



Sonderbeilage

Neue Zürcher Zeitung  
8021 Zürich  
044/ 258 11 11  
www.nzz.ch

Medienart: Print  
Medientyp: Tages- und Wochenpresse  
Auflage: 115'622  
Erscheinungsweise: unregelmässig

Themen-Nr.: 377.009  
Abo-Nr.: 377009  
Seite: 3  
Fläche: 86'452 mm<sup>2</sup>

# «Die Zeiten der Goldgräber sind vorbei»

*Manuel Ammann über die Entwicklung des Zertifikatemarktes, undurchsichtige Preissetzung und die Vorteile des Nichtwissens.*



Manuel Ammann hält die Debatte um die ethische Richtigkeit der Spekulation für undifferenziert.

KARIN HOER / NZZ

*Die Statistiken der Schweizerischen Nationalbank zeigen eine stete Schrumpfung des Zertifikatesegments. Verlieren strukturierte Produkte an Bedeutung?*

Das Geschäft mit strukturierten Produkten hat bereits markant an Bedeutung verloren. Der Zertifikate-Anteil in den Portfolios der Anleger ist heute nur noch halb so hoch wie zu Spitzenzeiten vor der Finanzkrise.

*Branchenvertreter behaupten, die Statistik spiegle die Realität nicht.*

Das kann ich nicht nachvollziehen. Letztlich zählt, wie hoch der Anteil strukturierter Produkte in den Portfolios ist. Absolut gesehen ist das Volumen zwar weniger stark geschrumpft, weil der Gesamtwert der Portfolios heute höher ist als zu Vorkrisenzeiten. Im Vergleich mit anderen Anlageformen ist die Bedeutung von Zertifikaten heute aber nur noch halb so gross.

*Woran liegt das?*

Zum einen hat der Kollaps der Investmentbank Lehman Brothers 2008 zu einem Vertrauensverlust geführt, weil dadurch Produkte ausgefallen sind. Dieses Gegenparteirisiko hat man vor der Finanzkrise oft ausgeblendet. In der Folge sind viele Privatanleger komplett aus dem Markt ausgestiegen. Zum anderen wurde aber vor der Finanzkrise mit 7% auch ein sehr hoher Anteil am Anlagevolumen erreicht. Es ist fraglich, ob ein so hoher Wert langfristig zu halten gewesen wäre. Das heutige Niveau [3,6%; Anm.] ist wohl realistischer. Auch wenn das Vertrauen der Anleger wiederkehrt, wird es schwierig sein, das alte Niveau wieder zu erreichen.

*Wie hat sich die Branche seit der Finanzkrise verändert?*

Die wichtigste Neuerung waren sicherlich die pfandbesicherten Zertifikate, die das Gegenparteirisiko minimieren.

Sonst sind die Produkte recht ähnlich geblieben. Kapitalschutzprodukte haben Marktanteile verloren zugunsten der Kategorie der Renditeoptimierungsprodukte; wobei ich diesen Begriff ungern verwende, weil er den wahren Charakter der Scheine – der Anleger verkauft eine Put-Option an die Bank und trägt somit das Kursrisiko des



Sonderbeilage

Neue Zürcher Zeitung  
8021 Zürich  
044/ 258 11 11  
www.nzz.ch

Medienart: Print  
Medientyp: Tages- und Wochenpresse  
Auflage: 115'622  
Erscheinungsweise: unregelmässig

Themen-Nr.: 377.009  
Abo-Nr.: 377009  
Seite: 3  
Fläche: 86'452 mm<sup>2</sup>

Basiswerts – verschleiert.

*Warum ist diese Produktkategorie heute so beliebt?*

Das liegt vor allem am niedrigen Zinsniveau. Es macht Kapitalschutzprodukte optisch unattraktiver und Short-Put-Strategien wie eben Renditeoptimierungsprodukte mit ihren hohen Coupons optisch attraktiver. Das ist aber nur eine Illusion.

## «Der gewöhnliche Privatanleger braucht keine strukturierten Anlageprodukte.»

*Wie können Anleger abschätzen, ob der Preis eines strukturierten Produkts gerechtfertigt ist?*

Die meisten Privatanleger – und auch viele institutionelle Anleger – sind nicht in der Lage, die Bewertung eines strukturierten Produktes zu beurteilen. Sie können allenfalls versuchen, den Preis eines Zertifikats mit dem anderer strukturierter Produkte mit ähnlichen Charakteristika zu vergleichen. Ein solcher Vergleich ist aber meist nur sehr rudimentär oder sogar irreführend, weil von unterschiedlichen Banken kaum eins zu eins vergleichbare strukturierte Produkte ausgegeben werden. In Zukunft könnten aber Online-Plattformen für massgeschneiderte Zertifikate den Vergleich von Konditionen erleichtern.

*Welche anderen Entwicklungen werden den Markt für strukturierte Produkte sonst noch prägen?*

Ein wichtiger Treiber ist die Regulierung. Sie kann die Marktentwicklung fördern oder behindern. Ein gutes Beispiel ist Südkorea. Dort wurde der Handel mit Zertifikaten regulatorisch erschwert. In der Folge hat der Markt sehr stark gelitten. Eine ähnliche Entwicklung dürfte es in der Schweiz aber nicht geben. Hierzulande steht derzeit vor

allem der Kundenschutz im Zentrum neuer Regulierungsvorhaben. Das betrifft aber nicht nur Zertifikate, sondern auch andere Anlageprodukte.

*Eignen sich strukturierte Produkte überhaupt als Investments für Privatanleger?*

Der durchschnittliche Privatanleger braucht keine strukturierten Produkte. Diese bedienen besondere Bedürfnisse, etwa in Bezug auf die Struktur der Auszahlung oder die Basiswerte. Rohstoffe lassen sich etwa über Zertifikate einfach handeln. Gerade bei exotischen Strukturen wie etwa den Multi-Barrier Reverse Convertibles frage ich mich schon, warum Anleger solche Auszahlungsprofile nachfragen. Das ist mit der Portfoliotheorie oft nicht rational begründbar. Aber man darf deshalb Zertifikate nicht pauschal ablehnen, denn ihre Welt ist sehr vielfältig, und irrational investieren kann man auch mit anderen Finanzprodukten. Entscheidend ist, dass das Gesamtportfolio ausgewogen ist, das Risiko dem Anleger entspricht und die Kosten nicht zu hoch sind.

*Halten Sie die finanzielle Bildung der Schweizer für ausreichend?*

Die Schweiz schneidet bei Länderstudien zu diesem Thema meist gut ab. Aber natürlich gibt es Verbesserungspotenzial. Viele Anleger sind in Fragen der Geldanlage sehr unbedarft und verlassen sich blind auf Berater. Das kann heikel sein, je nachdem, welche Anreizstrukturen diese haben. Man darf sich aber nicht in der Illusion wiegen, dass man die Menschen nur etwas besser ausbilden müsste und alle Probleme würden verschwinden. Manchmal ist Halbwissen gefährlicher als gar kein Wissen, weil man unvorsichtig wird.

*Strukturierte Produkte werden oft als intransparent bezeichnet. Zu Recht?*

Man muss zwischen der Transparenz des Produkts und der Transparenz der Bewertung unterscheiden. Erstere ist bei strukturierten Produkten sehr hoch. Die Auszahlung, die man am Ende erhält, ist klar festgelegt – auch wenn die Formeln zum Teil komplex sind. In dieser Hinsicht sind strukturierte Produkte zum Beispiel auch transparenter als ein

aktiver Anlagefonds, bei dem man ja nicht genau weiss, was der Fondsmanager mit dem Geld anstellt. Die Preissetzung ist bei strukturierten Produkten aber in der Regel intransparent, auch wenn manche Anbieter nun für ihre Zertifikate Kostenquoten ausweisen. Doch auch solche Total Expense Ratios bieten die Möglichkeit, Kosten zu verstecken. Für eine vollkommen transparente Bewertung, etwa durch eine unabhängige Kontrollinstanz, müsste man eine Fülle von Informationen und Annahmen kennen, welche die Emittenten in der Regel nicht preisgeben wollen. Dazu kommen technische Unschärfen der Bewertung, die es schwer machen, einen einzigen «richtigen» Preis in Franken und Rappen anzugeben.

*Ist eine Total Expense Ratio für strukturierte Produkte also sinnlos?*

Bei Zertifikaten mit Optionskomponenten kann sie eine Transparenz vortäuschen. Anders sieht es bei Produkten ohne Optionen aus, etwa bei Tracker-Zertifikaten. Dort lassen sich die Kosten gut ausweisen. Generell sind Vor-

## «Online-Plattformen könnten künftig den Vergleich von Konditionen erleichtern.»

stösse wie die Total Expense Ratio zu begrüssen. Aber bei Produkten mit Optionskomponenten wird es nie perfekte Transparenz geben.

*Wie hat sich das Interesse der Studenten an der Derivatebranche verändert? Vor der Krise träumten viele von einer Karriere in diesem Bereich.*

Die Goldgräberzeiten sind vorbei. Das merkt man an der Nachfrage nach Fachkräften und am Lohnniveau der Branche. Auch die Studierenden fixieren sich nicht mehr so stark auf diesen Bereich. Es bleibt aber wichtig, sich mit Derivaten auszukennen, auch wenn man später





Sonderbeilage

Neue Zürcher Zeitung  
8021 Zürich  
044/ 258 11 11  
www.nzz.ch

Medienart: Print  
Medientyp: Tages- und Wochenpresse  
Auflage: 115'622  
Erscheinungsweise: unregelmässig

Themen-Nr.: 377.009  
Abo-Nr.: 377009  
Seite: 3  
Fläche: 86'452 mm<sup>2</sup>

nicht in der Derivatebranche arbeitet. Mit Derivaten ist man heute in jedem grösseren Unternehmen konfrontiert.

*Wie sehen Sie die Entwicklung an den Aktienmärkten? Geht das Rally weiter?*  
Kurzfristige Prognosen sind unmöglich. Längerfristig, im Bereich von zehn bis zwanzig Jahren, orientieren sich die Märkte aber an fundamentalen Grössen wie der Gewinnentwicklung der Unternehmen. Wenn man die derzeitigen Bewertungen und die rekordtiefen Zinsen betrachtet, ist zu vermuten, dass die durchschnittlichen Renditen in den kommenden zehn Jahren tiefer liegen werden als in der Vergangenheit.

*Wie haben Derivate die Finanzwelt verändert?*

Derivate haben nicht nur die Finanzwelt, sondern auch die Realwirtschaft sehr stark verändert. Heute ist es undenkbar, dass Banken oder grosse Unternehmen keine Derivate zum Risikomanagement einsetzen. Dabei eröffnen ihnen diese ganz neue Möglichkeiten. Diesen positiven Effekt muss man stets betonen, damit er neben den beständig diskutierten Risiken und Gefahren von Derivaten nicht untergeht.

*Was halten Sie von der Debatte um «unethische» Spekulation mit Derivaten?*

Die Debatte ist sehr undifferenziert. Bei beschränkt lagerbaren Rohstoffen wie Nahrungsmitteln können sich normale Anleger nur im Derivatemarkt engagieren. Sie mieten keine Lagerhäuser, um Weizen zu horten und darauf zu hoffen, dass dessen Preis steigt. Der physisch vorhandene Weizen ist somit immer noch gleichermassen verfügbar, auch wenn die Anleger mit Derivaten handeln. Letztere werden nämlich auch am Derivatemarkt wieder glattgestellt, ohne dass es je zu einer Auslieferung des physischen Guts kommt.

*Sehen Sie bei strukturierten Produkten noch Raum für Innovationen?*

Sicherlich. In den vergangenen Jahren war die Pfandbesicherung die wichtigste Innovation. Ihr Ursprung war der Schadensfall Lehman Brothers, der ein neues Bedürfnis erzeugte. Neue Bedürfnisse erzeugen neue Angebote. Und Angebote, die nicht auf genügend

Nachfrage stossen, verschwinden wieder vom Markt. Ich bin überzeugt, dass wir auch in Zukunft bedeutende Finanzinnovationen sehen werden, auch wenn die Kadenz abnimmt.

*Interview: Christian Gattringer*

## MANUEL AMMANN

*gat.* · Manuel Ammann ist Professor für Finanzen und Leiter des Finanzinstituts der Universität St. Gallen. Er gilt als Experte für die Zertifikate-Branche. Seine Forschungsgebiete umfassen derivative Produkte, Anlageverwaltung und Risikomanagement. Er ist Mitgründer der Algotin AG und Verwaltungsrat bei der St. Galler Kantonalbank.