

Die häufigsten Fehler beim Einsatz strukturierter Produkte

Allzu oft werden bei der Vermarktung von strukturierten Produkten nur die Auszahlungs-Eigenschaften bei Verfall betrachtet. Sollen die Produkte aber sinnvoll in ein Portefeuille eingebaut werden, reicht dies bei weitem nicht aus. **HEINZ KUBLI**

Die strukturierten Produkte haben in Europa in den vergangenen 15 Jahren einen starken Aufschwung erlebt. Bei der Vermarktung werden die Anlagekunden aber heute immer noch vor allem über das Auszahlungsprofil bei Verfall informiert und häufig werden strukturierte Produkte gar als eigene Anlageklasse behandelt.

Dahinter steht die Annahme, die Auszahlungsstrukturen seien so stark abgeändert worden, dass sie mit dem Basiswert nichts mehr zu tun hätten. Damit werden jedoch zwei Punkte vernachlässigt, die in der Portfoliobildung einen wichtigen Platz einnehmen sollten:

1. Die Klumpenrisiken (Clusterbildung) in einem Gesamtportfolio zu vermeiden.
2. Die Sensitivitäten der strukturierter Produkte vor ihrem Ablauf zu kennen.

Das Problem der Klumpenrisiken im Vermögen von Schweizer Privatpersonen ist beträchtlich, denn üblicherweise sind die vier Schweizer Blue-Chip-Aktien Nestlé, Novartis,

Dr. Heinz R. Kubli, CFA, ist Gründer und Geschäftsführer der Fundabilis GmbH, Vermögensverwaltung und Beratung im Bereich Hedge Funds und strukturierte Produkte.

UBS und Roche stark übervertreten. Sie stellen zusammen rund 63 Prozent der Kapitalisierung des Swiss Market Index (SMI). Die AHV investiert bis zu 15 Prozent und die 2. Säule bis zu 30 Prozent in Schweizer Aktien. Je nach Ausgestaltung der 3. Säule kommt ein weiterer Anteil Schweizer Dividendenpapiere dazu. In der Regel wird beim privaten Vermögen sogar noch weiter in den SMI und in dessen Haupttitel investiert.

Diversifikation der Basiswerte bleibt wichtig

Deshalb ist es wenig sinnvoll, für ein solches Portfolio zusätzliche Zertifikate auf Schweizer Aktien zu kaufen. Denn mit zusätzlichen Investitionen in diese Anlagekategorie, sei es direkt oder mit strukturierten Produkten, verstärkt sich das Klumpenrisiko, namentlich in den Hauptsektoren Finanzdienstleistungen und Pharma. Strukturierte Produkte, egal ob kapitalgeschützt, renditeoptimiert, partizipativ oder «gehebelt», helfen nur dann bei der Risikodiversifikation, wenn sie anstelle bisheriger Investitionen in den Basismarkt erworben werden oder wenn sie auf andere Basiswerte ausgelegt sind.

Diversifikation ist in der Regel der einzige «Free Lunch», den sich ein Anleger an den Kapitalmärkten abholen kann. Deswegen empfiehlt es sich im Allgemeinen, strukturierte

Produkte dazu zu verwenden, die Palette an Basiswerten zu verbreitern, und nicht dazu, noch weitere



Abzuwägen: Die Anlageziele, die mit dem Gesamtportefeuille erreicht werden sollen - inklusive der einzugehenden Risiken.

Investitionen in Schweizer Blue Chips zu tätigen. Ist einmal der Entscheid gefallen, in welche Basiswerte investiert werden soll, stellt sich die Frage, ob der Basiswert selber oder ein strukturiertes Produkt erworben wird. Dieser Prozess ist sowohl von der Erwartung des Anlegers bezüglich des zukünftigen Verhaltens des Basiswertes als auch von der Renditeerwartung und der Risikofähigkeit des Anlegers abhängig.

Die Wahrscheinlichkeit der Zielerreichung abschätzen

Angenommen, ein Anleger wünscht, mit seiner Neuanlage eine Rendite von 10 Prozent p. a. zu erreichen. Er wählt anstelle von Schweizer Aktien einen deutschen Titel und zwar BASF. Im in der Tabelle auf Seite 14 dargestellten Beispiel könnte nun der Investor die BASF Aktie zu 59,46 Euro kaufen. Eine Rendite von 10 Prozent wird dann erreicht, wenn sich der Aktienkurs auf 65,41 Euro verbessert – oder auf 63,41 Euro, vor-

ausgesetzt, die Dividende von 2,00 Euro wird während der Haltedauer ausbezahlt. Steigt der Kurs danach weiter, kann der Anleger daran natürlich unbegrenzt teilhaben.

Investiert der Anleger anstelle der Aktien in ein Discountzertifikat, könnte er dieses mit einem Abschlag von 15,02 Prozent gegenüber der Aktie erwerben. Daraus folgt eine Minderinvestition, womit die Allokation im Gesamtportfolio geringer ausfällt als ursprünglich gewünscht. Dafür darf der Aktienkurs um 6,53 Prozent auf 55,58 Euro fallen, ohne dass das Rendite-Ziel von 10 Prozent unterschritten wird. Mit dem «Caplevel» bei 56,00 Euro ist die maximale Rendite jedoch auf 10,83 Prozent limitiert.

Ein Barrier-Discount-Zertifikat könnte für 58,85 Euro zu einem Diskont von 1,03 Prozent erstanden werden. Unterschreiten die BASF-Aktien während der Laufzeit des Zertifikates nicht die Barriere von 43,00 Euro, dann zahlt das Zertifikat 65,00 Euro aus. Damit kann eine (maximale) Rendite von 10,45 Prozent erzielt werden. Allerdings tritt ein Kursverlust ein, wenn der BASF-Kurs unter die Barriere von 43,00 Euro und somit um mehr als 26,9 Prozent des «aktuellen» Kurses fällt.

Wird das Bonuszertifikat in Betracht gezogen, so ist dieses 2,3 Prozent teurer als die BASF-Aktie. Dafür kann bei einem seitwärts tendierenden Aktienkurs eine Rendite von 10,16 Prozent p. a. erzielt werden. Ein Kursverlust tritt erst dann ein, wenn sich der Aktienkurs um 26,08 Prozent abschwächt, also unter die Barriere von 43,95 fällt.

Beim kapitalgeschützten Produkt muss der Aktienkurs innert zwei Jahren von 59,46 Euro auf 80,27 steigen, damit sich ein Netto-Wertanstieg von 10 Prozent p. a. bei einer 60-Prozent-Partizipation ergeben kann. Es ist demnach am schlechtesten geeignet, eine Rendite von 10 Prozent p. a. zu erwirtschaften. Bei einem erwarteten Kursanstieg hindert der Kapitalschutz die Erreichung der Zielrendite stark.

Gute Wahrscheinlichkeiten, die Zielrendite zu erreichen, hat der Anleger mit dem Discountzertifikat, dem Barrier-Discount-Zertifikat sowie dem Bonus-Zertifikat. Am

bestehendsten erfüllt dabei das Barrier-Discount-Zertifikat die Vorgabe, da der Basiswert während der Laufzeit um maximal 27,68 Prozent fallen darf und die Zielrendite immer noch erreicht werden kann. Das Discount-Zertifikat fällt in diesem Vergleich weg, weil schon bei einem Kurseinbruch von «nur» 6,53 Prozent ein Verlust entsteht.

Ob das Bonuszertifikat in diesem Beispiel dem Barrier-Discount-Zertifikat vorgezogen werden soll, kann nur abschliessend betrachtet werden, wenn die Risikoneigung des Anlegers bekannt ist. Es besteht der Trade-off zwischen einem zusätzlich unbegrenzten Gewinn oberhalb von 74,00 Euro und einem Verlust, sollte der Aktienkurs unter das Barrier Level von 43,95 Euro fallen. Der risikoaverse Anleger wird deshalb das Barrier-Discount-Zertifikat wählen.

Das richtige Produkt auswählen

Wer in strukturierte Produkte investiert, sollte demnach die zur Verfügung stehenden Produkte vergleichen. Wird eine Zielrendite vorgegeben und werden die zur Erreichung dieser Rendite notwendigen Kursanstiege des Basiswertes für die einzelnen Produkte untereinander verglichen, so wird schnell klar, welche Produkte für die Investition unter diesen Randbedingungen in Frage kommen. Wie das Beispiel zeigt, sind das nicht zwangsläufig diejenigen Produkte, die nur gewinnen, wenn die Kurse unentwegt steigen.

Korrekterweise sollte ein Anlageberater deshalb unter Einbezug der Ziele des Anlegers die entsprechenden Analysen anstellen, bevor er ein Produkt zum Kauf empfiehlt. Empfohlen werden sollte dasjenige mit der höchsten Wahrscheinlichkeit, die Investitionsziele zu erreichen. Wer den Aufwand nicht scheut, kann mit weiteren mathematischen Berechnungen diese Wahrscheinlichkeiten sogar herleiten und nach diesen optimieren.

Zudem sollte sich der Anleger bzw. sein Berater Gedanken machen, wie sich das entsprechende Zertifikat während der Laufzeit verhält und wo dessen Sensitivitäten vor allem bezüglich des Basiswertkurses, der Volatilität der Basiswertrenditen sowie der Zinsen und anderer »



STRUKTURIERTE PRODUKTE

Inputfaktoren der Preisberechnungen sind. So kann es durchaus sein, dass ein bestimmtes Produkt, dessen Payoff-Struktur auf Laufzeitende attraktiv aussieht, in Tat und Wahrheit während der Laufzeit gar nicht den gewünschten Effekt erbringt. Dies kann vor allem bei jenen Strukturen unangenehm sein, die als Absicherung gedacht wären.

Besonderheiten bei grossen Portfolios

Bei grossen Portfolios mit erwarteten Zielrenditen, wie zum Beispiel bei Pensionskassen und Versicherern, sollte danach mit verschiedenen Szenarien, inklusive Stressszenarien, ausgetestet werden, ob mit dem Einbau der entsprechenden Strukturen die notwendigen

Zielrenditen auch auf Portfolioebene erreicht werden können und welche Risiken sich als Folge der eingebauten Produkte zusätzlich ergeben. Für Portfolios mit Auszahlungsschemata, wie bei Pensionskassen üblich, ergeben sich zusätzliche Schwierigkeiten. Dort sollten neben den Simulationen der Renditen des Anlageportfolios auch die Verpflichtungen modelliert werden.

Bleibt man bei einfacheren Portfolios ohne Auszahlungsschemata, genügen die Analysen bezüglich der Basiswerte und der Wahrscheinlichkeiten der zu erzielenden Renditen, wie sie oben gezeigt wurden. Kapitalgeschützte Produkte erleichtern insbesondere den Eintritt in neue Märkte und/oder alternative Anla-

Evaluationsprozess

1. Auswahl der Märkte und Basiswerte
2. Auswahl der Struktur aufgrund der Zielrendite/Risikoprofil
3. Überprüfung des Gesamtportfolios
4. Allfällige Optimierung bezüglich Auszahlungsverpflichtungen
5. Wiederholung der Punkte 2. bis 4., falls Portfolio noch nicht optimal

geklassem bei beschränktem finanziellem Risiko. Wem das beschriebene aktive Management zu aufwendig ist, der beschränkt sich besser auf passive Anlagen wie Index-Zertifikate und ETF. α

Verbesserung der Eintrittswahrscheinlichkeit für die gewünschte Zielrendite

Zielrendite	Payoff	Kaufpreis	Discount / Risikopuffer	Zielrendite bei folgendem Aktienkurs erreicht	Notwendige Kursbewegung für Zielrendite	Max. Rendite
Kauf BASF Aktie, Dividende EUR 2.00		59.46	0.00 Prozent	65.41 (63.41 ex)	10 Prozent (6.64 Prozent ex)	unbegrenzt
Discount-Zertifikat, Caplevel 56.00, Laufzeit 1 Jahr		50.53	15.02 Prozent	55.58	-6.53 Prozent	10.83 Prozent
Barrier-Discount-Zertifikat, Caplevel 65.00, Barrier Level 43.00, Laufzeit 1 Jahr		58.85	1.03 Prozent	Aktie unterschreitet während der Laufzeit nicht die Barriere bei 43.00	Kursverlust wenn Aktienkurs mehr als 27.68 Prozent fällt	10.45 Prozent
Bonus-Zertifikat, Bonuslevel 74.00, Barrier Level 43.95, Laufzeit 2 Jahre		60.83	-2.30 Prozent	Aktie unterschreitet während der Laufzeit nicht die Barriere	Kursverlust < 26.08 Prozent	Unbegrenzt / Seitwärtsrendite 10.16 Prozent
Kapitalgeschütztes Produkt, Strike 59.46, Laufzeit 2 Jahre, Partizipation 60 Prozent		100 Prozent	bei 43.95	Kursanstieg zum Laufzeitende auf 80.27	Kursanstieg um 17.5 Prozent p.a. (35 Prozent plus Dividende)	Unbegrenzt / Partizipation 60 Prozent

Bildquelle: www.warriants.com/informationen/zertifikate_uebersicht.asp, Datenquelle: Independent Derivatives Consulting AG, Bad Homburg