SFI White Paper on Structured Products: Performance, Costs, and Investments

Zusammenfassung

Obwohl Strukturierte Finanzprodukte im Laufe der letzten Jahre erhebliche Aufmerksamkeit auf sich gezogen haben, existieren diesbezüglich bislang nur wenige empirische Untersuchungen. Die vorliegende Studie ist die erste umfassende und repräsentative Analyse für die Schweiz – sie basiert auf mehr als 20‘000 Produkten und untersucht den Zeitraum 2008–2014. Die Kategorie *Warrants* war von der Studie ausgeschlossen. Es gibt eine Vielzahl von Strukturierten Produkten, deren Auszahlungsprofile je nach Typ erheblich variieren. Barrier Reverse Convertibles sind in der Stichprobe dieser Studie die mit Abstand grösste Gruppe, gefolgt von Tracker-Zertifikaten, Discount-Zertifikaten, Bonus-Zertifikaten und Kapitalschutz-Zertifikaten. Innerhalb jeder Klasse sind die Produkte selbst äusserst heterogen: die Laufzeiten reichen von wenigen Monaten bis zu mehreren Jahren, zudem werden sie in verschiedenen Währungen gehandelt. Etwas mehr als die Hälfte der untersuchten Produkte werden in CHF gehandelt, ein Viertel in Euro, der Rest in US-Dollar oder anderen wichtigen Währungen. Schliesslich liegen der überwiegenden Mehrheit entweder einzelne Aktien oder Aktienkörbe als Basiswerte zugrunde, einige jedoch haben Indizes. Die wichtigsten Schlussfolgerungen lauten:

- In den meisten der untersuchten Jahre entwickelten sich die Strukturierten Produkte positiv. Im Zeitraum 2012–2014 erzielten rund 80 % oder mehr der Strukturierten Produkte positive Renditen. Je nach Kategorie und Jahr generierten sie durchschnittliche Medianrenditen zwischen 5% und 15% p. a.; somit erreichte oder übertraf die Hälfte der Produkte diese Rendite. 2009 war ein besonders erfolgreiches Jahr, in dem die meisten durchschnittlichen Medianwerte zwischen 19% und 31% lagen. In jenen Jahren entwickelten sich auch die Aktienmärkte positiv. In den Jahren 2008, zu Beginn der letzten weltweiten Finanzkrise, und 2011, dem Jahr der europäischen Schuldenkrise, hatten die Aktienmärkte (massive) Kursverluste zu verzeichnen. Von diesen Kursverlusten waren auch die grösstenteils aktienbasierten Strukturierten Produkte in dieser Stichprobe betroffen und wiesen negative Durchschnittsrenditen auf. Eine bemerkenswerte Ausnahme sind Kapitalschutz-Produkte, bei denen die Auswirkungen von Marktbewegungen, ganz gleich in welche Richtung, eher gering sind.

- Die Kosten Strukturierter Produkte einzuschätzen ist schwierig, da einige Kostenbestandteile schwer zu messen sind oder bei Ausgabe nicht bekannt: Strukturierte Produkte sind Zahlungsversprechen, im Gegensatz zu den Leistungsversprechen von Fondsprodukten. Der Händler muss das Zahlungsversprechen vom Ausgabe- bis zum Rücknahmedatum des Produkts gewährleisten. Daher kennt man die Kosten am besten bei Fälligkeit des Produkts, und die Unsicherheit über den zukünftigen Wert von Parametern wie Volatilität kommt bei den sogenannten Risikomanagementkosten zum Tragen.

- Rechnet man zum theoretischen (Modell-) Preis die Risikomanagementkosten hinzu – für die entscheidende Preisparameter wie Volatilitäten konstant sind, wobei davon ausgegangen wird, dass es keine Marktverzerrungen (z. B. Bid-Ask-Spreads) gibt – so ergibt dies den „marktgerechten Preis“ für die Produktkomponenten, falls diese ohne Produktionskosten hergestellt werden können, die Distribution kosten-

los ist und der Emittent keinen Gewinn anstrebt. Zahlen für Risikomanagementkosten sind nicht öffentlich verfügbar. Zur Kostenschätzung wurde eine anonyme Befragung unter grossen Emittenten auf dem Schweizer Markt durchgeführt.

- Die Autoren bezeichnen die Differenz zwischen dem Ausgabepreis und dem marktgerechten Preis der Komponenten als Total Expense Ratio (TER). Die Total Expense Ratio entspricht der Summe der Nettomarge zzgl. aller Produktions- und Distributionsgebühren. Die TER eines Strukturierten Produkts ähnelt der TER der Fondsbranche und bietet so einen ersten Ansatzpunkt, um diese zwei unterschiedlichen Anlageinstrumente miteinander zu vergleichen. Die empirische Analyse für den Zeitraum April 2012 bis April 2015 ergibt die folgenden gerundeten durchschnittlichen Median-TERs (alle Zahlen p.a.): 0,3 % für Tracker-Zertifikate, 0,6 % für Kapitalschutz-Zertifikate, 1 % für Bonus-Zertifikate, 1,4 % für Discount-Zertifikate und 1,7 % für Barrier Reverse Convertibles.
- Schweizer Anleger haben grosses Interesse an Barrier Reverse Convertibles auf Aktien. Verhaltensmotive scheinen bei ihren Investitionsentscheidungen eine wichtige Rolle zu spielen. Eine Fallstudie analysiert, unter welchen Bedingungen ein Investor (höchstwahrscheinlich) einen kompletten Aktienmarktzyklus übersteht, ohne die Barriere zu durchbrechen.
- Mehrere zusätzliche Fallstudien und Beispiele unterscheiden zwischen Investitionen unter normalen Marktbedingungen und ereignisgesteuerten Investitionen, die getätigt werden, wenn die Märkte unter Stress stehen. Ein Schwerpunkt liegt dabei auf Beschlüssen der SNB und der EZB vom Januar 2015: Die Aufhebung des EUR/CHF-Mindestkurses und die Einführung negativer CHF-Zinsen respektive die Entscheidung, in der Eurozone ein Programm der quantitativen Lockerung umzusetzen. Die Fallstudien konzentrieren sich nicht nur auf mögliche Renditeerwartungen, sondern zeigen, dass die Ansichten der Anleger entscheidend sind hinsichtlich fundierter (Nicht)-Anlageentscheide. Die Studien zeigen, dass Investitionen in Strukturierte Produkte auf einem gänzlich anderen Blick auf die Märkte basieren, als dies bei Investitionen in Fonds der Fall ist, wo sich die Einschätzung eines Modells und die Markteinschätzung oft miteinander vermischen.
- Die Ereignisse vom Januar 2015 zeigen, dass Interventionen zahlreiche Investitionsmöglichkeiten in verschiedenen Anlageklassen ermöglichen können: Im Nachgang zu den Entscheidungen der SNB und EZB werden Beispiele mit Aktien, festverzinslichen Wertpapieren, Krediten und Devisen diskutiert. Dabei können einige Investitionsmöglichkeiten durchaus länger bestehen, während andere nur für kurze Zeit existieren. Um diese Möglichkeiten in Investitionen umzuwandeln, sind zwei Elemente erforderlich: Strukturierte Produkte mit kurzer Markteinführungszeit und präziser Abbildung der Investitionsmöglichkeit in liquiden Anlagen sowie investitionsfreudige Anleger.