

Ondergang en opkomst van gestructureerde producten

Interview met Ian Lowes voor de IFA Magazine podcast, Financial Insight

Door Peter Wilson, 3 december 2021

<https://ifamagazine.com/article/the-fall-and-rise-of-structured-products/>

In deze aflevering vertelt Ian Lowes, oprichter van Structured Product Review, waarom zoveel misverstanden bestaan rond de voorverpakte beleggingsstrategie en hoe zo veel adviseurs en cliënten vaak hoge rendementen misliepen. We hebben het ook over de val van Lehman Brothers, Investec die de markt verlaat, en lichten de opportuniteit die de FTSE autocall met zich meebrengt technisch toe.

In het verleden kwamen gestructureerde producten vaak negatief in het nieuws. Het meest recente en ongetwijfeld meest opvallende voorbeeld hiervan was tijdens de crash van 2008. Zoals Ian in deze aflevering uitlegt, wisten beleggers in door Lehman Brothers gedekte gestructureerde producten niet hoe ze hun geld zouden terugkrijgen, wat nogal wat stof deed opwaaien in de pers.

Voor sommige adviseurs was ook de uitstap van Investec uit de markt eerder dit jaar, een blijk van wantrouwen tegen gestructureerde producten. Dit gaf andere banken volgens Ian echter de kans hun plaats in te nemen, waardoor beleggers gokkrediet kregen van instellingen zoals HSBC en Barclays.

Peter Wilson: Vandaag hebben we een gesprek met Ian Lowes. Hij is directeur van Lowes en oprichter van Structured Products Review. We zullen dieper ingaan op gestructureerde producten. Dus, Ian, laat ons het meteen hebben over wat gestructureerde producten adviseurs te bieden hebben en wat ze cliënten te bieden hebben.

Ian Lowes: Niemand weet welke richting de markten op korte termijn uitgaan. We weten allemaal welke richting ze naar verwachting zouden uitgaan op middellange of lange termijn, maar we weten niet met hoeveel of wanneer.

Velen van ons vertrouwen op actieve beheerders om te proberen zo veel mogelijk winst te maken en de verliezen te beperken. Sommigen onder ons vertrouwen gewoon op passieve trackers en hopen op het beste in termen van marktprestaties op lange termijn.

Wat doet een gestructureerd product precies? Er zijn uiteraard verschillende soorten gestructureerde producten, ik zal me dus beperken tot wat momenteel de steunpilaar is van de markt, een FTSE auto call ... Die zorgt bijvoorbeeld voor een rendement van 7,5 procent voor elk jaar dat het van kracht is, en vervalt op de eerste verjaardag dat de FTSE hoger staat dan bij het begin. Ik weet niet jij ervan denkt, maar een winst van 7,5 procent is in de huidige markt behoorlijk. We kunnen proberen grotere rendementen te halen en we hebben uiteraard portefeuilles die naar een hoger rendement streven dan 7,5%, maar wat een beleggingsportefeuille betreft, als een vermogensbeheerder je een consistent rendement van 7% kan bezorgen, dan heeft hij knap werk geleverd.

We zitten hier dus met een belegging die pas vervalt op de eerste verjaardag dat de FTSE hoger staat dan waar die stond. Dat kan over twee jaar zijn - doorgaans hebben we graag ten minste twee jaar tijd tussen de start en de eerste vervaldag - en zo niet, dan zal de belegging op de derde verjaardag vervallen en 21% winst opleveren, driemaal 7 dus. Zo niet, dan op de vierde verjaardag met een winst van 28% als gevolg; en indien nog niet, op de vijfde verjaardag ... je begrijpt wat ik bedoel. Laat ons er dus vanuit gaan dat je vijfde verjaardag een winst van 35 procent betekent en dat de

FTSE 100-index per definitie vooral zijdelings is gegaan of is gedaald en zich nog maar net heeft hersteld. Dus in dit geval krijg ik een winst van 35 procent na afloop van vijf jaar, omdat de FTSE hoger staat dan waar hij aan het begin stond.

Het nadeel van deze contracten is dat de markt met 80% kan stijgen en je dan een winst krijgt van 35%. Nu, er zal ook wel meer in je portefeuille zitten dan dat. Je profiteert dus hopelijk van die aanzienlijke stijging dankzij andere beleggingen in de portefeuille.

Ook als je aan het eind van de termijn komt en de markt niet hoger is geweest, moet je je afvragen wat de rest van je portefeuille heeft gedaan. Dat is immers niets eigenaardigs, het gaat om de FTSE 100 index of een vergelijkbare index die een zijdelingse beweging heeft gemaakt over een periode van 7, of 8, of 10 jaar.

Persoonlijk heb ik liever een zo lang mogelijke looptijd, zodat er meer kans is dat het zich kan ontwikkelen, waarbij er voor elk jaar zeven procent bijkomt. Maar stel dat we aan het einde van de maximale looptijd van acht jaar komen en de FTSE nooit hoger is geweest, dan krijg je gewoon je kapitaal terug als het niet hoger is op de achtste verjaardag, of je lijdt verlies als het pakweg 35 procent lager is dan in het begin.

Overweeg nu wat er op de markten is gebeurd en hoe de rest van de beleggingsportefeuille het heeft gedaan. Die heeft het niet erg goed gegaan. Misschien doe je het beter dan de markt en verlies je geen 35%, maar laat ons ervan uitgaan dat je dat niet van bij het begin verwachtte. Je verwachtte dat de markt zou stijgen. Dus als je verwacht dat de markt zal stijgen en als die hoger is op een van die verjaardagen, dan krijg je een rendement van 7,5 of zeven procent voor elk jaar. Dan heb je het heel goed gedaan.

Maar je zou ook niet al je eieren in diezelfde mand stoppen. En je zou de contracten kunnen spreiden, omdat je een tegenpartijrisico hebt. Dus afgezien van het spreiden van je startdata en dus je potentiële vervaldata, zou je ook je banken kunnen diversifiëren, zodat je wat Goldman Sachs hebt, wat Morgan Stanley, wat HSBC, wat Barclay's enz. Als één van die banken failliet gaat, ben je niet volledig de dupe. Nogmaals, besef dat als een van deze failliet gaat, je sowieso getroffen wordt, of je nu een gestructureerd product hebt of niet. Een bank als Barclays kan niet ten onder gaan zonder dat dit een impact heeft op de rest van je portefeuille. Als ze allemaal failliet gaan, is het misschien best om even ver weg van de maatschappij te vertoeven. Maar het is een risico waar je je bewust moet van zijn. Wanneer we deze beleggingen naast de rest van je portefeuille leggen, presteren ze fenomenaal, zeker in gunstige marktomstandigheden waar de markt met slechts een paar procent stijgt.

Als je denkt dat de markt niet zal stijgen of als je het risico om geen rendement te halen wilt beperken, kun je een step-down-contract nemen, waarbij de markt aan het eind van de looptijd tot 20 procent lager kan zijn en je toch winst opstrijkt. Ook al zou de winst uiteraard lager zijn dan wanneer de markt volgens jou hoger moest zijn. Deze hebben het dus uitzonderlijk goed gedaan. Omdat de markt over een periode van vier jaar effectief zijdelings is gegaan, of een paar procent is gezakt over vier jaar en deze beleggingen toch met een rendement van 28% of 30% aflopen. Meer kan ik daar niet over zeggen. Ze bleken fenomenaal goed te zijn en ze blijven fenomenaal goed presteren, anders dan in extreme marktomstandigheden.

Peter Wilson: Als ik het goed begrijp was je ooit een tegenstander van gestructureerde producten en nu ben je er uiteraard een hartstochtelijk pleitbezorger van. Kun je dat even toelichten?

Ian Lowes: Ik moet je hier even corrigeren, ik was er nooit echt tegen. We stonden gewoon zeer kritisch tegenover bepaalde gestructureerde producten die op de markt werden aangeboden en die nadelig waren. Ze zagen er negatief uit. Je hoefde geen genie te zijn om erachter te komen dat dit geen goede investeringen waren. De feiten zijn dat wij een PR-profiel hadden opgebouwd dat waarschuwde voor deze bijzonder negatieve aspecten van de sector. Wat later is de bel ontploft en alle journalisten belden ons op omdat wij hadden gezegd dat al deze gestructureerde producten slecht waren. En dat klopt niet, dat zeiden we niet: we zeiden dat sommige slecht waren. En dat sommige van hen slecht waren, was ook zo maar over de goede producten werd nooit gesproken. Daarom vonden we dat het tijd was om aan de andere kant van het hek te gaan staan in een poging het standpunt bij te sturen, dat niet alle gestructureerde producten slecht zijn, net zo min als OEIC's slecht zijn vanwege één slechte beheerder of één mislukt project. Dus, het was ook meer een poging om ons standpunt te verdedigen. Omdat wij gedurende deze hele periode de goede investeringen hadden aanbevolen. En wat ik niet wilde was dat ik in de krant zou lezen dat alle gestructureerde producten slecht zijn. Want dat klopt gewoon niet. We waren er uiteindelijk zo hartstochtelijk over omdat er zoveel negatieve commentaar was, terwijl dit in werkelijkheid zeer goede investeringen waren en mensen ze lieten liggen, omdat ze misleid werden door foute informatie.

Peter Wilson. OK, geweldig. Zullen we het nu even hebben over de reden waarom gestructureerde producten bij sommige adviseurs negatieve associaties oproepen. Waar ik specifiek aan denk is de val van Lehman Brothers in 2008.

Ian Lowes: Lehman Brothers was tegenpartij voor minder dan 1% van de gestructureerde producten in de retailsector in het VK. Bij het faillissement van de bank werd echter een en ander duidelijk en sommige beleggers wisten niet dat zij een door Lehman gedekt contract hadden. Dat valt tot op zekere hoogte te begrijpen, omdat er vragen waren omtrent de regelgeving, of de naam van de bank al dan niet mocht worden genoemd. En als je de naam van de bank noemde, dan hing je plots vast aan een aantal regels. Daardoor kwam de naam van de bank niet prominent in de teksten voor, ook al werd die wel onthuld als je erom vroeg. En uiteraard kochten veel mensen contracten die door Lehman Brothers werden gedekt, terwijl ze er geen flauw benul van hadden dat ze wel degelijk door Lehman Brothers werden gedekt. In de meeste gevallen was de informatie wel duidelijk en stond er dat je een tegenpartijrisico liep, en dat je, indien de bank van de tegenpartij failliet zou gaan, een potentieel aanzienlijk verlies zou lijden. Maar in veel gevallen waren de teksten niet duidelijk, omdat de adviseurs die niet hadden uitgelegd. Uiteindelijk kregen beleggers die hun geld met deze contracten hadden verloren dat geld terug, ofwel via de FSCS, omdat de aanbieder of de adviseur de risico's niet duidelijk had gemaakt, ofwel via de adviseur. Of, als dit via de incassoprocedure moest gebeuren in verband met de insolventie van Meteor, duurde het verschillende jaren maar de meeste mensen kregen tussen 70% en 97% van hun kapitaal terug.

Maar. Het duurde tien jaar vooraleer ze hun geld terugzagen. Het probleem in 2008-2009 was echter de plotse schok voor mensen die niet begrepen dat ze op het tegenpartijrisico moesten letten bij gestructureerde producten. En er waren veel vragen of je bereid was om het risico te nemen.

Mijn standpunt is dat als je een portefeuille van gediversifieerde beleggingen hebt, met inbegrip van een portefeuille van gestructureerde producten, en je bent genoteerd bij verschillende banken - HSBC, Goldman Sachs, Morgan Stanley en Barclays -, dan heb je dat risico gediversifieerd. Als al je beleggingen in één mandje zitten en dat mandje gedekt werd door Lehman Brothers, dan moet je je toch afvragen of er wel sprake was van gezond verstand of goede raad; ik zou zeggen van niet.

Er ging een schokgolf door de sector. Als je er in 2009 de media op nasloeg, dan had je de indruk dat elk gestructureerd product dat ooit was uitgegeven, door Lehman Brothers werd gedekt. Dit was

helemaal het geval niet en de overgrote meerderheid, in feite de rest van de gestructureerde producten, bleven doen wat ze beloofden. Alle door Barclays en Morgan Stanley gedekte contracten presteerden uitzonderlijk goed. Maar de negatieve commentaar over gestructureerde producten overstemde alles, enkel en alleen vanwege de kwestie Lehman Brothers. Dit was het moment waarop wij beslisten voor de sector op te komen. In het derde deel van dat decennium hadden wij jarenlang gestructureerde producten of veel van de gestructureerde producten verworpen vanwege de 'precipice bond'-kwestie en mensen daarvoor gewaarschuwd. Maar wij hadden het gevoel dat het tij definitief was gekeerd en dat er enkele uitzonderlijke beleggingen bestonden die beleggers en adviseurs niet overwogen omdat ze er simpelweg niet voldoende van af wisten. Daarom hebben wij Structured Product Review opgericht, in een poging om de sector transparanter te maken en adviseurs te informeren over wat de sector te bieden heeft.

Peter Wilson: Zeer interessant, Ian. Nu wil ik je met dit interview niet te veel door de mangel halen, maar onlangs kreeg ik een vraag over gestructureerde producten en die luidt ... Als gestructureerde producten zo geweldig zijn, waarom heeft Investec de markt dan verlaten?

Ian Lowes: Die had ik niet zien komen. Investec stortte zich op de markt van gestructureerde producten om kapitaal op te halen voor de bank. Banken halen op verschillende manieren kapitaal op en voor Investec Bank waren gestructureerde producten slechts één van die methoden. Zij kreeg daartoe de kans omdat zij in 2007 geloof ik, het derivatenteam van een andere bank in dienst had genomen en dat was voor hen een zeer succesvol voorstel. Helaas hebben de mensen achter de oorspronkelijke ontwikkeling van die poot van Investec, de bank nadien verlaten. Medewerkers die overbleven en mensen die erbij werden gehaald stonden vervolgens in voor het beheer ervan, en ik denk, en ik kan speculeren... ik denk dat, als je het niet helemaal begrijpt, dit onderdeel van de bank een beetje een last wordt, en moest de bank daar echt aan vasthouden om te groeien? Ze hebben dus gewoon hun zakelijke focus verlegd. Volgens mij was het een doodzonde dat ze van de markt zijn verdwenen. Het was een verlies voor kleine beleggers en voor adviseurs. Maar zij waren slechts een van de vele banken en spelers in die sector, en het gat dat zij achterlieten werd zeer snel opgevuld door ... wel zeker door de komst van een andere aanbieder die gebruik maakte van Barclays, die al enkele jaren niet meer op de markt aanwezig was. Met alle respect voor Investec, maar als ik de keuze heb tussen een krediet van Barclays en een van Investec, dan ga ik voor Barclays. Maar ik zal ook een gediversifieerde portefeuille over verschillende banken nemen. Dat ze vertrokken is een verlies, het was een ongelooflijk goed geoliede machine met een aanzienlijk klantenbestand. De echte en dieperliggende redenen, die zal ik nooit te weten komen, dat moet je vragen aan die bank.

Peter Wilson: Ian, bedankt dat je vandaag tijd hebt uitgetrokken voor dit gesprek. Onder deze podcast op de website van IFA Magazine staat een link naar Structured Product Review. Ik kan elke adviseur die geïnteresseerd is in gestructureerde producten aanraden om de podcast te beluisteren. Ian, nogmaals bedankt voor je tijd.

Belangrijke disclaimer: IFA Magazine heeft zorgvuldig gecheckt of het materiaal correct was, maar kan niet aansprakelijk worden gesteld voor onnauwkeurigheden. Waar nodig moet onafhankelijk onderzoek en, indien nodig, onafhankelijk juridisch advies worden ingewonnen alvorens te handelen op basis van de informatie in de podcast. De waarde van beleggingen kan zowel dalen als stijgen. Mogelijk krijg je het belegde bedrag niet terug.

De Financial Insight podcast is enkel bestemd voor beleggingsprofessionals

