



«Die grösste Gefahr beim Einsatz von strukturierten Produkten besteht in der Zusammenstellung von unausgewogenen und unzureichend diversifizierten Portfolios», sagt Manuel Ammann.

## «Anleger sollten Kommissionen kennen»

**MANUEL AMMANN** Der Professor für Finance an der Uni St. Gallen fordert höhere Transparenz bei den Kosten von strukturierten Produkten und bei den Kommissionen, die Berater beim Verkauf verdienen. Im Konkurrenzkampf mit Index-Fonds sei noch nicht absehbar, wer die Oberhand gewinne.

INTERVIEW: MAJA KÄLIN

*Seit Ende September können an der Derivatebörse Scoach die neuen pfandbesicherten strukturierten Produkte gehandelt werden. Was halten Sie von dieser Innovation?*

**Manuel Ammann:** Ich finde es sehr sinnvoll, dass man jetzt strukturierte Produkte pfandsichern kann. Der Pferdefuss von strukturierten Produkten, das Gegenparteiensrisiko, kann so eliminiert werden. Die strukturierten Produkte rücken damit näher an die Fonds. Allerdings hat das Auswirkungen auf die Kosten des Produktes: Wenn ein Gegenparteiensrisiko in den Produkten drin ist, können oft günstigere Konditionen erzielt werden.

*Werden die Anleger bereit sein, mehr für die besicherten Produkte zu bezahlen?*

**Ammann:** Die Frage ist, wie hoch die Kosten effektiv sein werden. Handelt es sich um eine Grössenordnung von 10 bis 20 Basispunkten, wird das sicher gut ankommen bei den Anlegern. Wenn es aber viel teurer

**«Den ökonomischen Grund, weshalb Multi Barrier Reverse Convertibles sinnvoll seien, habe ich noch nicht gefunden.»**

ist, dann werden die Leute realisieren, dass sie bei den besicherten Produkten systematisch schlechtere Konditionen haben. Und dann überlegen sie sich, wie wahrscheinlich ein Konkurs der Gegenpartei tatsächlich ist und entscheiden sich vielleicht, das Risiko einzugehen.

*Blicken die Anleger in diesem Dschungel von Finanzprodukten und den zahlreichen jüngsten Innovationen überhaupt noch durch? Und macht da wirklich jedes Produkt Sinn, das angeboten wird?*

**Ammann:** Selbstverständlich macht nicht alles Sinn, was es auf dem Markt gibt (schmunzelt). Und schon gar nicht für jeden Anleger. Es gibt Produkte, bei denen es schwierig ist, auf der Basis der Portfoliotheorie einen guten Grund zu finden, warum man diese haben muss.



## *Zum Beispiel?*

Ammann: Das bekannteste Beispiel sind die Multi Barrier Reverse Convertibles. Die waren vor der Krise sehr beliebt und finden jetzt langsam zu ihrer alten Beliebtheit zurück. Die ökonomische Begründung, warum das ein sinnvolles Produkt

sei, habe ich noch nicht gefunden. Bei diesen Produkten wird im schlimmsten Fall immer der schlechteste Basiswert geliefert. Aus portfoliotechnischen Überlegungen ist das genau nicht, was man will. Man will im Portfolio systematische Risiken haben, denn diese werden mit Risikoprämien entschädigt. Diese Produkte machen genau das Gegenteil: Sie holen spezifische Risiken ins Portfolio und vermindern somit die Diversifikation. Zum Risikoprofil der meisten Anleger passt ein solches Produkt nicht.

## *Dennoch kaufen wieder sehr viele Anleger diese Vehikel. Lassen sie sich von den hohen Coupons verführen?*

Ammann: Ich denke, dass die Höhe der Coupons eine grosse Rolle spielt. Der Anleger hofft insgeheim, dass der Puffer schon reicht und die Barrieren nicht durchbrochen werden. Es gibt wissenschaftliche Studien, die zeigen, dass der durchschnittliche Anleger bei einem hohen Coupon bereit ist, schlechtere Konditionen zu akzeptieren. Bis zu einem gewissen Grad lässt er sich tatsächlich blenden.

## *Sehen Sie andere Risiken beim Einsatz von strukturierten Produkten?*

Ammann: Die vermutlich grösste Gefahr beim Einsatz von strukturierten Produkten besteht in der Zusammenstellung von unausgewogenen und unzureichend diversifizierten Portfolios. Es wird gekauft, was gerade im Angebot ist und attraktiv erscheint. Dabei verlieren viele Anleger die Struktur des Gesamtportfolios aus den Augen. Manchmal ist es wirklich haarsträubend, was man an Portfolios zu Gesicht bekommt. Das ist aber nicht der Fehler der Produkte, sondern derjenigen, welche diese Portfolios zusammenstellen. Hier sind die Kundenberater der Banken gefordert: Die sinnvolle Portfolioallokation sollte nicht durch wahlloses Beifügen von strukturierten Produkten gefährdet werden.

*Exchange Traded Funds (ETF) haben in den letzten Monaten enorme Marktanteile*

## *gewonnen. Werden die Produkte noch wichtiger in Zukunft?*

Ammann: Ich bin überzeugt, dass ETF noch wichtiger werden. Viele Studien haben gezeigt, dass in den Kernanlageklassen – zum Beispiel Blue-Chip-Aktien – passive Anlagestrategien langfristig aktiven Anlagestrategien überlegen sind. Der Grund dafür liegt in den höheren Kosten und der fehlenden Fähigkeit der aktiven Manager, diese Kosten durch den aktiven Anlagestil systematisch zu kompensieren. Deswegen ist es für viele Anleger sinnvoll, einen wesentlichen Anteil ihres Portfolios über ETF abzudecken.

## *Wie beurteilen Sie die Innovationen bei den ETF? Hier können ja schon gehebelte und inverse Produkte gekauft werden.*

Ammann: Ich beobachte mit einem unguuten Gefühl, dass man im ETF-Bereich zunehmend von den einfachen und transparenten Strukturen wegkommt. Es besteht eine Tendenz zu komplexeren, teilweise sogar aktiven Produkten. Diese sind für die Anbieter margenträchtiger, für die Anleger aber oft nicht vorteilhafter. Auf der anderen Seite vertrete ich die Meinung, dass grundsätzlich mehr Auswahl besser ist als weniger. Man muss die grössere Auswahl ja nicht nutzen. Mit dem zunehmenden Angebot wird die Orientierung für den Privatanleger aber schwieriger.

## *Werden die ETF den strukturierten Produkten das Wasser abgraben?*

Ammann: Das glaube ich nicht. Allerdings sehe ich die Stärke der strukturierten Pro-

## ZUR PERSON

### Steckbrief

**Name:** Manuel Ammann

**Funktion:** Professor für Finance an der Universität St. Gallen sowie Direktor des Schweizerischen Instituts für Banken und Finanzen

**Alter:** 39

**Wohnort:** St. Gallen

**Familie:** Verheiratet

**Ausbildung:** Doktorat in Finance, Universität St. Gallen

### Karriere

**Seit 2002** Professor für Finance und Direktor des Schweizerischen Instituts für Banken und Finanzen

**2001-2002** Assistenz-Professor,  
Universität von Kalifornien, Berkeley.

## FORSCHUNG

**Institut** Das Institut für Banken und Finanzen bildet einen Schwerpunkt innerhalb der Universität St. Gallen. Es wurde 1968 als Institut für Bankwirtschaft gegründet und 1990 erweitert. In diesen Jahrzehnten ist das Institut kontinuierlich gewachsen. Ammann beschäftigt sich mit modernen Finanzinstrumenten, finanziellem Risikomanagement, Kreditrisiken und Asset Management.

dukten ohnehin eher bei den Spezialprodukten. Hier sind die strukturierten Produkte gegenüber Fonds klar im Vorteil. Insgesamt denke ich aber, dass es für beide Anlageformen einen Markt geben wird.

*Werden klassische Tracker-Zertifikate auf beliebte Basiswerte durch die ETF unter Druck kommen?*

Ammann: Hier besteht tatsächlich eine direkte Konkurrenz. Der Kampf wird ausgefochten über Kosten und Gegenparteierrisiken. Es ist noch nicht absehbar, wer die Oberhand gewinnen wird. Die ETF sind in Europa noch nicht auf einem Preisniveau, wo man sagen kann, strukturierte Produkte könnten nicht mehr mithalten. Gerade wenn es auch pfandbesicherte Tracker gibt. Wenn pfandbesicherte Tracker billiger sind als ETF - dann gewinnt der Tracker das Rennen.

*Wie kann der Privatanleger herausfinden, wie teuer ein strukturiertes Produkt ist?*

Ammann: Es ist eine grosse Schwäche der strukturierten Produkte, dass viele Strukturen bezüglich der Kosten intransparent sind. Man weiss nicht, wie die Optionen, die darin verbaut sind, bewertet sind. Der durchschnittliche Privatanleger, der nicht über die Pricing-Modelle verfügt, um das nachzurechnen, kann somit die Kosten gar nicht herausfinden. Allerdings ist auch auf Fondseite die Kostentransparenz nicht perfekt. Es gibt zwar schon ausgewiesene Managementgebühren, aber man weiss oft nicht, welche andere Kosten noch anfallen.

*Können Sie ein Beispiel nennen?*

Ammann: Nehmen wir diejenigen ETF als Beispiel, welche die Indexreplikation mittels eines Swap-Kontrakts sicherstellen. Der Anleger weiss in der Regel nicht, zu welchen Konditionen diese Swaps abgeschlossen werden und wie viel Geld die Bank an diesen Kontrakten verdient. Die Managementgebühr alleine ist eben nur die halbe Wahrheit. Aber die Kostenfrage ist natürlich auch eine Hol-Schuld der Kunden. Nur wer sich selbst ausreichend informiert, kann dem Verkäufer die richtigen Fragen stellen und muss sich nicht mit Floskeln abspeisen lassen.

*Die Banken argumentieren, dass sie erst nach Ablauf des Produktes die Kosten für die Absicherung kennen. Die Gebühren könnte man dennoch deklarieren, oder?*

Ammann: Das Auszahlungsprofil ist von vornherein definiert. Die Bank weiss zwar

off erst nach Ablauf des Produktes, wie hoch ihr Gewinn effektiv ausgefallen ist, weil sie die Absicherungskosten nur ungefähr prognostizieren kann. Aber der Preis des Produktes steht von vornherein fest und den kennt man.

*Wird der Druck von Seiten der Kunden hier steigen?*

Ammann: Da bin ich mir nicht so sicher. Strukturierte Produkte sind oft sehr komplex und enthalten Optionskomponenten. Was macht der Kunde mit der Information, dass die Optionskomponente mit einer impliziten Volatilität von 30% bewertet wurde? Er müsste den Vergleich mit ande-

## «Ich beobachte mit ungunstigen Gefühlen, dass ETF zunehmend wegkommen von transparenten Strukturen.»

ren Optionen durchführen können. Das ist schwierig. Wenn der durchschnittliche Kunde die Information zudem gar nicht versteht, kann er auch nicht viel Druck ausüben. Und der Druck nimmt ab, je mehr die Märkte steigen (lacht).

*Nach dem Konkurs von Lehman Brothers haben die Vertriebskommissionen, die Berater beim Verkauf der Produkte verdienen, für Gesprächsstoff gesorgt. Hat in diesem Punkt die Krise etwas in*

*Bewegung gebracht?*

Ammann: Ich glaube nicht. Ich fände es aber sehr wichtig, dass man zu einem System käme, in dem der Anleger darüber informiert wird, wie viel Kommissionen bezahlt werden. Der Kunde weiss nämlich heute nach wie vor nicht, was der Berater verdient, wenn dieser ihm ein Produkt ins Portfolio legt. Das ist möglicherweise eine wichtige Information, denn es stellt sich die Frage nach den Anreizen für den Berater. Wenn der finanzielle Anreiz für den Berater mitbestimmt, welche Produkte er

der Kundin empfiehlt und diese ist sich dessen nicht bewusst, dann ist das problematisch.

*Müsste die Finma einen Vorstoss machen, damit diese Vertriebskommissionen transparenter gemacht werden?*

Ammann: Die Finma hat tatsächlich schon aufgrund eines Bundesgerichtsurteils Regeln erlassen. Es gibt aber unterschiedliche Meinungen dazu, wie streng diese sind und wem man da mehr entgegenkam, den Anbietern oder den Kunden.