

# «Die Risiken der Barriere-Produkte sind für Privatanleger nicht überschaubar»

## Ein Roundtable zu den Vor- und Nachteilen von strukturierten Produkten sowie ihrem Einsatz im Portefeuille

Trotz den Rückschlägen durch die Erfahrungen in Krisenzeiten dürften strukturierte Produkte weiter boomen. Über Themen der Branche diskutierten Thomas Greminger (Basler Kantonalbank), Markus Leippold (Imperial College London), Matthias Schäfer (Credit Suisse), Roger Studer (Derivate-Verband / Vontobel) und Stéphane Wüthrich (Adnovis). Die Diskussion moderierten Claudia Aebersold Szalay und Michael Rasch.

*Warum sollten Anleger strukturierte Produkte kaufen? Wer mit seinem Geld spielen will, kann doch ins Kasino gehen.*

**Roger Studer:** Wer spielen will, sollte tatsächlich besser ins Kasino gehen. Bei strukturierten Produkten handelt es sich um Investitionen. Die Produkte bieten gerade Privatinvestoren Vorteile. Sie erhalten Zugang zu Basiswerten, in die sie früher nicht investieren konnten, etwa zu vielen Rohwaren, Devisen oder Emerging Markets. Und sie können sich auf ihre individuellen Bedürfnisse zugeschnittene Risiko-Rendite-Profile zusammenstellen.

**Markus Leippold:** Ich denke, das Spielmotiv kann schon eine Rolle spielen, aber die Optimierung des Rendite-Risiko-Profiles halte ich auch für den viel wichtigeren Vorteil.

### Einsatz auch in Mandaten

*Gilt das denn auch für die Vermögensverwaltungsmandate; hat es dort auch Sinn, strukturierte Produkte einzusetzen?*

**Stéphane Wüthrich:** Sicher, zumindest wenn die Produkte richtig eingesetzt werden. Wichtig ist immer der Kontext, in dem man sie benutzt. Der grosse Vorteil der Produkte liegt ja gerade darin, dass man mit ihnen praktisch jede Markterwartung abbilden kann. Wenn in der Vermögensverwaltung der Anlageprozess seriös ist, kann man mit strukturierten Produkten Markterwartungen so präzise abbilden, wie es mit herkömmlichen Instrumenten unmöglich wäre.

**Thomas Greminger:** Richtig, mit traditionellen Instrumenten ist es beispielsweise schwierig, sich auf fallende Kurse einzustellen, da bieten strukturierte klare Vorteile. Letztlich kommt es immer darauf an, wie man die Instrumente nutzt. Richtig eingesetzt, sind strukturierte Produkte auch in Vermögensverwaltungsmandaten sinnvoll.

*Aber es haben doch nicht alle Kunden, die ein Vermögensverwaltungsmandat bei einer Bank in Auftrag gegeben haben, dieselben Bedürfnisse. Deshalb kann es doch nicht sinnvoll sein, allen die gleichen Produkte ins Depot zu legen?*

**Studer:** Es gibt in der Schweiz etwa 26 000 verschiedene strukturierte Produkte, die den Investoren über die Börse zugänglich sind. Da findet sich ein geeignetes Produkt für fast alle Bedürfnisse.

*Das ist ja der Punkt. Es können kaum alle Kunden*

*mit einem Mandat dieselben individuellen Bedürfnisse haben – und trotzdem werden ihnen oft die gleichen Produkte ins Depot gelegt.*

**Greminger:** Also der Anlageprozess muss schon seriös sein. In Depots mit einer defensiven Einkommensstrategie dürfen nicht dieselben Produkte enthalten sein wie in Depots mit einer aggressiven Wachstumsstrategie.

**Wüthrich:** So ist es, der Anlageprozess ist das Entscheidende. Als Erstes gilt es immer abzuklären, wie das Risikoprofil eines Kunden ist. Erst danach darf darüber nachgedacht werden, wie die Anlagestrategie umsetzbar ist und ob dabei strukturierte Produkte zum Einsatz kommen sollen. Die strategische Positionierung ist für den Anlageerfolg matchentscheidend.

**Matthias Schäfer:** Aber wenn ein gewisser Trend aktuell ist, beispielsweise die Hausse bei den Rohstoffen, dann können viele Investoren davon profitieren, allerdings mit unterschiedlichem Risiko. Bei den defensiven Depots kommen dann vielleicht nur Rohwaren-Produkte mit Kapitalschutz in Frage, bei den Wachstumsstrategien hingegen gegebenenfalls sogar Mini-Futures auf Rohwaren.

### Anlageberater sind keine Universalgenies

*Die schwierige Arbeit des Anlageberaters wird durch die immense Vielfalt der Produkte noch anspruchsvoller. Sind diese dem gewachsen?*

**Greminger:** Die grosse Vielfalt ist eine Herausforderung, aber auch eine Chance, weil sie es erlaubt, immer noch bessere Produkte zu finden. Doch die Auswahl ist natürlich schwierig.

**Leippold:** Die Arbeit der Berater wird immer schwieriger. Die klassische Finanzmarkttheorie bietet dazu keine Entscheidungshilfe, denn sie kann eigentlich nicht erklären, weshalb Anleger strukturierte Produkte überhaupt kaufen sollten. Tatsächlich klafft gerade bezüglich des Investitionsverhaltens privater Anleger eine grosse Lücke zwischen normativer Theorie und dem tatsächlichen Verhalten. Jedoch ist zumindest teilweise die Nachfrage der Privatanleger nach strukturierten Produkten durch Behavioral Finance erklärbar. Dieser Umstand führt zu einem extrem anspruchsvollen Beratungsprozess.

**Greminger:** Die Anlageberater sind natürlich keine Universalgenies, die ohne weiteres die besten aus 25 000 Produkten finden.

**Schäfer:** Der Beratungsbedarf ist ja auch sehr unterschiedlich, je nachdem, ob es sich bei den Kunden um private oder institutionelle handelt. Letztere haben meistens schon sehr genaue Vorstellungen davon, was sie mit einem strukturierten Produkt erreichen wollen, und die Bank kann ihnen dazu ein Vehikel auf Mass schneidern. Im Private Banking ist die Verantwortung des Beraters dagegen grösser.

**Greminger:** Man sieht immer wieder, wenn kein sauberer Anlageansatz angewendet wurde, dann herrscht am Ende ein grosser Wirrwarr in den Depots. Manche Privatkunden kaufen einfach nach Lust und Laune, ohne am Ende noch zu wissen, was eigentlich ihr Gesamtrisiko ist.

**Studer:** Ein strukturierter Investitionsprozess und eine ausgewogene Diversifikation sind unabdingbare Voraussetzungen für den Anlageerfolg. Dies gilt für Investitionen in Aktien genauso wie für strukturierte Produkte.

### Uneinheitliche Klassifizierung

**Schäfer:** Stimmt, gerade die jüngsten Finanzmarkturbulenzen haben dies wieder gezeigt. Reverse Convertibles waren die meistgefragten Produkte in den vergangenen Jahren, als dann durch die Subprime-Krise viele Aktien, auch Blue Chips, stark unter Druck kamen, hatten die Anleger vermehrt Aktien in ihren Depots.

**Leippold:** Bei den strukturierten Produkten ist eben auch ein typischer Produktzyklus erkennbar: Nach dem Platzen der Technologieblase waren vor allem Kapitalschutzprodukte gefragt. Dann, als die Märkte wieder boomten und die Anleger sich an tiefe Volatilitäten und hohes Dividendenwachstum gewöhnt hatten, fragten sie wieder mehr Risiko nach, bis schliesslich die Reverse Convertibles sehr «in» waren. Diese Beobachtung steht wiederum in Einklang mit den Erkenntnissen aus der Verhaltensforschung. Das menschliche Gehirn erinnert sich besonders an die letzte Erfahrung, welche somit die aktuelle Entscheidung prägt. Auf die Attraktivität und das Wachstum des Marktes für strukturierte Produkte hat dies jedoch keinen Einfluss. Die Derivatebranche wird nun wieder Innovationen generieren, die neuen Ansprüchen genügen.

**Wüthrich:** Reverse Convertibles sind auch in einer Baisse-Phase kein Problem, wenn sie der richtigen Anlageklasse zugeteilt worden sind. Und hier sind wir wieder beim Anlageprozess, der sauber gemacht werden muss. Es ist natürlich absurd, Reverse Convertibles etwa der Kategorie Obligationen zuzuteilen, wenn durch den «Knock-in» am Ende in den Depots plötzlich Klumpen von ein paar wenigen Aktien liegen. Die Risikoausrichtung stimmt dann überhaupt nicht mehr. Die Branche hat aber noch keine verbindliche Antwort darauf geliefert, zu welcher Anlageklasse Reverse Convertibles gezählt werden sollten.

*Vollzieht denn jede Bank diese Kategorisierung nach eigenem Gutdünken?*

**Wüthrich:** Wir sehen in den Depots der Kunden, die zu uns kommen, sehr unterschiedliche Zuteilungen zu den einzelnen Anlageklassen. Das ist problematisch, denn ein Kunde, der sein Depot anschaut und ein strukturiertes Produkt unter der Rubrik Obligationen sieht, wiegt sich vielleicht in falscher Sicherheit.

**Schäfer:** Das ist sicher richtig. Wir sehen aber eine gewisse Verbesserung im Vergleich mit früheren Jahren. Während des Platzens der Technologie-Blase war es gang und gäbe, dass Reverse Convertibles den Festverzinslichen zugeteilt wurden, heutzutage scheint mir dies eher die Ausnahme zu sein.

**Studer:** Das Risiko eines strukturierten Produktes kann sich aber auch während der Laufzeit ändern. Die meisten Banken tragen dem inzwischen Rechnung, indem sie die Produkte in den Depotauszügen dynamisch der entsprechenden Risiko- oder Anlagekategorie zuweisen.

*Ist da nicht auch der Verband gefordert, konkrete Vorschläge zu machen, wie dies gehandhabt werden soll?*

**Studer:** Auf jeden Fall. Der Verband erarbeitet momentan eine Risikoklassifizierung, um dem

Anleger die Risikoeinschätzung zu erleichtern.

*Werden die Erkenntnisse der Behavioral Finance nicht auch missbraucht, etwa indem in den Verkaufs-Broschüren der Banken der hohe Coupon herausgestrichen und das Verlustrisiko kaum angesprochen wird?*

**Leippold:** Es gibt Untersuchungen in den USA, die darauf hindeuten. In den Broschüren werden beispielsweise verschiedene Szenarien genannt, ohne zu betonen, dass einige davon sehr unwahrscheinlich sind. Die Investoren, die Entscheidungen aufgrund subjektiver Wahrscheinlichkeiten treffen, kaufen dann dieses Produkt eher. Doch in der Schweiz, in Deutschland oder in den Niederlanden, also in Ländern, in denen der Markt für strukturierte Produkte weit entwickelt ist, scheint mir dies weniger problematisch. Die Transparenz ist in diesen Ländern viel grösser, und die Kosten der Informationsbeschaffung sind für den Investor viel kleiner. Er kann die Preise am Markt vergleichen.

*Erfüllen die Emittenten denn ihre Informationspflicht sorgfältig?*

**Wüthrich:** Hier muss zwischen der Information bei Emission des Produkts und der Information während der Laufzeit unterschieden werden. In der Schweiz gibt es bei der Emission wenig regulatorische Vorschriften. Mir scheint wichtig, dass die Emittenten die Gewinn-Verlust-Diagramme der Produkte transparent darstellen. Dies wird von den Banken erfahrungsgemäss unterschiedlich gehandhabt. Sehr unbefriedigend ist die Information während der Laufzeit. Der Anleger muss sich meistens selber einen Überblick über die Entwicklung seiner Produkte verschaffen. Hier gibt es noch viel Verbesserungspotenzial.

**Studer:** Aufklärung ist auch für den Verband ein zentrales Thema, denn zufriedene Kunden sind für die weitere Entwicklung der Branche entscheidend. Eine weitere Regulierung bei den strukturierten Produkten ist aus meiner Warte aber nicht notwendig.

### Erfahrungen während Stressphasen

*Wie ist es um die Preisstellung in Stresssituationen bestellt? Wir hören immer wieder, dass manche Emittenten bei plötzlich steigender Volatilität keine vernünftigen oder sogar über Stunden gar keine Preise mehr für ihre Produkte stellen.*

**Studer:** Zufriedene Kunden sind das oberste Ziel der Emittenten. Dabei kommt der Qualität der Preisstellung hohe Bedeutung zu. Die meisten Banken konnten auch in den hektischen Zeiten genügend Liquidität bieten und somit handelbare Preise stellen.

**Greminger:** Generell kann es schon einmal sein, dass die Preisstellung in hektischen Zeiten breiter wird. Dies gilt aber nicht nur für strukturierte Produkte, sondern beispielsweise auch für Aktien und Devisen.

*Das ist nur bedingt richtig. Bei strukturierten Produkten stellt allein der Emittent die Kurse. Somit sind die Anleger diesem auf Gedeih und Verderb ausgeliefert. Bei Aktien und Devisen gibt es einen Wettbewerb der Banken um die Preisstellung, und der Kunde kann notfalls quasi ausweichen.*

**Studer:** Die Verantwortung des Emittenten ist in der Tat gross. Dies hat insbesondere den Vorteil, dass sich der Emittent für die Kursstellung verantwortlich fühlt. In anderen Märkten, bei denen der Sekundärmarkt nicht durch die Emit-

tenten gemacht wird, kommt es immer wieder vor, dass in illiquiden Situationen überhaupt nichts mehr geht. Versuchen Sie dann zum Beispiel einmal, einen Bond zu verkaufen.

**Schäfer:** Bei grösseren Produkte-Emissionen mit schlechter Schuldnerqualität kann es sogar sein, dass wichtige Marktteilnehmer grosse Tranchen aufkaufen, das Kreditrisiko absichern und dasselbe Produkt als Emittent wieder ausgeben.

**Studer:** Ich denke, die Preisstellung hat sich in der jüngsten Stressphase bewährt. Laut dem Banken-Ombudsmann gibt es über strukturierte Produkte kaum Beschwerden.

**Schäfer:** Auch bei uns sind berechnete Reklamationen selten. Ein Kunde sollte sich bewusst sein, dass, wenn die Aktie eines Barrier Reverse Convertible nur noch 1% über der Barriere liegt, er beim Verkauf einen Kurs erheblich unter pari bekommt. Damit solche frustrierenden Erlebnisse ausbleiben, sind Information und Beratung so wichtig. Dazu gehört auch das Verständnis des Sekundärmarktes.

*Waren denn die bei den Kunden beliebten Multi Asset Barrier Reverse Convertibles, die auch Worst-of-Produkte genannt werden, immer gut zusammengestellt? Oft sah man einen Banken-, einen Pharma- und einen Technologie-Wert darin. Diese korrelieren tendenziell gering, was die Knock-in-Wahrscheinlichkeit aber erhöht. Ist diese vermeintliche Diversifikation wirklich geschickt?*

**Greminger:** Wahrscheinlich nicht. Wir machen derlei Worst-of-Produkte gar nicht. Sie sehen zwar attraktiv aus, doch die Risiken sind für Privatanleger nicht überschaubar und in der Regel zu hoch. Schon die Entwicklung einer Aktie ist schwierig zu beurteilen, bei vier oder fünf wird es dann zu komplex.

**Leippold:** Mit den Multi Asset Barrier Reverse Convertibles dringen die Anleger zudem in weitere Risikodimensionen vor. Diese Produkte enthalten auch ein Volatilitäts- und ein Korrelations-Risiko. Der Anleger verkauft mit ihnen etwa eine Put-Option, was sehr problematisch ist, wenn die Märkte runtergehen. Die Investoren müssen sich bei jedem Produkt bewusst sein, was die Risiken sind. Im Nachhinein über die Performance zu klagen, ist verfehlt.

*Oft scheinen die Eigenschaften von Produkten unzureichend oder nicht genügend verständlich für Anleger. So bieten Vehikel mit bedingtem Kapitalschutz tendenziell dann einen Schutz, wenn man ihn nicht braucht, und wenn man ihn braucht, wirkt der Schutz meistens nicht.*

**Studer:** Für den umfassenden Schutz empfiehlt es sich, Produkte mit einem hundertprozentigen Kapitalschutz zu kaufen.

*Diese gleichen aber einer Dauerversicherung, welche die meiste Zeit in der Form überflüssig ist.*

**Studer:** Ohne das Eingehen von Risiken bekommen Anleger nur den risikolosen Zinssatz. Strukturierte Produkte ermöglichen den massgeschneiderten Zugang zu den Risiken, welche zu der persönlichen Anlagestrategie passen und welche man bereit ist zu tragen.

### **Anleger unterschätzen Klumpenrisiken**

*Welche Erfahrungen haben Sie als Vermögensverwalter in dem Zusammenhang gemacht, Herr Wüthrich?*

**Wüthrich:** Das Klumpenrisiko wird schon von vielen Anlegern stark unterschätzt. Viele Private haben verschiedene Multi Asset Barrier Reverse

Convertibles im Depot, teilweise mit den gleichen Aktien. Bei manchen Unternehmen war dann der Kurseinbruch gewaltig, und ein Titel machte bei Anlegern plötzlich 30% des Depotwerts aus. Solche Portefeuilles habe ich in den vergangenen Monaten öfters gesehen.

*Was sollen Anleger, deren Depot so aussieht, nun tun – gleich verkaufen oder auf eine Erholung der Kurse warten?*

**Wüthrich:** Das ist eine schwierige Situation. Die Anleger müssen zurück zur Ausgangsbasis und eine grundlegende Analyse ihrer Bedürfnisse sowie ihres Risikoprofils machen – und dann danach entscheiden.

**Schäfer:** Das ist richtig. Oft haben diese Kunden eine zu hohe Aktienquote. Sie müssen eine neue Strategie erarbeiten und die dann umsetzen.

**Wüthrich:** Ausserdem denken viele Anleger auch nicht an das Emittentenrisiko, eine Bank kann nämlich auch pleitegehen. Ich kenne Depots, in denen das Emittentenrisiko riesig ist, weil alle Produkte von einer Bank stammen. Angesichts der Finanzkrise ist das Emittentenrisiko viel grösser als früher.

*Macht sich dieses Risiko denn schon in den Preisen bemerkbar, etwa insofern, als schwache Emittenten für gängige Produkte einen Discount anbieten müssen?*

**Schäfer:** Man merkt vor allem bei Produkten mit einer längeren Laufzeit, dass die Reputation im Markt eine viel grössere Rolle spielt. Aber auf die Preise hat das noch keinen Einfluss.

**Studer:** Das ist auch meine Beobachtung. Die Anleger müssen sich eben immer bewusst sein, dass Derivate Schuldverschreibungen und dementsprechend von der Bonität des Emittenten abhängig sind.

**Wüthrich:** Übrigens sieht man diesen Emittenteneffekt dafür in der Statistik. So ist der Marktanteil der Zürcher Kantonalbank, die ja eine Staatsbank ist, unter anderem wegen der höheren Sicherheit dieses Jahr stark gestiegen.

*Nach einem Jahr Finanzkrise und dem Kurssturz an den Aktienbörsen – wie sehen Sie die weitere Entwicklung des Marktes für strukturierte Produkte? Boomen jetzt wieder Kapitalschutzprodukte – zu einem vermutlich schlechten Zeitpunkt.*

**Schäfer:** Die einfachen Produkte, die die Entwicklung eines Basiswerts exakt abbilden und auch Delta-1-Produkte genannt werden, dürften zunehmen. Zudem wird es mehr dynamische Zertifikate geben, und es werden neue Underlyings kommen, vermehrt Volatilitäts- und Korrelationsprodukte. Ein Thema werden vielleicht Produkte auf amerikanische Lebensversicherungspolice.

**Studer:** Diese exotischen Produkte auf Lebensversicherungspolice werden aber kaum an der Börse kotiert werden. Aus Sicht des Verbandes müssen die Underlyings liquide, transparent und die Kurse öffentlich zugänglich sein.

### **Schwieriges Risikomanagement**

*Was kommt Neues aus der Wissenschaft?*

**Leippold:** In den letzten Jahren stieg vor allem die Komplexität bezüglich der Auszahlungsmodalitäten für strukturierte Produkte an. Diese Auszahlungsmodalitäten dürften sich in Zukunft wieder vereinfachen, dafür könnte aber die Komplexität der Basiswerte steigen. Es könnten etwa Delta-1-Produkte auf gewisse Börsen-Anomalien wie den Momentum-Effekt oder den Monatsend-Effekt kommen. Ausserdem ist es denkbar, dass

gewisse Portfolio-Konstruktionen basierend auf Mean-Variance-Optimierung in strukturierte Produkte verpackt werden.

**Studer:** Die moderne Finanzmarkttheorie erfordert häufige Transaktionen und Portfolioumschichtungen, um strategiekonform zu bleiben. Diese quantitativen Anlagestrategien waren für den durchschnittlichen Anleger bisher gar nicht oder nur über relativ teure Anlageinstrumente verfügbar. Strukturierte Produkte haben hier eine grosse Angebotserweiterung geschaffen.

**Greminger:** Ich sehe die Zukunft von strukturierten Produkten auch positiv. Aber einen Trend zu mehr Komplexität würden wir nicht mitmachen. Wir haben deshalb auch schon keine Multi Barrier Reverse Convertibles eingesetzt.

**Wüthrich:** Der Einsatz von strukturierten Produkten wird zunehmen. Dies muss aber immer im Kontext des Gesamtportfolios geschehen. Ich gehe von einer Zunahme des Marktanteils in den Depots der Banken auf rund 10% aus. Die Vorteile der Produkte überwiegen die Nachteile in der Regel ganz klar. Neue Opportunitäten sind mit den Vehikeln sehr schnell und präzise umsetzbar. Die Herausforderung wird für Vermögensverwalter sicherlich die Komplexität der Produkte bleiben, und das Risikomanagement wird den Anlageberatern zunehmend Kopfzerbrechen bereiten.