

Strukturierte Produkte als sinnvolle Ergänzung in der Vermögensverwaltung?



Seit Ende der neunziger Jahre verzeichnet eine neue Art von handelbaren Finanzanlagen hohe Zuwachsraten, die so genannten strukturierten Produkte. Strukturierte Produkte sind kombinierte Anlageformen aus mehreren Finanzinstrumenten, wovon mindestens eines ein Derivat sein muss. Durch den Kauf von strukturierten Produkten erhalten auch kleinere Investoren Zugang zu den Options- und Future-Märkten. Sie können an der Wertentwicklung eines Index teilhaben, ohne dessen Einzelwerte kaufen zu müssen.

Prof. Dr. Rautenstrauch und Stefan Hunziker, MScBA

Dank der Vielfalt ihrer Bestandteile ermöglichen strukturierte Produkte eine genauere Ausrichtung auf die Anlageziele und Markterwartungen des Investors als ausschliesslich aus Aktien, Obligationen oder Optionen bestehende Anlagen. Sie machen gehebelte und gleichzeitig abgesicherte Investitionsstrategien einfach handelbar. Die Emittenten von strukturierten Produkten führen an, dass dank diesen Eigenschaften strukturierte Produkte für Anleger mit konkreten Markterwartungen in allen Börsenphasen attraktiv seien. Doch wie sinnvoll sind strukturierte Produkte in der Vermögensverwaltung tatsächlich? Der folgende Beitrag stellt die Vor- und Nachteile in knapper Form gegenüber.

Vorteile für den Anleger

Die Emittenten bewerben ihre strukturierten Produkte mit dem Argument, dass durch sie nicht nur in steigenden, sondern auch in stagnierenden oder fallenden Marktphasen eine positive Rendite erzielt werden kann. Ein weiterer Vorteil für den Anleger liegt zweifellos im erleichterten Zugang zu neuen Märkten wie Rohstoffen oder aufstrebenden Volkswirtschaften, in welche bis anhin meistens nur institutionelle Anleger investieren konnten. Damit stellen strukturierte Produkte, wenn auch nicht zwingend eine Alternative, so doch zumindest eine Ergänzung zu klassischen Anlageformen wie Investments in Aktien oder Obligationen dar. Für alle Markterwartungen, jede Risikoeinstellung und damit verbundenem Renditeziel sowie jeden Anlagewunsch kann ein spezifisches, auf den Investor zugeschnittenes Produkt konzipiert werden. Diese Vorteile führten dazu, dass strukturierte Produkte in den letzten Jahren bei Privatanlegern stark an Beliebtheit gewonnen haben. Im Folgenden soll näher auf die wesentlichen Vorteile - und zugleich Verkaufsargumente von Banken - eingegangen werden.

Mit strukturierten Produkten lässt sich das Auszahlungsprofil eines Investments beliebig auf die Risikoeinstellung eines privaten Anlegers ausrichten. Grundsätzlich erlauben derivative Instrumente den effizienten Transfer von Marktrisiken. Da strukturierte Produkte mindestens ein Derivat enthal-

ten, können sie ebenfalls für den Risikotransfer eingesetzt werden. Für Privatanleger bietet sich nun die Möglichkeit, nicht ausschliesslich lineare Positionen auf Basiswerte zu halten, wie es traditionelle Anlageformen erlaubten, sondern auch in nichtlineare Auszahlungsstrukturen zu investieren, falls sie ihren Präferenzen und Markterwartungen entsprechen. Auch die Möglichkeit Short-Positionen einzugehen, erweitert den Handlungsspielraum der Risikoallokation. In diesem Zusammenhang stellt sich allerdings die Frage, ob ein Investor diesen Handlungsspielraum auch sinnvoll nutzen kann.

Eine wesentliche Funktion der Derivate ist die Marktvervollständigung. Werden durch strukturierte Produkte Auszahlungsstrukturen, welche vorher nicht zugänglich waren, für den Anleger handelbar gemacht, erhöht dies den Nutzen, da die Allokationsmöglichkeiten zunehmen. Die Risikoallokation kann dadurch verbessert werden, indem die Risiken verteilt und in dem Ausmass getragen werden können, wie es den Bedürfnissen der Anleger entspricht. Beispiele für diese Form der Marktvervollständigung finden sich speziell für Privatanleger im Bereich der Produkte auf Rohstoffe, Währungen, Zinsen und der Kredit-, Volatilitäts- und Korrelationsrisiken. Grundsätzlich ermöglichen strukturierte Produkte einen relativ kostengünstigen Zugang zu Märkten, in die viele Privatanleger früher gar nicht oder nur zu sehr ungünstigen Bedingungen investieren konnten. Zudem verfügen strukturierte Produkte nie über eine Nachschusspflicht, was den Einsatz und die Risikoüberwachung stark vereinfacht. Die Wirkung von strukturierten Produkten auf den Markt selber, als Ergänzung der Erwartungen der anderen Marktteilnehmer, ist hingegen als gering einzuschätzen, da ihr Volumen, zumindest im heutigen Zeitpunkt, trotz des Wachstums der letzten Jahre immer noch gering ist.

Auf Grund der kurzen Zeitspanne zwischen Produktidee und Markteinführung sind die Banken in der Lage, relativ rasch auf Trends und Chancen an den Finanzmärkten zu reagieren und damit die Bedürfnisse der Anleger mit einem breiten Produktangebot optimal zu bedienen. Selbstverständlich wird dem Anleger dadurch auch ermöglicht, einfach auf Kursentwicklungen zu spekulieren. Ob ihm dies letztlich Nutzen bringt, ist jedoch eine andere Frage. Die Entwicklung von Finanzmärkten ist nämlich nicht vorhersehbar, so dass die Spekulation praktisch nur vom Zufall abhängt, sofern der Spekulant nicht über Insiderwissen verfügt.

Aus Überlegungen bezüglich Transaktionskosten ist es für den Privatanleger meistens kostengünstiger, ein strukturiertes Produkt zu kaufen, als dieses durch die Zusammenstellung von Einzelkomponenten zu replizieren. Strukturierte Produkte enthalten nicht nur ein Derivat, sondern gleichzeitig einen Basiswert oder eine festverzinsliche Anlage, welche in einem Paket erworben werden können. Schliesslich lauten strukturierte Produkte oft auf einen Korb von Werten oder einen Index. Dies ermöglicht dem Privatanleger, einen höheren Diversifikationsgrad zu erreichen, ohne dass die Transaktionskosten übermässig ansteigen.

Nachteile für den Anleger

Das grundsätzliche Problem für den Privatanleger ist die fehlende Transparenz und Unübersichtlichkeit des Marktes bei strukturierten Produkten. Die grosse Vielfalt an Produktbezeichnungen erschwert es dem Anleger, sich zu orientieren. Jedes Produkt hat, je nach Bank, eine andere und oftmals auch sehr phantasievolle oder ansprechende Bezeichnung. Der Privatanleger bekundet

deswegen oft Mühe zu identifizieren, welche Angebote zum gleichen Produkttyp gehören. Auf Ebene Einzelprodukt kommt eine weitere Herausforderung auf den Anleger zu: Aus den Verkaufsbroschüren zu den einzelnen Produkten ist es schwierig, den exakten Funktionsmechanismus eines Produkts zu erkennen. Weiter haben die Banken keinen Anreiz, die impliziten Kosten eines strukturierten Produktes aufzuführen. Ein allgemeiner Standard für die Berechnung existiert bis heute nicht. Im Folgenden werden einige ausgewählte Aspekte kritisch beleuchtet, die für den Anleger nachteilig sind.

Oft tendieren Anlageberater dazu, Produkte zu empfehlen, die für den Anleger sehr schwer verständlich sind. So werden beispielsweise Produkte angeboten, die ein unnötig komplexes Auszahlungsmuster aufweisen. Der Anleger muss sich im Extremfall damit begnügen, erst am Ende der Laufzeit zu erfahren, was die tatsächliche Auszahlung sein wird. Zudem sind den Anlegern die steuerlichen Folgen strukturierter Produkte oft überhaupt nicht bewusst. Stützt sich ein Anleger auf die Informationen, die aus den Verkaufsbroschüren hervorgehen, wird er nur mangelhaft oder gar nicht darüber informiert, wie hoch die Wahrscheinlichkeiten sind, mit denen spezifische Ereignisse wie beispielsweise das Durchbrechen einer Barriere eintreten. Zudem sucht der Anleger meistens vergebens unabhängige Beurteilungen, welche Produkte für seine Bedürfnisse adäquate Anlagen darstellen und welche eher nicht.

Damit ein Anleger beurteilen kann, ob sich der Kauf eines strukturierten Produkts als Investition lohnt, muss auch die Kostenseite in die Entscheidung miteinbezogen werden. Anders als beispielsweise bei Aktienfonds, wo die Kosten eindeutig nachvollziehbar sind (Verwaltungsgebühr und Ausgabeaufschlag), ist dies bei strukturierten Produkten wesentlich intransparenter. Die Kosten sind im Auszahlungsmodus implizit einkalkuliert. Dies wird am Beispiel eines Kapitalschutzproduktes deutlich, welches eine minimale Auszahlung von 100 Prozent des Anfangskurses garantiert bei 90 Prozent Partizipation an Kurssteigerungen. Bei diesem Produkt würde also mit einem Verzicht auf 10 Prozent der möglichen Gewinne für den Schutz gegen Verluste bezahlt.

Anleger, die ein risikoaverses Portfolio mit strukturierten Produkten präferieren, haben in der jüngeren Vergangenheit in Barrier Reverse Convertibles investiert. Im Vergleich zur Direktinvestition scheinen diese auf den ersten Blick sehr attraktiv, da der Anleger in jedem Fall - unabhängig von der Kursentwicklung des Basiswertes - einen fixen und oftmals vergleichsweise hohen Coupon ausbezahlt bekommt. Diese Produkte werden aber mehrheitlich auf mehrere Basiswerte gleichzeitig ausgegeben. Verletzt einer der Basiswerte während der Laufzeit eine Barriere, ist nur noch derjenige Basiswert relevant, der die schlechteste Performance aufweist. Im Vergleich zur durchschnittlichen Performance der Basiswerte steigt somit beim Barrier Reverse Convertible bei sinkenden Kursen das Verlustrisiko, was bei der Kaufentscheidung oft unterschätzt wird.

Fazit

Interessanterweise sind einfach strukturierte Produkte bei den Anlegern deutlich weniger populär als zum Beispiel Barrier Reverse Convertibles. Die Forschung hat nach Gründen für dieses Phänomen gesucht und interessante Ergebnisse gefunden, die auch auf Erkenntnissen aus der Psychologie basieren. Ein wesentlicher Faktor ist, dass Banken ihren Kunden oft Kompetenzen zuschreiben, die sie eigentlich gar nicht besitzen: Oft werden strukturierte Produkte mit Aussagen wie beispiels-

weise „Sie sagen uns, wie sich der Markt entwickelt, und wir geben Ihnen das passende strukturierte Produkt dazu“ beworben. Hier geschieht eine Umkehrung der klassischen Beratungssituation, bei der die Bank ihre Prognosen über die Kursentwicklung verwendet, um dem Kunden bei seiner Anlageentscheidung zu helfen. Im Jahr 2007 zählten die Barrier Reverse Convertibles noch zu den meist verkauften strukturierten Produkten in der Schweiz und wurden in den Jahren 2008 und 2009 von den klassischen Tracker-Zertifikaten abgelöst. Dies hängt einerseits damit zusammen, dass Anleger verstärkt auf passive Anlagestrategien setzen und verschiedene Basiswerte wie Indizes, Aktien, Währungen und Rohstoffe mit Tracker-Zertifikaten abbilden. Andererseits wurden die Anleger durch ihre Investitionen in Barrier Reverse Convertibles enttäuscht. Wegen der starken Kursrückschläge kam es häufig zu einem Durchbruch der Barriere und am Ende der Laufzeit zur Lieferung des Basiswerts mit der schlechtesten Entwicklung (Worst-of Produkt). Dies hat viele Anleger ihre Investitionsstrategie überdenken lassen.

Gibt es Situationen, in denen ein Kauf strukturierter Produkte wirklich sinnvoll ist? Im Unterschied zur Investition in Aktien können strukturierte Produkte so ausgelegt werden, dass sie an einem festgelegten Zeitpunkt einen bestimmten Mindestbetrag auszahlen und darüber hinaus Renditechancen bieten. Dies kann für Anleger von Nutzen sein, die nach einer bestimmten Zeit eine konkrete Investition, wie etwa einen Hauskauf, planen. Strukturierte Produkte sind jedoch nicht die einzigen Finanzinstrumente, welche dies ermöglichen. Alternativen sind insbesondere Anleihen oder Kombinationen aus Anleihen, Termingeld und Aktien. Mit wenigen Ausnahmen ist grundsätzlich vom Kauf strukturierter Produkte abzuraten. Sie sollten vielmehr als Nischenprodukt zur punktuellen Ergänzung eines sinnvoll diversifizierten Portfolios betrachtet werden.

Literaturhinweise

Janos, J.; Hunziker, S.: Rendite und Risiken von Zertifikaten: Beurteilung und Bewertung strukturierter Finanzprodukte, Berlin: Erich Schmidt Verlag (2010), S. 45 - 49

Rieger, M.: Strukturierte Produkte - je einfacher, je besser. In: Neue Zürcher Zeitung 229 (2008), S. 65

Von Giorgio, S.: Rückblick 2008 und worauf Anleger beim Kauf und Handel von strukturierten Produkten achten sollten. In: Private - Das Magazin für private und institutionelle Anleger 10 (2008), S. 16–17

Prof. Dr. Thomas Rautenstrauch ist als Professor für Betriebswirtschaftslehre an der HWZ Hochschule für Wirtschaft Zürich verantwortlicher Leiter des Center for Accounting & Controlling und zugleich Mitglied der erweiterten Hochschulleitung. Zusätzlich hat er Lehraufträge im Executive MBA an der Universität Fribourg, im Management-Studium an der Frankfurt School of Finance and Management, an der Schweizerischen Akademie für Wirtschaftsprüfung sowie der University of Applied Sciences Mikkeli, Finnland. Zuvor war er Dozent und Projektleiter am IFZ Institut für Finanzdienstleistungen Zug. Bevor er in die Schweiz kam, hatte er eine Professur für Betriebswirtschaftslehre, insbesondere Rechnungswesen und Controlling, an einer Fachhochschule in Deutschland.

Nach seinem Studium der Betriebswirtschaftslehre und anschliessendem Doktorat an der Universität Göttingen im Bereich Wirtschaftsinformatik war er über sieben Jahre in Fach- und Führungsverantwortung in der Wirtschaftsprüfung sowie als Leiter Kostensysteme im Corporate Controlling der Continental AG, Hannover. Thomas Rautenstrauch ist Autor mehrerer Bücher und Fachaufsätze und Managing Partner der Editus Consulting in Cham.

Stefan Hunziker, MScBA, Studium der Wirtschaftswissenschaften und Soziologie an der Uni Bern. 2004 - 2007 wissenschaftlicher Mitarbeiter am Institut für Wirtschaftsinformatik der Universität Bern. Ab 2007 Wissenschaftlicher Mitarbeiter im Competence Center Controlling/Accounting am Institut für Finanzdienstleistungen Zug IFZ. Externer Doktorand an der Technischen Universität Darmstadt (D). Ab 2009 Dozent und Projektleiter am Institut für Finanzdienstleistungen Zug mit Forschungsschwerpunkten Interne Kontrollsysteme/Risikomanagement. Lehrtätigkeit an der Hochschule Luzern im Bereich Rechnungswesen, Controlling und Risikomanagement. Dozent und Prüfungsexperte im Modul Management Accounting/Controlling der Schweizerischen Akademie für Wirtschaftsprüfung, sowie Prüfungsexperte an der Schweizerischen Treuhänder Schule STS. Stefan Hunziker ist zudem Studienleiter MAS Controlling am IFZ und Verfasser zahlreicher Publikationen zu den Themenfeldern Controlling, Interne Kontrollsysteme und Finanzmanagement.