

Braucht es Struki – und wozu?

DEBATTE *Strukturierte Produkte haben ihren Platz in der Welt der Finanzanlagen gefunden, die Kontroverse über Preis, Nutzen und Verständlichkeit aber bleibt. Der Präsident des Branchenverbands, Georg von Wattenwyl von der Bank Vontobel, im Gespräch mit dem unabhängigen Vermögensverwalter und «Herausforderer» Pirmin Hotz.*

Herr von Wattenwyl, nach längerer Stagnation hat sich der Markt für strukturierte Produkte in der Schweiz belebt. Die Volumen sind letztes Jahr knapp 10% auf über 200 Mrd. Fr. gestiegen. Der Anteil der Zertifikate in den Portfolios verharrt jedoch unter 4%. Vor der Finanzkrise waren es 6,5% gewesen. Was lesen Sie aus diesen Zahlen?

Georg von Wattenwyl: Das Volumenwachstum ist erfreulich. Anleger suchen im Niedrigstzinsumfeld nach neuen Renditequellen, und wie die Zahlen belegen, spielen strukturierte Produkte dabei eine nicht unwesentliche Rolle. In einer modernen Portfoliokonstruktion haben sie als Ergänzungs-, Absicherungs- und Optimierungsinstrumente ihre volle Berechtigung. Ich bin überzeugt, dass ihr Potenzial noch besser genutzt werden kann.

Ihr Vorgänger als Präsident des Branchenverbands SVSP hatte gegenüber der FuW einmal von einer «zweistelligen Prozentzahl» als Zielgrösse in den Depots gesprochen. Was ist Ihre Zielgrösse?

Von Wattenwyl: Eine Zahl zu nennen, ist schwierig. Es kommt immer auch auf das Kundensegment und die Marktentwicklung an. Klar, das Ziel ist höher als die aktuellen knapp 4%. Ob es prozentual gerade zweistellig ist, wage ich nicht vorauszusagen.

«Die Finanzindustrie krankt daran, dass sie ihre Prognosefähigkeit überschätzt.»

Pirmin Hotz

Herr Hotz, Sie sind langjähriger unabhängiger Vermögensverwalter und könnten sich die besten Produkte auswählen. Weshalb tun Sie es nicht?

Pirmin Hotz: Wir setzen prinzipiell keine strukturierten Produkte ein. Erstens wissen wir alle, dass für 90 bis 95% des Portfolioerfolgs die Asset Allocation verantwortlich ist, also die Zusammensetzung nach Anlageklassen, und nicht Einzeltitel. Mit diesen Zer-

tifikaten ist es nicht mehr möglich, eine Asset Allocation längerfristig professionell zu steuern. Beim Kauf ist unklar, in welchen Wert man am Schluss investiert ist. Das erschwert den Überblick über den Risikograd eines Portfolios und den Vergleich von Portfolios untereinander erheblich. Ein anderer, entscheidender Punkt ist: Unter den vielen Varianten braucht es für die Wahl des richtigen Produkts eine Marktprognose, sonst liegt man unter Umständen schon von Beginn weg daneben.

Braucht es nicht generell beim Investieren eine Vorstellung, zumindest in groben Zügen, wohin die Märkte tendieren?

Hotz: Ja, aber man soll sich nicht zu viel darauf einbilden. Die Finanzindustrie krankt daran, dass sie ihre Prognosefähigkeit überschätzt. Selbst wer sich Tag und Nacht mit den Märkten beschäftigt, hat nur eine sehr eingeschränkte Sicht, besonders auf kürzere Frist. Gerade strukturierte Produkte, die auf ein oder maximal zwei Jahre lauten, stehen völlig konträr dazu. Wer sie verwendet, läuft Gefahr, sich böse zu verschätzen.

Herr Von Wattenwyl, bevor wir auf die kritisierten Punkte eingehen, was sind die Vorteile von strukturierten Produkten?

Von Wattenwyl: Sie überzeugen dank ihrer Flexibilität mit einem Höchstmass an Individualität und können – wie kaum ein anderes Anlageinstrument – bedürfnisgerecht aufgesetzt werden. Da widerspreche ich Herrn Hotz, Zertifikate sind ein nützliches Steuerungsinstrument. Sie helfen, das Ertragspotenzial besser auszuschöpfen und/oder eine Risikoposition zu optimieren. Ausserdem bieten sie Zugang zu Anlagen, die besonders Privatinvestoren nicht oder nur erschwert offenstehen.

Zur Kritik, die Zuordnung zur Anlageklasse sei verwässert, weil man die Wahrscheinlichkeit nicht kenne, was am Ende im Depot lande. Ihre Meinung dazu?

Von Wattenwyl: Wir sind uns einig, dass strukturierte Produkte keine Anlageklasse sind. Sie sind immer nur eine Ergänzung, aber mit ihrem individuellen Auszahlungsprofil sind sie stets eine Alternative zu einem Direktinvestment. Das heisst, ein Zertifikat auf eine



Aktie muss auch wie eine Aktie betrachtet und am Ende der Laufzeit mit dem Abschneiden des Basiswerts, also der Direktanlage, verglichen werden. Der Investor entscheidet sich für eine gewisse Anlageklasse oder einen gewissen Titel und prüft dann: Ziehe ich die Direktbeteiligung vor oder ein Zertifikat, das möglicherweise besser zugeschnitten ist auf mein Portfolio, meine Bedürfnisse und meine Fähigkeit, weil es massgeschneidert und ausserdem schon für kleinere Beträge erhältlich ist.

«Strukturierte Produkte können, wie kaum ein anderes Anlageinstrument, bedürfnisgerecht aufgesetzt werden.»

Georg von Wattenwyl

Hotz: Herr von Wattenwyl wird nicht abstreiten, dass Diversifikation ein ganz wichtiges Element für eine solide, langfristige Anlagestrategie ist. Unter den beliebten Barrier Reverse Convertibles gibt es viele, die auf dem Worst-of-Konzept basieren. Bei Unterschreiten der Barriere wird bei Fälligkeit der schlechteste Titel geliefert. So kann es sein, dass ein Portfolio, das vorher als konservativ galt, plötzlich schlechte Papiere umfasst. In der Finanzkrise 2008 wurden wegen dieser Ausgestaltung bei Kunden mit Struki massenhaft Bankaktien mit erheblichen Verlusten in die Depots geliefert, sodass diese quasi über Nacht zu Junk-Aktien-Portfolios geworden sind. Struki mutieren so zur Antithese der Diversifikation.

Wie steuern Sie, Herr Hotz, die Portfolios und gehen Klumpenrisiken aus dem Weg?

Hotz: Wir investieren ausschliesslich in Originaltitel: in Aktien, Obligationen, Cash, je nach Kunden auch in Immobilienwerte. Je höher die Risikoneigung des Kunden, desto höher der Aktienanteil. Die Steuerung wird über das Rebalancing umgesetzt. Steigt die Aktienquote im Aufschwung über eine im Voraus defi-

nierte Bandbreite, reduzieren wir Positionen, und umgekehrt. So bleiben die Anteile gleich, und für den Kauf und den Verkauf nutzen wir automatisch einen günstigen Zeitpunkt.

Produkte mit mehreren Basiswerten haben in der Regel, dem Risiko entsprechend, bessere Konditionen. Sticht dieses Argument nicht bei Ihnen?

Hotz: Das Risiko, einen dieser Basiswerte in grösserem Umfang zu einem ungünstigen Preis zu bekommen, ist einfach zu gross. Fast nicht zu glauben, aber wahr: Wenn wir manchmal Depots von Bankkunden anschauen, werden solche Produkte nicht selten noch immer als Obligationen oder als obligationenähnliche Instrumente eingebucht. Doch selbst bei korrekter Zuteilung haben Struki eine weitere Eigenschaft, die stört.

Nämlich?

Hotz: Wenn ein Markt oder ein Basiswert gut läuft, fallen Opportunitätskosten an. Der Kunde muss sich mit einem limitierten Ertrag abfinden, während bei einer Direktanlage in einem aufstrebenden Markt der Spielraum nach oben offen ist.

Von Wattenwyl: Da sind jetzt einige Argumente oder Behauptungen gefallen, die ich nicht widerspruchsfrei hinnehmen kann. Ganz wichtig zu wissen, auch wenn ich mich wiederhole: Strukturierte Produkte werden als Lösung für Anlagebedürfnisse konstruiert. Emittenten können schnell auf individuelle Situationen und Entwicklungen am Markt reagieren. Zu den Worst-of-Zertifikaten: Sie bieten eine Lösung, wo der Anleger bewusst nicht nur auf einen, sondern auf eine Auswahl von Titeln setzt. Selbstverständlich muss er sich mit allen Basiswerten im Voraus anfreunden können, für den Fall, dass die Barriere fällt. Weil beim Worst of das Risiko grundsätzlich höher ist als bei einem einzigen Basiswert, bietet er mehr Rendite mit einem höheren Coupon oder mehr Sicherheit mit einer tieferen Barriere. Der Investor trifft diese Entscheidung ganz bewusst.

Hotz: Wenn das die Überlegung ist, kann ich genauso gut eine Put-Option verkaufen und bekomme eine Prämie – wie beim Barrier Reverse Convertible. Wenn der Aktienkurs fällt, kann ich den Titel zu einem tieferen Preis ins Depot nehmen.



BILD: IRIS C. RITTER

Also braucht es Struki gar nicht?
Von Wattenwyl: Die Mechanik ist grundsätzlich gleich, mit zwei Ausnahmen: Das strukturierte Produkt bietet mit dem Puffer bis zur Barriere eine Sicherheit, und das Pricing ist beim Struki in der Regel günstiger, als wenn der Einzelanleger eine Put-Option verkauft, weil der Emittent quasi als Grossist auftritt und so ein Produkt attraktiver gestalten kann.

Kosten und Kostentransparenz sind ein Dauerbrenner in jeder Struki-Diskussion. Herr von Wattenwyl, Hand aufs Herz: Sind die Produkte teuer oder nicht?
Von Wattenwyl: Ich stelle immer wieder fest, dass trotz vieler Bemühungen um bessere Verständlichkeit und Transparenz noch immer Aufklärungsbedarf besteht. Dem wollen wir uns als Branche auch nicht verschliessen, im Gegenteil: Fakt ist, dass ab März alle Emittenten die Vertriebskommission ausweisen werden. Zusätzlich geben einige schon jetzt eine Gesamtkosten-Ratio, die Ter, an. Sie zeigen auf, wie sie die Produktpreise gestalten. In Deutschland ist eine Untersuchung vieler Produkte zum Schluss gekommen, dass die Emittentenmarge etwa ein halbes Prozent beträgt. Das ist ungefähr der Preis, den ein Kunde heute auch in der Schweiz für eine massgeschneiderte Lösung bezahlt. Das ist keinesfalls übertrieben für ein Produkt, das wie kein anderes flexibel auf individuelle Bedürfnisse zugeschnitten ist.
Hotz: Selbstverständlich kann man heute mit ausgeklügelter mathematischer Hilfe perfekt jedes Produkt nach Mass schneiden. Aber es bleibt immer noch die mangelnde Prognosefähigkeit, wie ich's schon am Anfang dargelegt habe.

Was schlagen Sie als Rezept vor, wie gehen Sie mit der Irrtumswahrscheinlichkeit um?
Hotz: Ich weiss wie alle anderen nicht, wohin die Märkte morgen und übermorgen steuern. Aber ich habe eine Überzeugung: Wie wird Geld langfristig verdient? Durch produktives Kapital von Unternehmen. Bei allen Risiken sind das Aktien. Wir kaufen Aktien mit einem Anlagehorizont von mindestens zehn Jahren. Über diese Zeit ist die Verlustwahrscheinlichkeit gering und die Ertragschance gross. Und was das Pricing von strukturierten Produkten angeht, muss ich unbedingt etwas loswerden.

Wir hören.
Hotz: Ich weiss heute noch nicht, was ein solches Produkte wirklich kostet. Es werden Gebühren von 1 bis 4% herumgereicht. Was mich dabei jedoch erschreckt, ist der Umstand, der letzthin eben wieder in den Medien zu vernehmen war: dass die Hälfte aller Struki an Berufskollegen von mir, an unabhängige Vermögensverwalter, geliefert wird. Ich befürchte, dass trotz des Bundesgerichtsurteils, wonach Vertriebsentschädigungen dem Kunden gehören, immer noch massive finanzielle Anreize bestehen, Produkte unabhängig vom genauen Verwendungszweck zu verhökern. Dabei sollten Vermögensverwalter – und in diese Richtung müssen wir arbeiten – nur noch verdienen, was sie vom Kunden bekommen. Sonst stecken Verwalter und Berater stets in einem Interessenkonflikt. Auf solche Angebote verzichten wir.

Vermögensverwalter, die dem Reiz von Retrozessionen erliegen: Wie weit entspricht das Ihrer Beobachtung?
Von Wattenwyl: Ich kann das Geschäftsmodell eines Vermögensverwalters nur bedingt beurteilen. Ich er-

«Meine Erfahrung ist, dass die meisten Endkunden bezüglich Komplexität einfach überfordert sind.»

Pirmin Hotz

lebe sie so, dass sie für ihre Kunden die beste Lösung suchen und in diesem Sinn auch Struki einsetzen. Begriff wie «verhökern» oder «eigeninteressliches Einkaufen» treffen meines Erachtens nicht zu. Ich bin mit Herrn Hotz absolut einverstanden, dass das Interesse des Kunden im Vordergrund stehen muss. Wir als Branche wollen unser Geschäft nachhaltig betreiben, und das können wir nur, wenn wir die Kundenerwartungen zusammen mit unseren Partnern, seien es externe Vermögensverwalter oder Banken, erfüllen.

Was sagen Sie zum Thema Komplexität?

GEORG VON WATTENWYL

Georg von Wattenwyl (links) ist seit Oktober 2014 Präsident des Verbands für Strukturierte Produkte SVSP, davor war er bereits Vorstandsmitglied des Branchenverbands. Er leitet bei der Bank Vontobel die Abteilung Financial Products, Advisory & Distribution. In dieser Funktion ist er verantwortlich für den globalen Vertrieb von Finanzprodukten der Bank.

PIRMIN HOTZ

Pirmin Hotz promovierte an der Universität St. Gallen und machte sich in seiner Studienzeit 1986 selbständig. Während vieler Jahre beriet er Banken in der Schweiz und in Deutschland. Seit 1993 führt der unabhängige Vermögensberater die Dr. Pirmin Hotz Vermögensverwaltungen in Baar (Kt. Zug). Sie betreut private und institutionelle Kunden, darunter verschiedene Pensionskassen. Auch ist Hotz als Autor von Fachliteratur und -artikeln bekannt.

Von Wattenwyl: Solange Komplexität einer besseren Lösung dient, ist sie zu begrüssen. Wichtig ist, das der Berater oder der Kunde die Funktion eines strukturierten Produkts versteht. Damit meine ich: Welche Chancen hat der Anleger mit einem Zertifikat, welche Risiken? Und das immer im Zusammenhang mit dem Ganzen: Wie wirkt beispielsweise ein Kapitalschutzprodukt aufs Portfolio bei dieser oder jener Marktentwicklung? Die meisten Struki werden übrigens zur Risikominimierung eingesetzt und nicht zur Risikomaximierung.

Wo und wie sichern Sie Portfolios ab, Herr Hotz?
Hotz: Finanzmärkte mit ihren unvorhergesehenen Bewegungen rufen im Grunde immer nach Absicherung. Doch wenn ich das permanent mache, verliere ich die ganze langfristige Rendite. Mit Schwankungen muss der Investor leben können, das ist der Preis für den langfristigen Ertrag von Aktien, die meiner Ansicht nach allen anderen Anlagekategorien überlegen sind. Bei Zertifikaten wird es nicht anders sein als bei anderen Anlagen: Oft werden zu einem bestimmten Zeitpunkt prozyklisch die falschen Produkte gekauft. Systematisch immer richtigzuliegen, scheint mir unmöglich zu sein.
Von Wattenwyl: Da pflichte ich Ihnen bei, im Aufschwung steigt die Risikobereitschaft, und im Abschwung wollen sich alle absichern, was bei Kapitalschutzprodukten wegen der Niedrigstzinsen zurzeit nur mit bedingtem Schutz möglich ist. Das liegt an der Mechanik und nicht am Willen des Emittenten.

Zur Diskussion steht auch der Anlegerschutz. Wie weit soll oder muss der Regulator in dieser Sache gehen?
Hotz: Die Struki-Anhänger werden sich wahrscheinlich freuen, wenn ich sage: Ich bin ein überzeugter Anhänger der Marktwirtschaft, des freien Unternehmertums. Bei der Transparenz, der Preispolitik, den Retrozessionen ist man offensichtlich daran, die Situation zu verbessern. Gerade bei den Vertriebsentschädigungen ist mehr Durchblick nötig. Aber sonst? Da braucht es keinen Regulator, wir brauchen nicht Dokumente, in denen auf Dutzenden von Seiten Risiken und Nebenwirkungen aufgeführt sind. Kein Mensch liest das, es beschäftigt nur die Anwälte. Investoren müssen wissen, mit wem sie zusammen-

arbeiten und was für Produkte und Anlagen sie ins Depot nehmen wollen. Diese Eigenverantwortung darf nicht verschwinden. Den Anleger zu entmündigen, nützt niemandem etwas, im Gegenteil.
Von Wattenwyl: Dieses Votum unterstütze ich voll und ganz. Als Branche wollen wir unsere Verantwortung wahrnehmen, indem wir in Bezug auf Transparenz, Aufklärung und Qualität alles unternehmen, damit Anleger und Berater die Informationen haben, die für einen sorgfältigen Entscheid notwendig sind. Es gibt wenige Wirtschaftszweige, die so hart am Thema Transparenz und Aufklärung arbeiten wie wir.
Hotz: Hart arbeiten müssen, denken wir an Lehman.
Von Wattenwyl: Selbstverständlich. Die Branche profitiert nicht, wenn der Kunde über eine Position erschrickt, die ihm durch ein strukturiertes Produkts entstanden ist, und er nichts über die Wirkung gewusst hat. Das Emittentenrisiko, wenn Sie von Lehmen sprechen, wurde zu Unrecht mit Struki in Verbindung gebracht. Wir wissen alle, dass es das Emittentenrisiko auch anderswo gibt, besonders bei Obligationen. Ein strukturiertes Produkt ist eine Schuldverschreibung wie eine Obligation, das heisst, der Käufer muss sich mit der Rückzahlungsfähigkeit des Schuldners auseinandersetzen. Lehman hat schmerzhaft gezeigt, wie wichtig das ist und weshalb eine bestimmte Anleihe oder ein bestimmtes Zertifikat einen höheren Zins trägt als ein anderes. Über Metaplattformen sind die einzelnen Produkte heute sehr gut vergleichbar, und mit der Absicherung des Emittentenrisikos, dem sogenannten Cosi, hat die Schweiz international einen neuen Standard gesetzt.
Hotz: Meine Erfahrung sagt mir, dass die meisten Endkunden bezüglich Komplexität einfach überfordert sind. Zu Beginn meiner Tätigkeit habe ich Banker im Umgang mit Derivaten, Calls, Puts, Futures usw. geschult. Da habe ich erlebt, wie schwierig es nur schon war, die Teilnehmer auf einen halbwegs vernünftigen Wissensstand zu bringen. Komplexität dann noch den Kunden zu vermitteln, da habe ich wirklich Zweifel, ob das auch immer funktioniert. Ich behaupte, dass strukturierte Produkte einen Komplexitätsgrad haben, der den Durchschnittsanleger überfordert.

Struki sind keine neue Errungenschaft. Ist es wirklich noch so, dass Anleger überfordert sind?
Von Wattenwyl: Wer einmal strukturierte Produkte gekauft hat, bleibt meistens dabei und kennt so natürlich auch ihre Funktion. Darauf müssen wir aufbauen. Zertifikate sind ein Leistungsversprechen, dieses muss bei den im Voraus bekannten Indikationen aufgehen. Ob die Marktmeinung jedoch immer aufgeht, ist eine andere Frage. Aber das ist bei allen Anlagen so.

«Solange Komplexität einer besseren Lösung dient, ist sie zu begrüssen.»
Georg von Wattenwyl

Was glauben Sie, wo steht der Struki-Markt im Vergleich zu anderen Anlagen im Jahr 2020?
Von Wattenwyl: Aufgrund ihrer Eigenschaften haben strukturierte Produkte ihren festen Platz in der Vermögensverwaltung nicht nur gefunden, sondern können ihn noch ausbauen und als unverzichtbarer Bestandteil professionell in den Portfolios eingesetzt werden.

Herr Hotz, werden Sie im Jahr 2020 strukturierte Produkte verwenden, und unter welchen Bedingungen?
Hotz: Aus heutiger Sicht und auch in Zukunft kann ich mir nicht vorstellen, dass wir strukturierte Produkte einsetzen. Wir werden, wie in den vergangenen dreissig Jahren, konsequent bei Direktanlagen bleiben. Die Portfolios sind auf diese Weise einfach verständlich, erfolversprechend und kostengünstig. Und wichtig: Den Kunden können wir sagen, wir sind nicht Verkäufer, sondern ihre Advokaten und Berater. Die Wahrscheinlichkeit, dass wir im Jahr 2020 Struki verwenden, so angenehm das Gespräch mit Herrn von Wattenwyl jetzt ist, tendiert gegen null.

.....
Interview: Hanspeter Frey