Liebe Anleger

Kostentransparenz ist gut, Preisvergleich ist besser.

Wer ein Auto kaufe oder ein Haus baue, wisse auch nicht, wie viel die Fabrik oder der Generalunternehmer verdiene, nicht zu reden von den Zulieferern. Für faire Preise sorge der Wettbewerb unter den Anbietern, und das gelte auch im Markt für strukturierte Produkte. Mit solchen Argumenten wehrten sich die Emittenten jahrelang geschlossen gegen Kostentransparenz. Mittlerweile ist die Front aufgeweicht, die Emittenten müssen die Vertriebsgebühr bekannt geben, die der Verkäufer erhält, und einige weisen die Gesamtkostenquote (Total Expense Ratio, Ter) aus, analog zu Fonds.

Überdies hinkt die Analogie zu Auto und Haus, die da und dort immer noch zu hören ist. Dort sind Zweckmässigkeit oder Ästhetik zentral, es geht um konkrete Objekte. Bei Anlageprodukten hingegen steht der Vergleich der Preise im Zentrum, und da er schwierig ist, weil oft nicht mehrere identische Zertifikate vorhanden sind, richtet sich der Fokus auf die Kosten.

Für den einzelnen Anlageentscheid unnütz sind Studien, die Durchschnittskosten kalkulieren. Sinnvoll sind solch Untersuchungen dennoch. Der Investor erhält eine Grössenordnung, wie hoch die im Zertifikat eingebauten Kosten sind, und kann das mit anderen Anlageinstrumenten vergleichen.

Verschiedene Studien kommen zum Schluss, dass die Kosten moderat sind. Angesichts dessen ist es schon verwunderlich, dass die Antitransparenzfront der Emittenten so lange geschlossen blieb. Druck von den Behörden war nötig, um endlich einen Kurswechsel anzustossen – sowohl in der Schweiz wie auch in Deutschland.

Die neuste Studie des Swiss Finance Institute (SFI) zeigt: Strukturierte Produkte sind günstig – ich habe mich vor einer Woche dazu geäussert (vgl. fuw.ch/270615-8 sowie Text nebenan). Im Januar stellten Dieter Haas und Martin Raab von Derivative Partners wegen der Skepsis vieler Anleger die Frage: «Sind die Margen wirklich happig?» Sie berechneten einen modellunabhängigen fairen Wert für 1000 Produkte von 22 Emittenten. Das Ergebnis: Es gibt erhebliche Unterschiede in der Höhe der Marge pro Emittent. Insgesamt beträgt die Marge im Durchschnitt 0,5%. Das sei deutlich tiefer als landläufig erwartet.

Ein weiteres Studienresultat: Die erwartete Emittentenmarge zum Zeitpunkt der Emission betrage im Durchschnitt 0,99%. Das lieferte eine Untersuchung des Deutschen Derivate Verbands (DDV) im Dezember 2013. Dann erodiert die Marge: Nach der Emission fällt sie von 0,99 auf 0,35% ein Jahr später. Somit nähert sich der Preis – resp. der vom Emittenten gestellte Kurs im Sekundärhandel – dem fairen Wert.

Das sind erfreuliche Ergebnisse, die Vorurteile entkräften können. Für den einzelnen Anlageentscheid am wichtigsten ist aber der konkrete Preisvergleich. Institutionelle Investoren holen verschiedene Offerten ein. Privatanleger vergleichen Angebote mithilfe der äusserst nützlichen öffentlichen Internetplattformen Equity Investor von UBS und Public Constructor von Leonteq (vgl. fuw.ch/270615-5). Diesen Beispielen sollten andere Emittenten folgen.

Ihr Derivator

Kotierte Zertifikate

Valor	Bank	Produkt	Coupon / Schutz	Basiswert	Verfall	Lib.	Ausgabepreis[1]	Inserat auf
26671431	NP	M. Bar. Rev. Conv.	3.3%	Aktien Basket Schweiz	26.06.19	03.07.15	1000 Fr.	
26671432	NP	M. Bar. Rev. Conv.	3%	Aktien Basket Schweiz	26.09.19	03.07.15	1000 Fr.	
26671436	NP	M. Bar. Rev. Conv.	4%	Euro Stoxx 50/S&P 500/SMI	26.06.19	03.07.15	1000 Fr.	
26671444	NP	M. Bar. Rev. Conv.	4%	Lindt&Spr./Nestlé/Novartis/Roche	26.06.18	03.07.15	1000 Fr.	
26671448	NP	M. Bar. Rev. Conv.	4.5%	Nestlé/Novartis/Roche	26.06.17	03.07.15	1000 Fr.	
24173522	**VT**	**M. Defender Vonti**	**5%**	**Aktien Basket Schweiz**	**07.10.18**	**04.07.15**	**1000 Fr.**	**Seite 36**
24874871	**CS**	**Call. Bar. Rev. Conv.**	**7%**	**Nestlé/Roche/Novartis/Swissc.**	**29.06.16**	**06.07.15**	**1000 Fr.**	**Seite 9**
28154415	LEON	Bar. Rev. Conv.	16%	Novavax	29.03.16	06.07.15	1000 Fr.	
28154365	LEON	M. Bar. Rev. Conv.	12%	ABB/Clariant/Logitech	24.12.15	06.07.15	1000 Fr.	
28154411	LEON	M. Bar. Rev. Conv.	8%	Actelion/Givaudan/Swatch	27.06.16	06.07.15	5000 Fr.	
28154412	LEON	M. Bar. Rev. Conv.	7.6%	Adecco/SGS/Swisscom	27.06.16	06.07.15	5000 Fr.	
28154410	LEON	M. Bar. Rev. Conv.	10%	Logitech/OC Oerlikon/Straumann	27.06.16	06.07.15	1000 Fr.	
26671438	NP	M. Bar. Rev. Conv.	7.5%	ABB/Actelion/Swatch	30.12.16	06.07.15	1000 Fr.	
26671445	NP	M. Bar. Rev. Conv.	7%	Actelion/Adecco/Holcim	29.06.16	06.07.15	1000 Fr.	
26671442	NP	M. Bar. Rev. Conv.	6%	Anh. Busch/Danone/Unilever	30.12.16	06.07.15	1000 Fr.	
26671447	NP	M. Bar. Rev. Conv.	5.5%	Anh. Busch/Carlsberg/Heineken	29.06.16	06.07.15	1000 Fr.	
26671437	NP	M. Bar. Rev. Conv.	9%	Apple/Facebook/Linkedin	30.12.16	06.07.15	1000 Fr.	
26671440	NP	M. Bar. Rev. Conv.	7.5%	Givaudan/Lonza/Sulzer	30.12.16	06.07.15	1000 Fr.	
26671441	NP	M. Bar. Rev. Conv.	6.2%	Nestlé/Roche/Zurich Ins.	30.12.16	06.07.15	1000 Fr.	
26671443	NP	M. Bar. Rev. Conv.	5.3%	Nestlé/Novartis/Roche	30.12.16	06.07.15	1000 Fr.	

Der faire Preis von strukturierten Produkten

Das Swiss Finance Institute beziffert die Kosten von Zertifikaten. Sie sind moderat.

PHILIPPE BÉGUELIN

Konsumentenschützer, Politiker und Anbieter von konkurrierenden Anlageinstrumenten äussern immer wieder den Verdacht, strukturierte Produkte seien teuer. Das hat drei Gründe. In den Anfängen, nachdem der Schweizerische Bankverein 1991 das erste strukturierte Produkt lanciert hatte – ein Kapitalschutzzertifikat namens Groi –, waren die Margen zum Teil tatsächlich unanständig hoch. Zweitens hat sich die Branche viel zu lange dagegen gewehrt, Angaben zu den Kosten zu veröffentlichen – ein Rückzugsgefecht stärkt die Glaubwürdigkeit nicht. Drittens ist es nicht ganz einfach, alle Kostenkomponenten zu beziffern.

Das Swiss Finance Institute (SFI) hat gerechnet: Tracker-Zertifikate, die sich parallel zum Basiswert bewegen, enthalten im Durchschnitt eine Gesamtkostenquote (Total Expense Ratio, Ter) von 0,3% pro Jahr. Die Ter beträgt für Kapitalschutzprodukte 0,6%, für Bonuszertifikate 1% und für Discount-Zertifikate 1,4%. Für die besonders beliebten Barriere-Produkte mit Coupon (Barrier Reverse Convertibles) beläuft sich die Ter im Schnitt auf 1,7%. Das günstigste Viertel (25% Quantil) kostet 0,8% und das teuerste (75% Quantil) 2,6% (vgl. Tabelle 1).

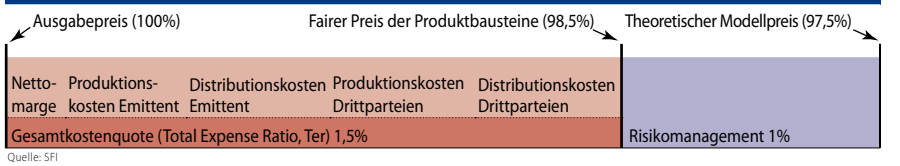
Produktion und Vertrieb

Die Studie wurde vom SFI im Auftrag des Schweizerischen Verbands für Strukturierte Produkte (SVSP) durchgeführt und letzte Woche vorgestellt. Sie umfasst die Kosten von 7275 Zertifikaten, emittiert zwischen April 2012 und April 2015. Das SFI ist eine Stiftung, getragen von Schweizer Banken, der Börse, Universitäten und dem Bund. Sie finanziert Professuren und Forschungsprojekte und koordiniert die Nachdiplomausbildung. Ihr erster Direktor von 2006 bis 2009 war Jean-Pierre Danthine, heute Direktoriumsmitglied der Schweizerischen Nationalbank (SNB).

In einem strukturierten Produkt lassen sich die Gebühren respektive Kosten dreiteilen: Produktion, Distribution (Vertrieb) und Risikomanagement.

Die Produktionskosten umfassen etwa die Lizenzgebühren für einen Index, der als Basiswert dient, die Kotierungsgebühr sowie Kosten für Strukturierung, Reporting und Personal.

Gebühren und Kosten in einem strukturierten Produkt (2)



Quelle: SFI

Gesamtkostenquote (Ter) (1)

Untersuchungszeitraum: April 2012 bis April 2015

Total Expense Ratio (Ter) in %

Produkttyp	Anzahl Zertifikate	Günstigstes Viertel	Durchschnitt (Median)	Teuerstes Viertel
Barrier Reverse Convertibles	5477	0,8	**1,7**	2,6
Discount-Zertifikate	1370	0,9	**1,4**	2,3
BonusZertifikate	333	0,2	**1,0**	2,2
Kapitalschutzprodukte	48	0,2	**0,6**	1,4
Tracker-Zertifikate	47	0,1	**0,3**	0,6

Quelle: SFI

Die Vertriebskosten plus eine allfällig draufgeschlagene Marge entstehen aus dem Produktverkauf. Und da liegt ein Haken. Seit März müssen die Emittenten die Vertriebsgebühr offenlegen. Das ist sinnvoll, damit der Anleger weiss, wie viel der Verkäufer – etwa seine Hausbank – vom Emittenten erhält. «Es werden sehr unterschiedliche Beträge ausgewiesen», erklärte Regula Berger von der Zürcher Kantonalbank an der Veranstaltung Exchange Traded Product Day im Mai in Zürich.

Der Grund: «Es ist schwierig, Vertriebs- und Produktionsgebühren zu unterscheiden», sagte Berger. Die Abgrenzung sei unklar, wenn z. B. der Emittent eine Tochtergesellschaft in Guernsey sei, mit der Schweizer Mutter als Vertriebspartner. Die SFI-Studie fängt das Problem insofern auf, als dass sowohl Produktion als auch Vertrieb in die Ter fliessen.

Risikofaktoren schätzen

Die Kosten für das Risikomanagement lassen sich vorab nur schätzen. Der Emittent gibt ein Zahlungsversprechen ab, je nach Kursverlauf des Basiswerts muss er am Ende der Laufzeit einen bestimmten Betrag auszahlen. Um zu Beginn den Ausgabepreis festzulegen, muss der Emittent Parameter schätzen, etwa die künftige Volatilität des Basiswerts und allenfalls die künftigen Korrelationen (Gleichläufigkeit) für mehrere Basiswerte.

Die Schätzung birgt ein Risiko, denn der zuständige Händler beim Emittenten kann falsch liegen. Ist er allzu aggressiv in der Preissetzung, könnte er bis zum Ende der Laufzeit Geld verlieren – das geschah in der Finanzkrise, als sich die Marktlage unerwartet verschärfte. Baut der Emittent dagegen einen komfortablen Sicherheitspuffer ein, steigt der Verkaufspreis, und er verliert womöglich das Geschäft an die Konkurrenz. Gerade gegenüber institutionellen Anlegern ist der Preiskampf hart.

Zertifikate, ETF und Fonds

Die SFI-Studie erläutert die Kostenkomponenten ausgehend vom Emissionspreis (100%). Davon abgezogen wird die Gesamtkostenquote (Total Expense Ratio, Ter), sie umfasst die Kosten der Produktion und Distribution und die Nettomarge (vgl. Tabelle 2). Das führt zum fairen Preis von beispielsweise 98,5%. Zieht man davon die Kosten für das Risikomanagement ab, resultiert der theoretische Modellpreis (97,5%). Er gälte in einer Modellwelt ohne Unsicherheit und Transaktionskosten.

Die Ter ist analog kalkuliert wie bei Anlagefonds und Exchange Traded Funds (ETF). Die zudem im Zertifikat enthaltene Komponente Risikomanagement ist in gewisser Weise ähnlich wie der Tracking Error (Abweichung zum Referenzindex) bei ETF und Fonds. Die Kosten für das Risikomanagement hat das SFI von den Emittenten erfragt und in aggregierter Form für die Studie verwendet.

Für einzelne Zertifikate wie auch ETF und Fonds variieren die Kosten; Einflussfaktoren sind etwa das Anlagevolumen, die Basiswerte resp. die Titel im Fondsvermögen und das Auszahlungsprofil resp. die Anlagestrategie. Das erschwert den Vergleich. Unter Hinzunahme früherer Studien macht das SFI drei Aussagen: Aktiv verwaltete Tracker-Zertifikate scheinen gegenüber Anlagefonds einen Kostenvorteil zu haben. Tracker-Zertifikate können nicht mit sogenannten Core-ETF mithalten, deren durchschnittliche Ter bloss 0,09% beträgt. Strukturierte Produkte weisen ähnliche Kosten auf wie ETF.