

Strukturierte Produkte im Wandel: Entwicklungen nach der Finanzkrise

Noch vor zehn Jahren waren strukturierte Produkte für einige Vertreter der Finanzindustrie ein sehr margenträchtiges Geschäft, das allerdings auch viele Risiken bei Anbietern und Kunden aufwarf. Im Jahr 2007, also ein Jahr vor der Finanzkrise, adrierten sich die weltweiten Verkäufe auf mehr als 400 Milliarden US-Dollar. Ein Jahr später war es mit der Herrlichkeit vorbei, die jährlichen Verkäufe fielen um mehr als 50 Prozent auf weit unter 200 Milliarden US-Dollar. Insbesondere die aktienbasierten Derivate waren nicht mehr gefragt. Insbesondere in Deutschland galt lange Zeit die schon sprichwörtliche „Lehman-Oma“ als Opfer einiger gieriger Vertreter der Finanzindustrie, die nur ein Ziel im Auge haben, nämlich mit undurchsichtigen Produkten den Anleger über den Tisch zu ziehen. Grundsätzlich gibt es folgende Klassen von strukturierten Produkten:

– Anlageprodukte für Privatanleger mit Derivatekomponenten, in Deutschland unter dem Begriff Zertifikat bekannt. Das Strukturierte daran sind beliebige komplexe Auszahlungsfunktionen für Kupons und Kapital sowie teilweise Kündigungsrechte. Dies sind die Produkte, denen die sogenannte Lehman-Oma zum Opfer gefallen war. Diese Produkte sind oft börsengehandelt und auch in kleineren Volumen verfügbar.

– Hedgeinstrumente im Zins- und Währungsmanagement für Firmenkunden. Neben standardisierten Termingeschäften und Optionen gibt es seit etwa 20 Jahren eine Vielzahl von maßgeschneiderten Produkten, die die Absicherung von Zahlungsströmen in verschiedenen Währungen unter Einbeziehung einer Marktmeinung optimieren. Diese Produkte sind in der Regel Schaltergeschäfte (OTC), werden in großem Umfang weltweit gehandelt, fliegen aber sonderbarerweise unter dem Radar von

Presse und wissenschaftlicher Forschung. Diese strukturierten Geschäfte haben nicht zur Finanzkrise beigetragen.

– Komplexe, die Anlageklassen übergreifende Produkte für institutionelle Kunden, entweder als Anlageprodukte oder Absicherungsinstrumente. Hierzu zählen auch Fälle, in denen aggressive Banken die Produkte aus Kategorie 2 sogenannten HNWI (High Net Worth Individuals) zugänglich machten, teilweise unter Nutzung von Effektenkonten (marginated accounts). Da wegen oft mangelhaften Risikoverständnisses oder ungenügender Risikobewusstseinsvermittlung viele dieser Fälle vor Gericht gelandet sind, trugen sie ebenfalls zum teilweise schlechten Ruf strukturierter Produkte bei. Dies liegt aber nicht an den

Produkten, sondern daran, dass nicht jedes Produkt für jede Kundengruppe gleichermaßen geeignet ist. Wichtig sind zwei Anmerkungen: Zum einen ist das Risiko eines Finanzinstruments nicht zwingend deswegen hoch, weil das Produkt „strukturiert“ ist. Ein ganz normales Fremdwährungsdarlehen ist beispielsweise viel riskanter als eine Vielzahl strukturierter Devisentermingeschäfte. Zum anderen sagt man strukturierteren Produkten mangelnde Transparenz in der Regel völlig zu Unrecht nach. Es gibt ganz klare nachvollziehbare Auszahlungsprofile und Szenarioanalysen. In Sachen Intransparenz sind eher Bausparverträge und Lebensversicherungen die Spitzenreiter.

Massive Veränderung seit der Finanzkrise

Seit der Finanzkrise hat sich der Einsatz von strukturierten Produkten massiv geändert. Abnehmer sind heute in der Regel auch institutionelle Anleger, die zugrunde liegenden Basiswerte haben sich von Aktien auf Devisen und sogar auf Volatilität ausgeweitet, die regulatorischen Anforderungen insbesondere an die Emittenten sind massiv gestiegen und die Voraussetzungen, um mit technisch hochgerüsteten Plattformen als Emittent an diesem Spiel teilzunehmen, sind gewaltig angestiegen. Gerade dieser letzte Punkt hat dazu geführt, dass mittlerweile nur noch eine Handvoll Anbieter wie UBS, Citi, Barclays, JP Morgan, BNP, HSBC und Credit Suisse das internationale Geschäft bestimmen.

Mittlerweile dominiert der Umsatz mit devisenbasierten strukturierten Produkten den Markt und liegt heute weltweit bei rund 250 Milliarden US-Dollar jährlich. Im Jahr 2007 führten derartige Produkte noch ein vergleichsweise ein Schattendasein. Bei dieser Entwicklung hat geholfen, dass der asiatische Markt eine bedeutende Rolle

Prof. Uwe Wystup, Managing Director, MathFinance AG, Frankfurt am Main

Strukturierte Produkte gelten spätestens seit der Finanzkrise als Schmutzkind der Finanzdienstleistungsbranche, mit der einige gierige Banken unerfahrene Anleger übervorteilen. Allerdings hat sich das Produktangebot ebenso wie die Nutzer inzwischen stark professionalisiert. Standen früher vor allem Renditegesichtspunkte im Vordergrund, spielt heute der Absicherungscharakter eine wesentlich größere Rolle. Das Beispiel Brexit zeigt, wie schnell eigentlich sichere Forderungen durch Währungsturbulenzen Verluste bringen können. Gerade Derivate auf Devisen sind in Unternehmen unverzichtbare Instrumente zum Schutz gegen Währungsschwankungen. Gleichzeitig ändert sich der Markt: Die Digitalisierung, das Aufkommen hochmoderner Handelsplattformen und die Regulierung sorgen dafür, dass auf der Anbieterseite nur Produzenten im Wettbewerb um Margen und Volumen mithalten können – und das sind in der Regel nur die großen Häuser. (Red.)

spielt und in manchen Bereichen den europäischen und auch den amerikanischen Markt überholt hat.

Nicht grundlegend geändert hat sich die Produktpalette, nach wie vor besteht ein strukturiertes Produkt aus einer Basis, etwa einer Aktie oder einer Währung und einem oder mehreren Derivaten, seien es Knock-in-/Knock-out-(Kiko)-Barrieroptionen, Akkumulatoren und Dekumulatoren und so weiter und so fort. Auch nicht in Basisbausteine zerlegbare Strukturen sind nicht wirklich alt: dazu gehören Volatilitäts-, Varianz- und Korrelationswaps sowie Devisentermingeschäfte mit Gewinnobergrenze (Target Forwards). Heute gibt es weniger Power Reverse Dual Convertibles (PRDCs), langlaufende Bonds mit währungskursabhängigen Kupons und diversen Währungskonversions- und Kündigungsrechten, die wegen notorisch niedriger Zinsen in Japan in den 90er Jahren sehr beliebt waren, dafür mehr Contingent Convertible (CoCo)-Bonds, bei denen das Anlagekapital zu einem vorab festgelegten Kurs in Aktion konvertiert wird, sobald das Creditrating des Emittenten unter eine bestimmte Schwelle fällt.

Grundlegend geändert hat sich allerdings der Einsatz dieser Produkte. Gerade aktienbasierte Produkte wurden vor der Krise mehrheitlich von Privatinvestoren eingesetzt, um Überrenditen zu erzielen. Diese als Zertifikate bekannten strukturierten Produkte sind heutzutage mit hoher Transparenz ausgestattet, nicht nur weil die Regulatorik es fordert, sondern weil die Anbieter hier ein neues Selbstverständnis entwickelt haben. Sie werden von privaten und institutionellen Anlegern genutzt.

Bei einem Wechsel der Perspektive von den Anlegern hin zu Risikomanagern sind es heute mehrheitlich Unternehmen und hier die Treasurer, die devisenbasierte Produkte einsetzen, um sich gegen Verluste aus Export- und Importgeschäften abzusichern. Der abrupte Anstieg des Schweizer Franken im Jahr 2015 oder der tiefe Fall des britischen Pfundes im vergangenen Jahr sind hier nur zwei Beispiele. Der Fall des Pfundes soll im Folgenden etwas eingehender beleuchtet werden.

Das Referendum im Vereinigten Königreich über den Austritt des Landes aus der Europäischen Union erschütterte das britische Pfund bekanntlich heftig. Der Wechselkurs

gegen den Euro schwankte wegen der schon lange zuvor bestehenden Unsicherheit, die Volatilitäten für einjährige Optionen waren im Laufe des Jahres 2015 stark gestiegen, von 6 Prozent im Jahr 2014 auf über 12 Prozent von April bis Juni 2016 und lagen selbst nach Ernennung von Theresa May noch bei mehr als 10 Prozent. Der Wechselkurs fiel von mehr als 1,4000 Euro pro Pfund auf unter 1,2000 und lag im Spätsommer 2017 bei unter 1,1000.

Absicherung gegen Verluste

Dies bedeutete für Exporteure im Euro-land, die in Pfund fakturieren, ein hohes Verlustpotenzial, und weitere Verluste sind alles andere als ausgeschlossen. Dazu kam ein verändertes Marktsentiment: Die sogenannten Risk Reversals waren seit Beginn 2016 weit im negativen Bereich und pendelten sich auch nach dem Referendum bei minus 1,25 Prozent ein. Dies bedeutet, dass aus Marktsicht das Pfund weiter zu fallen droht – ein Alarmsignal für jeden Treasurer. Dies hat sich indes bestätigt. Aktuell liegen die Risk Reversals bei einem niedrigeren, aber immer noch negativen Wert von zirka minus 0,70 Prozent.

Als Reaktion waren Sicherungsgeschäfte fast unumgänglich. Dabei stehen den Investoren eine ganze Reihe von Hedging-Instrumenten zur Verfügung, um ihr Unternehmen absichern zu können. Der Klassiker ist das Termingeschäft (Forward Contract). Auch die oft als teuer gebrandmarkten Optionen sind in Betracht zu ziehen, da sie nach neuesten Untersuchungen gegenüber Termingeschäften oft besser abschneiden.

Statt gewöhnlicher Devisentermingeschäfte gibt es zudem „Termingeschäfte mit Chancen“ (Forward Plus/Extra) oder „Termingeschäfte mit Zielvorgaben“ (Target Forward). Diese Derivate sind teilweise komplex, bieten aber durchaus attraktive Möglichkeiten. Mit einer Option kauft der Kunde implizit Volatilität („teuer“), mit dem Target Forward verkauft er implizit Volatilität („Schnapp“). Man kann also nicht pauschal sagen, dass in Märkten mit hohen Volatilitäten Absicherungsstrategien teuer sind. Es kommt hier für den Treasurer darauf an, die Marktsituation zu seinem Vorteil zu nutzen.

Beispiel: Bei einem Kassakurs von 1,1400 Euro pro Pfund und einer Volatilität von

zirka 8,5 Prozent könnte ein Treasurer entweder 12 Millionen britische Pfund in einem Jahr zum Terminkurs von 1,1275 Euro verkaufen, oder alternativ mit einem Target Forward jeden Monat 1 Million britische Pfund zum verbesserten Terminkurs von 1,1800 Euro. Die Nebenbedingung ist, dass der Vorteil auf maximal 20 Stellen beschränkt ist, also beim erstmaligen Überschreiten eines Gewinns von 2,4 Millionen Euro fänden die ausstehenden Pfund-Verkäufe nicht mehr statt. In diesem Fall hätte der Treasurer zwar für den Rest des Jahres keine Absicherung mehr, aber die hätte er auch nicht, wenn er statt des Target Forward die populäre Variante „Nichts tun und abwarten“ gewählt hätte. Hier bestünde dann allerdings die Möglichkeit, ein neues Sicherungsgeschäft abzuschließen. Beim Forward Plus/Extra könnte der Treasurer sich einen Worst Case von 1,1000 Euro sichern, also 275 Stellen unter dem Terminkurs, aber im Falle eines stärkern Pfundes bis zu einem Kurs von 1,2575 Euro davon profitieren. Da das Pfund schon unter 1,1000 Euro gefallen war, wäre diese Absicherung besonders dann attraktiv, wenn man von einer weiteren Aufwertung des Pfundes ausgeht. Geht man von einem schwächeren Pfund aus, wäre die Target-Forward-Variante geeigneter.

Risikotragfähigkeit der Bilanz als Einschränkung

Alle Varianten sind Hedge-Accounting-fähig (nach IFRS 9) und gehören heute weltweit zu den üblichen Vorgehensweisen. Für den Treasurer ist wichtig, dass er alle Varianten kennt und prüft, welche von ihnen für seine Anforderungen am besten passt. Eine entscheidende Rolle spielt dabei die Frage, wie risikotragfähig seine Bilanz ist. In der Regel sucht das Unternehmen nach Möglichkeiten, die gegen null Kosten das Risiko absichern oder gegen sehr geringe Kosten die Möglichkeit bieten, für geringe Gebühren teilweise von einem Währungsgewinn zu profitieren.

Mit den institutionellen Unternehmenskunden änderten sich auch zwangsläufig die Regeln am Markt. Anders als Investoren, die aus Währungsgeschäften Spekulationsgewinne machen wollten, geht es dem Treasurer darum, Cashflows gegen Währungsschwankungen abzusichern. Dazu vereinbart er über einen gewissen Zeitraum zum Beispiel wöchentliche Transaktionen über Target Forwards zu festgeleg-

ten Wechselkursen. Große Verluste, die dann für Aufsehen sorgen, sind hier von vornherein ausgeschlossen.

Dazu gehört auch, dass heute gerade Unternehmen, die strukturierte Produkte als Hedging-Instrumente einsetzen, sowie institutionelle Investoren über ausgefeilte Risk-Management-Instrumente verfügen. Dazu gehören unter anderem klare Richtlinien, wann und wie Produkte abgestoßen werden, wenn bestimmte rote Linien überschritten sind. Manche strukturierten Produkte sind keine Buy-and-hold-Produkte, die in der Schublade liegen können, sondern brauchen regelmäßige Überwachung. Insbesondere Kommunen haben das in der Vergangenheit teuer erlernen müssen, weil sie Produkte kauften, die sie nicht verstanden haben und dann einfach laufen ließen – und das bis zum bitteren Ende. Dies hängt damit zusammen, dass ein Kommune in der Regel keine Bilanz erstellt, sondern rein zahlungsstrombasiert agiert. Dadurch werden Bewertungen vor Ablauf von Finanzprodukten nicht vorgenommen oder nicht wahrgenommen und die Überraschung kommt dann am bitteren Ende. Der Buy-and-hold-Ansatz mag sich vielleicht für Anleihen eignen, ist aber für strukturierte Produkte oft unangemessen, wie aus dem obigen Beispiel des Target Forwards leicht erkennbar ist.

Eine neue Disziplin vonseiten der Anbieter und Kunden hat wesentlich dazu beigetragen, die Wildwestmethoden aus der Zeit vor dem Jahr 2007 zu beenden. Damals war es für die Anbieter fast gang und gäbe, mit strukturierten Produkten traumhafte Margen einzufahren; 4 Prozent des Nominals waren pro Produkt keine Seltenheit. Gerade die spekulativ orientierten Anleger sahen vor allem die Gewinnmöglichkeiten (und ignorierten die Verlustmöglichkeiten) und interessierten sich nicht für die Margen der Anbieter. Mit institutionellen Kunden ist das anders, sie sind heute wesentlich erfahrener und in der Lage, die Konstruktionen der angebotenen Produkte zu durchschauen und durch Nutzung elektronischer Handelsplattformen Preise schnell zu vergleichen und Anbieter gegeneinander auszuspielen.

Wichtiger ist aber der Vormarsch der Digitalisierung und der elektronischen Handelsplattformen. Die Art der Produkte ist zwar, wie ausgeführt, im Wesentlichen unverändert, aber Entwicklung, Preisstellung

und Handel sind heute in elektronischer Hand. Als etwa Mitte der ersten Dekade die ersten Target Forwards auf den Markt kamen, wurden die Preise in der Regel grob über den Daumen gepeilt, der Handel lief ausschließlich bilateral, also Over the Counter (OTC) und auch die Besicherung war nicht sonderlich ausgefeilt und anspruchsvoll. Heute erfolgt die Preisstellung zusätzlich über für jedermann einsehbare Bewertungsplattformen und für Bankkunden nutzbare Handelsplattformen. Standardprodukte erlauben so nur geringe Margen für den Vertrieb.

Vormarsch der elektronischen Handelsplattformen

Wer zudem bei der Preisstellung falsch kalkuliert, läuft entweder in das Risiko, zu billig anzubieten und unter Umständen Geld zu verlieren oder zu teuer anzubieten und sich so aus dem Markt zu bewegen. Gleichzeitig ermöglichen es die Plattformen, aus einfachen Target Forwards auf den Kunden maßgeschneiderte Produkte zu machen in Bezug auf Laufzeiten, Hebel, Barrieren bis hin zu besonderen Zusatzeigenschaften wie Knock-in und/oder Knock-out (Kiko), Auflösung bei Gewinn bei mehr als einer bestimmten Anzahl Fixingterminen hintereinander und dergleichen. Wer sich als Anbieter im Kampf um den Kunden absetzen will, muss in der Lage sein, jederzeit auf die Bedürfnisse des Kunden eingehen zu können und ihm die passenden Produkte anzubieten und dies mit hoher Geschwindigkeit und Präzision.

Der Aufwand, um dies leisten zu können, ist immens. Anbieter, die nicht rechtzeitig in die entsprechende Hard- und Software investiert haben und vor allem nicht über die Mitarbeiter verfügen, die mit den Modellen und Technologien vertraut sind, verlieren sehr schnell den Anschluss. Dazu kommt, dass auch bei den Banken das Riskmanagement mit der Entwicklung der Produkte und der entsprechenden Plattformen mithalten muss – wenn das Frontoffice neuste Modellierungen für die Kunden anbieten, muss sichergestellt sein, dass im Backoffice die gleichen Modelle angewendet, um die tägliche Bilanz zu erstellen und aktuell das Value at Risk (VaR) zu berechnen.

Die Anforderungen an das Risikomanagement wachsen dabei nicht nur durch die immer anspruchsvolleren Modelle und

Technologien, sondern auch durch die immer strengeren Regulierungen. Allein der Personalaufwand, um jederzeit den Anforderungen des Regulators erfüllen zu können, hat sich in den vergangenen Jahren verdrei- bis vervierfacht, denn jeder Handel muss validiert, dokumentiert und noch einmal überprüft werden. Hinzu kommt, dass die Anforderungen von verschiedenen Regulatoren und auch frapperanterweise die derselben Regulatoren sich oft widersprechen.

Rolle der Regulierung

Um sich in diesem Umfeld mit gesunkenen Margen und gestiegenen Kosten behaupten zu können, brauchen die Anbieter einen hohen Deal Flow. Denn Plattformen alleine machen noch kein Geschäft, ein Anbieter muss auch in der Lage sein, jederzeit für seine Produkte einen Markt zu stellen bei akzeptablen Spreads. Dazu sind bislang nur die großen internationalen Banken in der Lage, was auch auf mittlere Sicht ihre Stellung im Markt sichert. Für kleinere und regionale Banken bleibt nur die Möglichkeit, sich an diese Plattformen anzuschließen, um den eigenen Kunden auf diesem Weg Lösungen und Produkte anbieten zu können.

Gerade im Forex-Bereich sind hier die Emerging Markets in der nächsten Zeit ein Wachstumsbereich. Konzentrierten sich devisenbasierte strukturierte Produkte bislang auf relativ wenige Währungspaare wie zwischen Dollar, Euro, Pfund, Yen und Schweizer Franken, kommen nun Währungen wie der chinesische Renminbi, die indische Rupie und der brasilianische Real dazu.

Fazit: Die nächste Welle der strukturierten Produkte ist längst ins Rollen gekommen, bis hin zum handelbaren Akkumulator auf dem Smartphone. Transparenz und Geschwindigkeit sind gestiegen, Margen gesunken. Die zugrunde liegenden Modelle für Preisfindung und Hedgeparameter sind noch weitgehend uneinheitlich und bedürfen einer systematischen Praxisbestandsprüfung. Ausufernde und sich zuweilen widersprechende Regulatorik erschwert ein an sich transparentes liquides Geschäft beziehungsweise überlässt es außereuropäischer Konkurrenz. Die „America First“ Strategie wird durch die in Europa gerne gepriesene Regulierungseuphorie damit beflügelt.