigentlich müsste man von den Banken verlangen dürfen, dass sie die Bewertung ihrer Produkte offenlegen.

Ganz klar. Und ein guter Anlageberater würde genau das versuchen zu tun. Doch die Kunden nehmen halt oft einfach in Kauf, dass sie nicht wissen, ob sie ein billiges oder ein teures Produkt kaufen.

Befinden wir uns bei den strukturierten Produkten in einer Boomphase, oder sehen Sie, wie verschiedene Beobachter dies geäußert haben, eine eigentliche Revolution im Anlagebereich?

Strukturierte Produkte sind dank ihrer Vielfalt eine wichtige Ergänzung. Aber sie werden den Core-Invest-

ments für Privatanleger, den Fonds, nicht den Rang ablaufen. Der Hauptgrund dafür liegt im Gegenpartei-Risiko gegenüber der herausgebenden Bank. Auch wenn bei den soliden Emittenten dieses Kreditrisiko klein ist, so macht es das Produkt trotzdem als Kerninvestition unattraktiv, weil das Risiko erstens unnötig ist und zweitens nicht entschädigt wird.

Betrachten Sie es als positiv, wenn jede Regung auf den Finanzmärkten oder das Aufkommen neuer Themen sofort in Form eines strukturierten Produkts dem Anleger angeboten werden?

Für den Finanzmarkt und die Anleger ist es gut, wenn möglichst viele Risiken handelbar sind. Das ist auch ein wichtiger Wettbewerbsvorteil der strukturierten Produkte gegenüber Fonds, denn sie erlauben es, schnell mit neuen Produkten am Markt zu sein. Aber das heisst nicht, dass es in jedem Fall Sinn ergibt, in diese Produkte zu investieren.

Was spricht dagegen?

Themen-Investitionen führen oft zu einer Verringerung der Diversifikation. Eine Verschlechterung des Rendite-Risiko-Verhältnisses des Portfolios ist die Folge. Zudem ist die Gefahr gross, dass man einem Hype aufsitzt.

Worauf sollte man setzen, wenn man strukturierte Produkte kauft?

Auf Ausgewogenheit des Portfolios und breite Diversifikation. Zufällig eingekaufte Sammelsurien von Produkten führen selten zum Investitionserfolg. Dabei liegt das Problem weniger bei den Produkten an sich, sondern beim unzulänglichen Einsatz.

Interview: Daniel Puntas Bernet