

Strukturierte Produkte:

Mehr Transparenz in der Preisgestaltung ist wünschenswert

Hinter dem Wirrwarr zahlreicher phantasievoller Namen
stehen drei grundlegende Produkttypen

von Manuel Ammann¹

Neue Zürcher Zeitung, 19.09.2006, Nr. 217, S. 67

Der Markt der strukturierten Produkte für Privatanleger hat eine eindruckliche Entwicklung hinter sich und zeichnet sich heute durch eine grosse Vielfalt an Angeboten aus. Während sich die Produkte bezüglich ihrer Auszahlungsstruktur meist anhand der Term Sheets gut nachvollziehen lassen, sind sie bezüglich ihrer Kosten für die Anleger oft intransparent. Hier sind die Emittenten gefordert.

Strukturierte Produkte haben in den letzten fünfzehn Jahren eine rasante Verbreitung erfahren. Kaum ein Tag vergeht heute, an dem nicht eine grössere Anzahl neuer Produkte auf den Markt kommt. Die Vielfalt der Angebote hat ebenfalls beeindruckende Ausmasse erreicht: Trackers, Perles, Toros, Yos, Toys, Blocs, Cosos, Clous, Moms, Casuals, Grois, Voncores, Peps, Pips und viele weitere Spezies bevölkern den Markt. Die Privatanleger, an die sich die Angebote hauptsächlich richten, verlieren bisweilen den Überblick. Oft werden die Produkte als „Derivate“ in einen Topf geworfen, nicht berücksichtigend, dass sich die Auszahlungsstrukturen und damit auch die Risikoprofile dieser Produkte fundamental unterscheiden können. Je nach Anlagestrategie, Kurserwartung und Risikotoleranz kann ein Produkt geeignet sein, ein anderes aber überhaupt nicht, auch wenn ihnen der gleiche Basiswert zugrunde liegt.

Drei Grundtypen von strukturierten Produkten

Allerdings lassen sich trotz vieler phantasievoller Bezeichnungen die meisten strukturierten Produkte in drei grundlegende Produkttypen kategorisieren, welche in der Abbildung dargestellt sind. Die einfachste Produktform hat ein lineares Auszahlungsprofil (links), der Payoff verhält sich symmetrisch bei steigendem und fallendem Wert des Basiswerts des Produkts. Diese Produkte werden im Schweizer Markt als Zertifikate bezeichnet. Das Risiko entspricht dem des Basiswerts, wenn man vom Gegenparteirisiko gegenüber dem Emittenten absieht.

Eine weitere Produktart sind die konvexen Produkte (Abbildung Mitte). Sie zeichnen sich durch ein asymmetrisches Auszahlungsprofil aus, wobei die Partizipation an steigenden Kursen des Basiswerts stärker ausfällt als die Partizipation an fallenden Kursen. Weil das Payoff-

¹ Prof. Dr. Manuel Ammann ist ordentlicher Professor für Finanzen an der Universität St.Gallen und Direktor des Schweizerischen Instituts für Banken und Finanzen.

Profil in der Regel so ausgestaltet ist, dass unter einer gewissen Kursgrenze keine weiteren Verluste anfallen, werden diese Produkte als Kapitalschutzprodukte bezeichnet. Entsprechend gering sind in der Regel die Risiken. Hergestellt werden Kapitalschutzprodukte beispielsweise aus einer Festgeldanlage und einer Calloption auf den Basiswert. Für das attraktive Risiko-profil muss eine Prämie bezahlt werden, welche im Produktpreis enthalten ist.

Die dritte grundlegende Produktart hat ein konkaves Payoff-Profil (Abbildung rechts). Die Partizipation an steigenden ist somit geringer als an fallenden Kursen. Weil der maximal mögliche Gewinn bei diesen Produkten limitiert ist, werden sie oft als Maximalrendite-Produkte bezeichnet. Sie können aus einer Festgeldanlage und einer Putoption (leerverkauft) hergestellt werden. Konkave Produkte beinhalten eine Prämie, welche als Coupon oder Discount den Anleger für das unattraktive Auszahlungsprofil entschädigt. Das Risiko entspricht dem des Basiswerts abzüglich der eingenommenen Prämie.

Der grösste Teil der emittierten Produkte sind Standardprodukte, welche in eine dieser drei Kategorien fallen, oft ergänzt um gewisse Eigenschaften, um den Produkten zusätzliche Originalität oder Attraktivität in bestimmten Marktsituationen zu verleihen. Ein Beispiel dafür sind Bonuszertifikate, welche zwar grundsätzlich lineare Produkte sind, aber unter gewissen Voraussetzungen noch einen zusätzlichen Bonus ausschütten. Es versteht sich von selbst, dass dieser Bonus nicht gratis zu haben ist, sondern in die Preisbildung des Produkts einfließt. Andere, komplizierter ausgestaltete Auszahlungsprofile, zum Teil mit mehreren Basiswerten (Baskets), haben in letzter Zeit ebenfalls an Bedeutung gewonnen.

Informative Term Sheets

Auch komplexere Produkte sind im Term Sheet in der Regel so beschrieben, dass die Spezifikationen nachvollziehbar sind, wenn auch der durchschnittliche Privatanleger dabei manchmal Unterstützung durch einen Anlageberater bedarf. Es ist jedenfalls ratsam, ausschliesslich Produkte zu kaufen, welche man wirklich verstanden hat. Denn wer sich nur auf die Marketing-Texte verlässt, riskiert irreführt zu werden. Die Worte werden nämlich bisweilen so gewählt, dass beispielsweise für ein Produkt mit Maximalrendite (Abbildung rechts) suggeriert wird, man könne nur gewinnen: entweder wird ein hoher Coupon ausbezahlt oder sonst kann die Aktie zu einem tieferen Preis als heute gekauft werden. Dass die Aktie zum Zeitpunkt der Übernahme durch den Anleger auch diesen tieferen Preis am Markt nicht wert ist und der Anleger das volle Kursrisiko der Aktie trägt, wird vielleicht nicht erwähnt.

Kostentransparenz oft mangelhaft

Obwohl sich einige Anbieter durchaus um Kostentransparenz bemühen, sind bei den meisten Produkten die Kosten in der Produktstruktur „versteckt“. Der Anleger müsste das Produkt replizieren, also die Strukturierung aus Einzelkomponenten selbst nachbilden und bewerten, um das Produkt über die Summe der bewerteten Komponenten beurteilen zu können. Dazu ist kaum ein Privatanleger in der Lage.

Bei den linearen Produkten sind die Kosten am leichtesten abzuschätzen, auch wenn sie nicht ausgewiesen werden, da dort keine Optionskomponenten die Bewertung des Produkts erschweren. Meist bestehen bei diesen Produkten die Kosten aus nicht oder nicht vollständig an den Kunden weitergegebenen Dividendenzahlungen der Basiswerte. Bei Produkten auf einen Index wird beispielsweise nicht der Total Return Index benutzt, sondern ein Preisindex, welcher die Dividenden nicht reinvestiert. Wird per Verfall des Produkts der Indexstand ausbezahlt, entgehen somit dem Anleger die zwischenzeitlich angefallenen Dividenden. Leider wird diese Tatsache in den Angeboten oft verschwiegen. Manchmal wird ein Teil der Divi-

denden an den Anleger weitergegeben, indem das Zertifikat statt zu 100% des Basiswerts zu einem tieferen Preis ausgegeben wird oder die Partizipation an steigenden Kursen erhöht wird. Hier ist zu fordern, dass die Anbieter immer explizit deklarieren, wenn die Dividenden dem Kunden vorenthalten werden. Mit einer Dividendenschätzung lassen sich die Kosten sogar recht genau ausweisen.

Wenn das Produkt Optionskomponenten enthält, sind die Kosten schwieriger zu erkennen, da sie in die Option „verpackt“ werden können. Da der Privatanleger die Option in der Regel nicht aus dem Gesamtpaket isolieren und bewerten kann, bleiben die Kosten des Produkts versteckt. Die Deklaration der zugrundeliegenden impliziten Volatilität würde es zumindest versierten Anlegern erlauben, den Preis der Option mit Marktpreisen für ähnlich ausgestaltete Optionen zu vergleichen und somit die Kosten zu schätzen.

Eine Verbesserung der Kostentransparenz im Markt der strukturierten Produkte wäre nicht nur im Sinne der Abnehmer, sondern auch der gesamten Branche, die damit ein Argument für eine schärfere Regulierung entkräften könnte.

Abbildung

