

Die wenigsten Portfolios mit Strukturierten Produkten sind optimal zusammengestellt.

# Top-down Allokation statt Produkte-Sammelsurium

■ Prof. Dr. Manuel Ammann, Professor für Finance und Direktor des Schweizerischen Instituts für Banken und Finanzen, Universität St. Gallen

**S**eit einem Jahr präsentiert sich die Börse weniger freundlich: auf die anhaltende und kaum volatile Aufwärtsbewegung folgte ein Markt mit Abwärtstendenz und hoher Volatilität. Der Vermögensverwalter steht vor der Herausforderung, dem Kunden auch für diese schwierige Situation die richtige Anlagestrategie zu empfehlen. Können Strukturierte Produkte dazu dienen, solche Marktphasen einigermaßen unbeschadet zu überstehen?

Strukturierte Produkte können wie traditionelle Derivate zur Umsetzung einer Vielzahl von Anlagestrategien eingesetzt werden. Unterschieden werden lineare Produkte und nichtlineare Produkte. Lineare Produkte sind zum Beispiel Zertifikate oder Mini-Futures. Sie partizipieren symmetrisch an Wertveränderungen des Basiswerts. Anders verhalten sich die Auszahlungsprofile von nichtlinearen Produkten. Beispiele dafür sind Kapitalschutzprodukte oder die beliebten Reverse Convertibles. Der Wert dieser Produkte verläuft nicht symmetrisch zum Preis des Basiswerts.

Zu jeder Produktart gibt es eine Vielzahl von Ausgestaltungsvarianten und unterliegende Basiswerte. Da man mit Derivaten und somit auch mit Strukturierten Produkten fast beliebige Auszahlungsprofile erzeugen kann, ist nicht eine bestimmte Marktlage notwendig, um mit Strukturierten Produkten erfolgreich anzulegen. Entscheidend ist vielmehr die richtige Auswahl der Auszahlungsprofile und Basiswerte.

An diesem Punkt beginnen in der Praxis die Probleme. Die meisten Strukturierten Produkte werden nicht im Kontext des Gesamtportfolios, sondern «bottom-up» ausgewählt. Mehr oder weniger zufällig werden Produkte dem Portfolio beigegeben. Beispielsweise, weil sie gerade im Bankangebot sind oder per Zeitungsinserat und Prospekt intensiv beworben werden. Das Resultat einer solchen Vorgehensweise ist allzu oft ein Sammelsurium von Einzelprodukten, die sich bezüglich der Risiko-Exposure teilweise kumulieren, teilweise auch gegenseitig aufheben, aber nur selten ein ausgewogenes und gut diversifiziertes Portfolio ergeben.

Selbstverständlich kann man auch mit unausgewogenen und schlecht diversifizierten Portfolios erfolgreich sein, wenn man die Marktentwicklung richtig voraussieht. Im langfristigen Durchschnitt ist es aber unwahrscheinlich, dass es gelingt, – und dies gilt auf für professionelle Vermögensverwalter – mit einem unzureichend diversifizierten Portfolio eine risikoadequate Rendite zu erzeugen.

**O**ft werden Strukturierte Produkte im Rahmen eines Core-Satellite-Allokationsansatzes eingesetzt. Sie werden in der Regel den Satelliten zugeteilt. Da die Satelliten obnehin oft Gefahr laufen, für anlagetechnische Unsinnigkeiten zur Steigerung des «Unterhaltungswerts» des Port-

folios missbraucht zu werden, stört man sich auch weniger an den erwähnten unsystematischen Ansammlungen von Strukturierten Produkten. Ein Portfolio, das zu 80 Prozent nach den Regeln der Kunst angelegt ist, nehme nur einen geringen Schaden, wenn die 20 Prozent Satelliten nicht ausgewogen angelegt und konsequent auf das Core-Portfolio abgestimmt sind, so die Begründung. Eine solche Argumentation mag einem nur sich selbst verantwortlichen Freizeitanleger genügen, einem professionellen Vermögensverwalter stünde sie aber schlecht an.



Prof. Dr.  
Manuel Ammann

**D**as richtige Vorgehen für die Auswahl Strukturierter Produkte ist deshalb ein «top-down»-Ansatz mit dem Ziel, über das ganze Portfolio eine optimale Allokation zu erreichen. Dazu gehören eine möglichst gute Diversifikation und verschiedene Quellen von Risikoprämien. Im Hinblick auf dieses Ziel heisst es in einem ersten Schritt, die gewünschte Risiko-Exposure zu bestimmen. Daraus ergibt sich eine Portfolioallokation auf verschiedene Anlageklassen und das entsprechende Payoff-Profil. Erst danach wird die Umsetzung der Allokation mit verschiedenen Anlageinstrumenten, seien es Fonds, Einzeltitel oder Derivate, an die Hand genommen.

Aus dem Blickwinkel des Gesamtportfolios betrachtet, sind in vielen Fällen nichtlineare Strukturierte Produkte gar nicht notwendig, um die gewünschten Risiko-Rendite-Eigenschaften zu erzeugen. Produktarten wie die Multi Barrier Reverse Convertibles erscheinen zudem aus Portfoliosicht kaum als attraktiv, da sie konzentriertes spezifisches Risiko ins Portfolio holen, statt dieses zu diversifizieren. Umgekehrt sind gewisse Auszahlungsprofile am einfachsten mit Strukturierten Produkten umzusetzen. Entscheidend für den Anlageerfolg ist nicht ob, sondern wie Strukturierte Produkte eingesetzt werden.

Prof. Dr. Manuel Ammann ist Professor für Finance und Direktor des Schweizerischen Instituts für Banken und Finanzen an der Universität St. Gallen. Seine Forschungsgebiete sind derivative Instrumente, Asset Management, Finanzmärkte und Risikomanagement.