

«Über das Ziel hinausgeschossen»

MANUEL AMMANN Nutzlos nennt der Professor für Finanzwesen an der Universität St.Gallen Aktienmarktprognosen. Dafür betont er die Bedeutung feindlicher Firmenübernahmen und einer weniger strikten Offenlegungspflicht. Bei den strukturierten Produkten hofft er auf mehr Preistransparenz.

INTERVIEW: BEATRIX WULLSCHLEGER

Was hat die aktuelle Börsenkorrektur auszulöst?

Manuel Ammann: Aktienwerte hängen von den Erwartungen der Marktteilnehmer über die zukünftige Entwicklung der Unternehmensgewinne ab. Wenn die Aktionäre nun aus irgendeinem Grund plötzlich erwarten, dass diese Erträge sinken oder risikoreicher werden, schlägt sich dies sofort in der Bewertung nieder. Momentan sind sich die Marktteilnehmer einfach bewusst, dass in den Kursen sehr viele optimistische Erwartungen stecken, was schnell zu einer Korrektur führen kann, wenn sich die Anzeichen verdichten, dass diese nicht erfüllt werden können. Gleichzeitig ist aber auch die Liquidität im Markt sehr hoch, was die Risikoprämien tief und die Kurse hoch hält. Aber mit ähnlich hohen Renditen wie in den letzten zwei Jahren zu rechnen, wäre verwegen und führt zu Enttäuschungen.

Erwartet uns bald eine grössere Korrektur?

Ammann: Man kann solche Dinge mit genau 50% Treffsicherheit prognostizieren. In anderen Worten: Solche Prognosen sind nutzlos. Ich empfehle deshalb, nicht einmal den Versuch zu unternehmen, den Markt zu «timen», also im richtigen Mo-

«Wäre eine feindliche Firmenübernahme nicht realistisch, könnten sich die Manager einmauern.»

ment ein- und wieder aussteigen zu wollen. Das ist ein hoffnungsloses Unterfangen – für Private und Professionelle gleichermaßen. Es generiert nur Transaktionskosten.

Wie sollen die Anleger auf die aktuelle Situation denn reagieren?

Ammann: Im Idealfall gar nicht. Wenn die Risikofähigkeit ausreicht und der Anlagehorizont langfristig ist, braucht ein richtig

strukturiertes und diversifiziertes Portfolio auch in turbulenten Börsenphasen keine Veränderung. Entscheidend ist doch, dass eine Anlagestrategie so gewählt wird, dass sie auch in unruhigen Zeiten konsequent durchgezogen werden kann.

Neben der Marktentwicklung erhitzen in letzter Zeit vor allem mithilfe von Optionen eingefädelt Übernahmen die Gemüter.

Ammann: Tatsächlich ist es gelungen, mit Optionen die Transparenzrichtlinien etwas auszuhebeln. Beim Versuch, diese Lücke zu schliessen, ist das Parlament meiner Meinung nach nun aber über das Ziel hinausgeschossen. Die Grenze der Offenlegung, inklusive Optionen, von 5 auf 3% zu senken, wäre nicht nötig gewesen. Es muss in einer Publikums-gesellschaft möglich sein, Aktienbeteiligungen auch in gewisser Grösse noch anonym zu halten.

Auch die Rolle der Banken wurde kritisiert. Gerechtigt?

Ammann: Nein. Ich bin der Meinung, es ist legitim, dass die Banken auch im Zusammenhang mit Übernahmen Derivate-Dienstleistungen anbieten. Die oft geäusserte Abneigung gegen feindliche Übernahmen kann ich sowieso nicht teilen. Es wäre sehr schlecht für den Markt, wenn feindliche Firmenübernahmen erschwert oder eingeschränkt würden.

Wieso?

Ammann: Übernahmen sind ein sehr wichtiges Instrument unserer Aktionärsdemokratie. Die Gefahr, zum Ziel eines Übernahmeversuchs zu werden, wenn die Firma zum Beispiel ineffizient wirtschaftet und somit an der Börse tief bewertet ist, wirkt als Anreiz für die Manager, gut zu arbeiten und den Aktionärswert im Auge zu behalten. Würden Übernahmen erschwert oder verunmöglicht, könnten sich die Manager einmauern und müssten nicht mehr die Interessen der Eigentümer verfolgen. Die öffentlichen Kleinanleger haben viel zu wenig Macht, um ihre Aktionärsinter-



sen durchzusetzen. Das Schnüren von Aktienpaketen muss deshalb ohne regulatorische Hindernisse möglich sein.

Trotz Komplexität boomen bei den Kleinanlegern aber strukturierte Produkte. Wie weit kann diese Entwicklung noch gehen?
Ammann: Es stellt sich tatsächlich die Frage, ob alle Anleger, die solche Produkte besitzen, sie auch wirklich verstehen und die Risiken richtig einschätzen. Trotzdem handelt es sich bei dieser Marktentwicklung nicht um eine Eintagsfliege. Derivative Instrumente decken ein vorhandenes Bedürfnis. Was aber nicht heisst, dass die Wachstumsraten der letzten Jahre anhalten werden. Da hat der Börsenboom ganz klar eine wichtige Rolle gespielt.

Bis jetzt ging es nur aufwärts. Wie reagieren die Anleger von strukturierten Produkten, wenn die Börse fällt?
Ammann: Wenn die Börse über Monate oder Jahre runter geht, wird das Interesse der Privatanleger an solchen Produkten sicher zurückgehen. Vielleicht nur temporär, aber die Nachfrage wird sinken. Vor allem, weil viele Produkte so ausgerichtet sind, dass sie in tendenziell steigenden Märkten gut funktionieren. Auf fallende Börsen ausgerichtete Instrumente befinden sich klar in der Minderheit.

Da die meisten Produkte auf steigende Märkte setzen, sieht sich der Anleger bei einer unerwarteten Korrektur dem schlechtesten Auszahlungsszenario gegenüber. Ist das allen bewusst?
Ammann: Nimmt man sich die Mühe, die Termsheets zu betrachten, sieht man, wie ein Produkt abhängig vom Basiswert funktioniert, und weiss genau, mit welchen Konsequenzen zu rechnen ist. Für jemanden, der das Produkt versteht, sind die Risiken somit in der Regel klar. Ob dies für alle Käufer solcher Produkte zutrifft, ist aber eine andere Frage.

Aber die Banken haben genug informiert.
Ammann: Ja, obwohl Termsheet und Werbung manchmal etwas auseinander klaffen. Bei den beliebten Produkten mit konkaver Auszahlungsstruktur wird in den Inseraten die Maximalrendite gross und fett vermarktet. Dass man - fast - das volle Risiko gegen unten trägt, wird hingegen nicht mehr so prominent angepriesen. Es

wäre wichtig, dass dies jedoch auch klar drin steht. Zum Teil wird dieses Risiko nämlich zu wenig wahrgenommen.

Nicht jeder versteht aber diese Termsheets.
Ammann: Letztlich gibt es einen Grundsatz, den jeder Privatanleger befolgen muss: Ein Produkt, das man nicht versteht, gehört nicht ins Portfolio! Daran führt kein Weg vorbei. Es genügt auch nicht, dass der Anlageberater das Produkt versteht und es einem möglicherweise sogar empfiehlt.

Gerade in der Schweiz und in Deutschland sind strukturierte Produkte aber sehr erfolgreich. Warum ausgerechnet dort?
Ammann: Dies hängt nicht zuletzt von der starken Vermarktung der Banken in diesen Ländern ab. In der Schweiz spielen zudem verschiedene Faktoren zusammen: Die Regulierung ist sehr flexibel, das Know-how auf Anbieterseite und bis zu einem gewissen Grad auch auf Anlegerseite ist vorhanden. Zudem ist das verfügbare Anlagekapital relativ gross.

Die Regulierung wird flexibel bleiben. Strukturierte Produkte wurden nicht dem neuen Kollektivanlagengesetz unterstellt und sind somit weiterhin nicht bewilligungspflichtig. Sind keine Vorschriften notwendig?

Ammann: Regulierung ist immer ein zweischneidiges Schwert. Indem man versucht, Anleger zu schützen oder gewisse systemische Risiken zu verhindern, besteht die Gefahr, dass man die Effizienz des Marktes untergräbt und so den Nutzen der Marktteilnehmer reduziert. Man darf es also mit der Regulierung nicht übertreiben. Aus dieser Sicht ist die neue Transparenzvorschrift mit der vereinfachten Prospektpflicht zu begrüssen. Allerdings bleibt noch abzuwarten, wie die Konkretisierung der Vorschrift aussieht, bevor ein definitives Urteil gefällt wird.

Also ist der Markt genug transparent?
Ammann: Was den Produktmechanismus betrifft, ist er es dank der Termsheets durchaus. Bei der Preistransparenz sieht es hingegen anders aus. Man kennt zwar die Auszahlungsstruktur aufgrund der nicht angegebenen Bewertung der in einem Produkt verpackten Option, aber nicht die darin versteckten Kosten. Ver-

sucht man, diese deutlicher darzustellen, stösst man allerdings wieder auf das Problem der Verständlichkeit. Die Angabe der impliziten Volatilität, mit welcher die eingebaute Option bewertet wurde, wäre für erfahrene Anleger oder solche mit einem grösseren Wissensstand aber auf jeden Fall eine wertvolle Zusatzinformation.

Einige Banken hatten massive Abflüsse bei ihren Fonds. Ist diese Anlageform durch die strukturierten Produkte gefährdet?

Ammann: Nein, strukturierte Produkte werden Fonds nie ersetzen. Es handelt sich einerseits um eine gesunde Konkurrenz, andererseits sind es auch komple-

«Für die Banken ist es aufgrund der tiefen Margen nicht interessant, passive Produkte zu vermarkten.»

mentäre Produkte mit sehr unterschiedlichen Eigenschaften. Fonds werden wichtig bleiben, denn nach wie vor kann die Kernanlage eines Portfolios besser mit Fonds als mit strukturierten Produkten abgedeckt werden.

Die Qual der Wahl bei Fonds ist gross. Aktiv gemanagte Fonds schlagen den Index nur selten und ETFs werden kaum gelobt.

Ammann: Gelobt schon, aber nicht vermarktet. ETFs oder generell passive Anlagefonds fristen bei uns im Gegensatz zu den USA immer noch ein Schattendasein. Für die Banken ist es nicht interessant, sie stärker aktiv zu vermarkten, da es sich um Produkte mit tiefen Margen handelt. Die Verwaltungsgebühr ist bei den ETFs rund dreimal kleiner als bei aktiv gemanagten Fonds. Ich bin jedoch der Meinung, dass die Kernanlage eines Privatanlegers aus passiven Produkten bestehen soll. Langfristig ist eine solche Anlagestrategie am effizientesten. Aus einem einfachen Grund: Dem Preis.

Also sind aktive Anlagen überflüssig?

Ammann: Nein, weil aktives Management für den Finanzmarkt wichtig ist. Aktive Investoren und Hedge-Fonds, die durch das Sammeln und Verarbeiten von Informationen Unter- und Überbewertungen finden und entsprechend investieren, gestalten den Markt effizient. Passive Produkte «free ride» dann auf diesen aktiven Investoren. Passive Strategien funktionieren somit nur, solange es genügend aktive Anleger gibt.

ZUR PERSON

Steckbrief

Name: Manuel Ammann

Alter: 37

Funktion: Prof. für Finance sowie Direktor des Swiss Banking and Finance Instituts an der Universität St.Gallen

Ausbildung: 2002 Habilitation in Betriebswirtschaft mit Schwerpunkt Finance zum Thema «Analysis of Convertible Bonds», Universität Basel
1998 Doktorat in Finance (summa cum laude) zum Thema «Financial Markets and Portfolio Management», Universität St.Gallen

1994 Master of Science in Informatik, Simon Fraser University, Kanada

INSTITUT

Gründung 1968 als Institut für Bankwirtschaft gegründet, wurde es 1990 zum Schweizerischen Institut für Banken und Finanzen (s/bf) erweitert. Das s/bf bildet an der HSG ein Schwerpunktzentrum.

Arbeitsgebiet Das s/bf bestreitet Forschungen, Publikationen und Lehrveranstaltungen in den Bereichen Bankwirtschaft, Kapitalmarkt und Unternehmensfinanzierung. Ammann beschäftigt sich mit modernen Finanzinstrumenten, finanziellem Risikomanagement, Kreditrisiken und Asset Management.



Jeder Privatanleger muss einen Grundsatz befolgen: Ein Produkt, das man nicht versteht, gehört nicht ins Portfolio, so die Überzeugung des HSG-Professors für Finanzwesen, Manuel Ammann.