



ZUGERBERG FINANZ
AKTIENGESELLSCHAFT



Wer bestimmt was?

19. September 2014

Derivative Finanzinstrumente im Spannungsfeld von Beratung, Anlegerinteresse und Aufsicht.

Strukturierte Produkte gehören in ein Portfolio eines Privatanlegers. Zumindest erweckt die Vielfalt und breite Anwendung diesen Eindruck. Mit ihnen lasse sich ein kundenspezifisches Anliegen relativ exakt, relativ günstig und seit einiger Zeit auch kundenindividuell umsetzen. Das Relative bezieht sich auf die Strukturierungs- und Transaktionskosten sowie die Vielfalt von Kombinationsmöglichkeiten mit derivativen Finanzinstrumenten: Ein institutioneller Anleger verfügt über mehr Möglichkeiten, seine Anliegen umzusetzen. Betrachtet man allerdings ein Portfolio eines Privatkunden, bleiben einem viele günstige Möglichkeiten im direkten Einsatz von derivativen Instrumenten verwehrt. Zudem ist die Bedeutung von Transaktionskosten für eine Veränderung des Risiko/Rendite-Profiles im Gesamtdepot umso höher, je kleiner das Portfolio.



ZUGERBERG FINANZ
AKTIENGESELLSCHAFT

Der Markt für strukturierte Produkte ist ziemlich transparent. Ein paar begriffliche Stilblüten sind zwar störend, denn ein «bedingter Kapitalschutz» ist etymologisch wohl nur damit zu erklären, dass nach 2008/09 sich viele Anleger erst recht vor Verlustrisiken schützen wollen, aber gewisse Bedingungen der Unversehrtheit einer Barriere einzugehen bereit sind. Die Branche hat zweifellos grosse Schritte gemacht, um den Sinn und Zweck eines einzelnen Produktes klar erkennbar zu machen. Jeder (potenzielle) Investor wird mit produktunabhängigen und leicht verständlichen Unterlagen kostenlos bedient, wenn er sich in aller Ruhe ein Bild von allen Marktmöglichkeiten machen will.

Liegt eine kundenspezifische Variante vor, ist diese sach- und anlegergerecht zu erläutern. Das zeigt sich unter anderem in der Visualisierung des Auszahlungsprofils und in der balancierten Verwendung der Begriffe «Rendite» und «Risiko». Ausdrücklich müssten auch die persönliche Risikobereitschaft und das allfällige totale Verlustrisiko des Kunden protokollarisch festgehalten werden. Ob beim Kunden ausreichende Vorkenntnisse vorausgesetzt werden dürfen, spielt dabei keine Rolle. Wir würden kein Finanzdienstleistungsgesetz (Fidleg) benötigen, wenn allen klar wäre, dass Interessenkonflikte möglichst gering zu halten sind und das Kundeninteresse grundsätzlich dem Bankinteresse vorgeht.

Wo die Beratung ihre Grenzen hat, geht aus dem Forschungspapier «The dark side of the moon» von Torsten Hens und Marc Oliver Rieger hervor. Der Nutzen des Einsatzes von strukturierten Produkten müsste stets im Kontext des gesamten Portfolios betrachtet werden. Im Weiteren erfahren wir, dass die Popularität einzelner Produktkategorien wie Barrier Reverse Convertibles (BRC) mit Fehleinschätzungen bezüglich der Eintretenswahrscheinlichkeiten erklärt werden können. So zeigen Experimente, dass die Wahrscheinlichkeit des Unterschreitens einer Barriere während der Laufzeit im Vergleich zur Wahrscheinlichkeit des Unterschreitens zum Laufzeitende unterschätzt wird, was BRCs verhältnismässig attraktiv erscheinen lässt.

Daraus abzuleiten, dass der Anlegerschutz noch weiter als angedacht gehen müsse, erscheint mir absurd. Der Kunde handelt nun mal mit seinen Einschätzungen. Die individuelle Funktion des abnehmenden Grenznutzens der Gewinne kann selbst die sachkundigste Finanzmarktaufsicht ebenso wenig abbilden wie das individuelle Ausmass des abnehmenden Grenzleids der Verluste. Unverhältnismässig ist, wenn der Anleger in grossen Portfoliopositionen im Depot, die er sich beratungsfrei erworben hat, überhaupt nicht geschützt ist, die Regulation dann aber ein übermässiges Schutzbedürfnis aus Anlagen ableitet, die selten mehr als 5 % des Depots ausmachen und dabei meistens das Risikoprofil verbessern. Da kommt die Frage zurecht auf, wer eigentlich die Banken vor den Anlegern schützt. Ganz sicher nicht der gegenwärtige Trend.



ZUGERBERG FINANZ
AKTIENGESELLSCHAFT

In den neuen europäischen Banken- und Wertschriften-Richtlinien (EBA-/ESMA-Guidelines) schiessen neue Regeln zum Beschwerdemanagement hervor. Die Regulierung überbordnet. Vielleicht sollte mal ein Gesetzgeber – so transparent wie strukturierte Produkte ihr Auszahlungsprofil darlegen – aufzeigen, was er sich mit zusätzlicher Regulierung erhofft, mit welchen Kosten und Renditen diese verbunden ist: Möglicherweise liegen da viel gravierendere Fehleinschätzungen vor.

Herzlich,

Maurice Pedernana
Chefökonom und Geschäftsführender Partner