

# Strukturierte Produkte – je einfacher, desto besser

## *Mangelnde Transparenz verführt die Anleger oft zum Kauf komplizierter, kostspieliger Vehikel*

Von Marc Oliver Rieger\*

Empirische Untersuchungen zeigen, dass sich einfache strukturierte Produkte für die Anleger am meisten lohnen. Wegen mangelnder Transparenz seitens der Anbieter und wegen psychologischer Fehleinschätzungen kaufen viele Investoren aber oft komplexe und teure Vehikel.

Warum investieren Privatanleger eigentlich in strukturierte Produkte? Bringen strukturierte Produkte überhaupt etwas? – Grundsätzlich sind zwei Antworten auf diese Fragen möglich: Zum einen erlauben strukturierte Produkte, auf Kursentwicklungen zu spekulieren. So kann mit strukturierten Produkten beispielsweise auf fallende Kurse oder auf steigende Volatilität gesetzt werden. Zum anderen ermöglichen es strukturierte Produkte, ein massgeschneidertes Risiko-Rendite-Profil zu erhalten, zum Beispiel lassen sich durch kapitalgeschützte Produkte Verlustrisiken reduzieren, ohne auf die Chancen durch Kursgewinne verzichten zu müssen. Ob sich Spekulation auf Aktienmärkten (mit oder ohne Hilfe von strukturierten Produkten) überhaupt lohnt, ist eine offene Frage. Statistische Untersuchungen zeigen jedenfalls, dass die meisten Privatanleger mit Spekulationen eher Verluste einfahren. Doch interessant sind vor allem auch nichtspekulative Anlagen in strukturierte Produkte.

### **Eine Frage der Kosten**

Um zu beurteilen, ob sich ein strukturiertes Produkt als Investition lohnt, muss zuerst die Kosten Seite berücksichtigt werden. Bei Fonds sind die Kosten klar ersichtlich, sie umfassen Verwaltungsgebühr und Ausgabeaufschlag. Bei strukturierten Produkten ist das nicht so einfach: Die Kosten sind im Auszahlungsmodus implizit versteckt. Dies veranschaulicht beispielsweise ein Kapitalschutzprodukt, das eine minimale Auszahlung von 100% des Anfangskurses garantiert bei einer 80%igen Partizipation an Kurssteigerungen. Bei diesem Produkt würde also gewissermassen mit einem Verzicht auf 20% der möglichen Gewinne für den Schutz gegen Verluste bezahlt. Ausserdem gehen noch die anfallenden Dividenden an die Bank. – Ist dieses Produkt preiswert oder teuer? Die Finanzmathematik kann diese Frage zwar beantworten; als normaler Privatanleger hat man aber keine Chance, selbst eine Antwort zu finden. Einzig der Vergleich zwischen ähnlichen Produkten verschiedener Emittenten kann helfen, da er für einen Wettbewerb zwischen den Emittenten sorgt und damit die Kosten drückt.

Der Vergleich zwischen verschiedenen Emittenten fällt aber umso schwerer, je komplexer und spezifischer deren Produkte sind. So ist es dann auch kein Wunder, dass die impliziten Kosten für strukturierte Produkte umso grösser sind, je komplexer die Struktur: Während einfache Kapitalschutzprodukte schon für unter 1% des Anlagewertes zu haben sind, sind komplexe Produkte wie Worst Off Basket Barrier Reverse Converti-

bles meist mit Kosten von 3–4% oder mehr verbunden, wie unabhängige Studien zeigen.

Analysen von Forschern der Universität Freiburg haben zudem gezeigt, dass auf den ersten Blick gut aussehende Produkte, besonders strukturierte Produkte mit hohem Coupon, tendenziell teurer sind. Dasselbe gilt übrigens für stark beworbene Event-Produkte, wie jüngst zum Beispiel zur Fussball-EM, bei denen auch schon einmal Kosten von über 10% versteckt sein können.

### **Grössere Risiken**

Die erste Regel für die Anlage in strukturierte Produkte lautet also: Einfache Produkte sind meist preiswerter als komplizierte! Ein weiterer wichtiger Faktor ist der Basiswert: Oft werden strukturierte Produkte auf ein bis drei Aktien aufgelegt. Diese haben attraktiv aussehende Konditionen, bergen jedoch ein grösseres Risiko, wie jeder Anleger, der vor einem Jahr ein strukturiertes Produkt auf die UBS-Aktie erworben hat, erfahren musste. Die Kombination mehrerer strukturierter Produkte auf Einzelaktien zur besseren Diversifikation hilft da oft nicht weiter: Viele strukturierte Produkte haben ein sogenanntes «Cap», d. h. einen maximalen Rückzahlungswert. Damit kann aber eine unterdurchschnittliche Performance bei einer Aktie nicht mehr durch überdurchschnittliche Renditen von anderen Aktien wettgemacht werden, weshalb die Diversifikation ihren Sinn verliert. Um diese Gefahr zu vermeiden, ist es von Vorteil, gut diversifizierte Basiswerte zu verwenden – wenigstens den gesamten Swiss-Market-Index (SMI) oder noch besser einen breiteren Index, wie den Euro-Stoxx-Index oder den MSCI-World-Index.

Aber natürlich bringt auch nicht jedes preiswerte und gut diversifizierte strukturierte Produkt einen Mehrwert für den Anleger. Das Renditeprofil muss zu den Anlagepräferenzen passen, und selbst dann muss sichergestellt werden, dass der resultierende Mehrwert die Kosten übersteigt, denn nur dann ist das Produkt besser als eine Direktanlage in Aktien.

### **Wann sich die Produkte lohnen**

Welches Renditeprofil optimal ist, ist nicht nur Geschmackssache. Anders als beispielsweise bei einer Kaufentscheidung für ein neues Auto, bei der viele nichtquantifizierbare Faktoren eine Rolle spielen, geht es ja bei einer Finanzanlage letztlich allein um den Ertrag. Daher lassen sich Anlagepräferenzen recht gut quantifizieren und auch wissenschaftlich untersuchen. So hat eine wissenschaftliche Studie der Universität Zürich ergeben, dass es durchaus Situationen gibt, in denen sich die Anlage in strukturierte Produkte lohnen kann, wie zwei Beispiele verdeutlichen: Ein sehr konservativer Investor schreckt vor der Investition in Aktien zurück, da er auf keinen Fall Geld verlieren möchte. Ohne strukturierte Produkte wird er sein Geld also notgedrungen festverzinslich anlegen. Investiert er stattdessen in ein kapitalgeschütztes Produkt, so ist eine Rückzahlung von 100% des Anfangswertes am Lauf-

zeitende garantiert, die Durchschnittsrendite jedoch höher als bei reinen Anlagen in Obligationen. Insgesamt wird der Anleger also trotz den entstehenden Kosten durch das strukturierte Produkt bessergestellt.

Ein anderes Beispiel betrifft einen Investor mit einem konkreten Anlageziel, beispielsweise einem Hauskauf in einem Jahr. Bis zum Immobilienerwerb will er sein Kapital noch gewinnbringend anlegen, würde aber gerne vermeiden, dass er aufgrund von Aktienmarkt-Schwankungen am Ende zu wenig Geld hat, um das Haus zu erwerben. Hier kann ein strukturiertes Produkt mit einem bedingten Kapitalschutz in Höhe des minimal benötigten Kapitals (z. B. ein Bonuszertifikat) sinnvoll sein.

### **Umkehrung der Beratungssituation**

Genau diese «langweiligen» Produkte sind bei den Anlegern aber viel weniger populär als zum Beispiel Barrier Reverse Convertibles. Die akademische Forschung hat untersucht, weshalb dies so ist, und interessante Forschungsergebnisse gefunden, die auch auf Ergebnissen aus der Psychologie basieren. Ein wesentlicher Faktor ist, dass Banken ihren Kunden gerne Kompetenzen zuschreiben, die sie eigentlich nicht haben: Oft werden strukturierte Produkte mit Aussagen wie «Sie sagen uns, wie sich der Markt entwickelt, und wir geben Ihnen das passende strukturierte Produkt dazu» beworben. Interessanterweise geschieht dabei eine Umkehrung der klassischen Beratungssituation, bei der die Bank ihre Prognosen über die Kursentwicklung verwendet, um dem Kunden bei seiner Anlageentscheidung zu helfen.

Psychologische Fehleinschätzungen lassen viele Produkte zudem attraktiver erscheinen, als sie wirklich sind. So nützen einige Klassen von strukturierten Produkten recht geschickt systematische Fehleinschätzungen über Kursentwicklungen aus: Experimente haben zum Beispiel gezeigt, dass Anleger die Wahrscheinlichkeit, dass bei einem Worst Off Basket eine der Aktien die Barriere durchbricht, stark unterschätzen. Daher erscheinen solche Produkte den Anlegern attraktiver, als sie eigentlich sind – auch wenn aus wissenschaftlicher Sicht einfachere Typen von strukturierten Produkten besser und zugleich billiger sind.

### **Fehlende Transparenz**

Das generelle Problem, das sich hier zeigt, ist die fehlende Transparenz bei strukturierten Produkten: Die Banken haben keinen Anreiz, die impliziten Kosten eines strukturierten Produktes anzugeben, und es gibt auch keinen allgemeinen Standard für deren Berechnung. In den Verkaufsbroschüren werden keinerlei Angaben gemacht über die Wahrscheinlichkeiten, mit denen bestimmte Ereignisse (z. B. das Durchbrechen einer Barriere) eintreten, was den Kunden das Einschätzen von Risiken erschwert. Zudem fehlen meist wirklich unabhängige Beurteilungen oder Empfehlungen, welche Produkte sinnvolle Anlagen darstellen und welche nicht.

Immerhin gibt es seit kurzem erste Tools, die es den Anlegern ermöglichen, die Funktionsweise von strukturierten Produkten intuitiv zu erfassen. Mit diesen Hilfsmitteln können die Investoren einfache strukturierte Produkte selbst entwerfen und diese dann in verschiedenen Marktsituationen testen. Auf diesem Weg ist es möglich, eine ganz persönliche Antwort auf die Frage zu finden, ob eine Investition in strukturierte Produkte lohnend wäre.

\* Dr. Marc Oliver Rieger ist Oberassistent am Swiss Banking Institute der Universität Zürich.