

Eigenbau ist auch eine Variante

MAKE OR BUY Ohne Einbezug von Optionen kommen keine strukturierten Produkte zustande. Optionen sind allen Anlegern zugänglich. Warum also nicht selbst ein Struki bauen?

Max Lüscher-Martly

Strukturierte Produkte kombinieren die Eigenschaften von zwei oder mehreren Finanzinstrumenten. In der Regel sind Optionen im Spiel. Sie sind an Effektenbörsen (Warrants), an Derivatbörsen (Traded Options) oder bei Banken (OTC-Optionen) allgemein zugänglich. Ob selbst strukturieren nicht auch eine Möglichkeit ist, liegt deshalb auf der Hand.

1 KAPITALSCHUTZ-PRODUKTE

Die Konstruktionselemente von Kapital-schutzprodukten in ihrer einfachsten Form sind das Kapitalschutzniveau (Floor), der Ausübungspreis (Strike) und der Nennwert. Angenommen, ein Sparer hat ein Guthaben von 10000 Fr., verzinst zu 0%. Er ist für den Schweizer Aktienmarkt zuversichtlich und möchte einen kleinen Betrag riskieren. Mitte Dezember 2016 notiert der SMI 8250: 500 SMI-Call-Warrants, Ausübungspreis 8250, Verfall Mitte Dezember 2017, kosten rund 400 Fr. (inkl. Transaktionskosten). Auf dem Sparkonto bleiben 9600 Fr. Das entspricht dem Floor, denn mehr als 400 Fr. setzt unser Sparer nicht aufs Spiel (vgl. Grafik 1). Steigt nun der SMI binnen eines Jahres um mehr als 400 Punkte, ist das Investment im Plus. Bei einem SMI von beispielsweise 8750 erhöht sich das Sparkontoguthaben auf 10000 Fr., bei 9250

auf 10600 Fr. Bei gegenteiliger Markteinschätzung kann der Sparer Put-Warrants einsetzen und – sofern er richtigliegt – in «gleicher Weise» profitieren. Gewiss: Kapitalschutzprodukte Marke Eigenbau setzen ein minimales Grundwissen voraus. Eine Option sind sie allemal. Sie sind voll transparent, frei von Firlefanz (wie die Kapitalschutzzertifikate mit schwer nachvollziehbarer Couponbestimmung), und die Preise von Call- und Put-Warrants sind stets abrufbar.

2 OUTPERFORMANCE-ZERTIFIKATE

Outperformance-Zertifikate versprechen – bei richtiger Markteinschätzung – eine Rendite, die diejenige des Basiswerts (z. B. Aktie) übersteigt. Auch da ist Selbermachen denkbar einfach (vgl. Grafik 2). Man kaufe eine Aktie mit schöner Dividendenrendite und investiere die erwartete Dividende ganz oder teilweise in Call-Optionen bzw. Call-Warrants. Mitte Dezember notierten Zurich Insurance (ZURN) rund 280 Fr. Bei einer erwarteten Dividende von 17 Fr. kostete eine Call-Option, Verfall Mitte Dezember 2017, rund 12 Fr. Unterstellt man per Verfall eine Notierung der Zurich-Titel von 308 Fr., errechnet sich eine Performance von 56 Fr. (je 28 auf der Aktie und auf der Call-Option). Statt 10% (28 von 280) ergibt sich eine Rendite von 20% (56 von 280). Bei einem Kurs der Zurich-Aktie in einem Jahr von 280 Fr. ist die Rendite 0%, bei

250 Fr. –10,71%. Wir vernachlässigen dabei, dass nur rund 70% des Dividendenertrags für den Kauf der Call-Option eingesetzt worden sind. Auch da spricht kaum etwas gegen den Eigenbau. Emittenten von Outperformance-Zertifikaten machen im Prinzip das Gleiche und stellen dafür (verdeckt) Rechnung.

3 REVERSE CONVERTIBLES

Reverse Convertibles entsprechen in ihrer Grundform einer verkauften Put-Option. Der Put-Verkäufer verpflichtet sich, den Basiswert (z. B. Aktie) auf Verlangen des Put-Käufers zum Ausübungspreis zu beziehen. Wer über die entsprechende Liquidität verfügt, kann an einer Derivatbörse (etwa Eurex) Puts verkaufen, ohne mit Margin Calls konfrontiert zu werden. Das Exposure von verkauften Put-Optionen ergibt sich aber auch dann, wenn der Investor den Kauf des Basiswerts mit einem Call-Verkauf kombiniert. Angenommen, die Aktie notiert derzeit 100 Fr. Der Investor rechnet mit einer Seitwärtsbewegung in den nächsten zwölf Monaten und möchte einen Zusatzertrag generieren, indem er – bei einer erwarteten Dividende von 3.50 Fr. – einen Call zum Preis von 8 Fr. verkauft (vgl. Grafik 3). Man spricht von Covered Call Writing. Notiert die Aktie per Verfall unverändert 100 Fr., bleiben dem Investor die 8 Fr. aus der verkauften Call-Option. Zusammen mit der Dividende (3.50) generiert er eine Brutto-

rendite von 11,5%. Bei einem risikolosen Zins von 0% entspricht dies gerade der Rendite aus einer verkauften Put-Option. Im einen wie im andern Fall markieren die 11,5% die Maximalrendite, geht doch der Call-Verkäufer bei steigendem Aktienkurs das Risiko ein, die Aktie andienen oder den Call zu einem entsprechend höheren Preis glattstellen zu müssen. Bei sinkendem Basiswert stützt die verkaufte Call-Option nur noch im Rahmen des Call-Preises. Bei einem Basiswertkurs per Verfall von bspw. 80 Fr. ist der Verlust nicht 20 Fr., sondern (inkl. Dividende) bloss 8.50 Fr. (20–11.50).

Was heisst das konkret? Single Reverse Convertibles schaffen für einen versierten Investor keinen echten Mehrwert. Und Multi Reverse Convertibles – mit oder ohne Barriere – sind allemal kritisch zu hinterfragen. Hohe Coupons sind eine nur halbwegs adäquate Entschädigung für das Risiko des Andienens des unattraktivsten (volatilsten) Basiswerts.

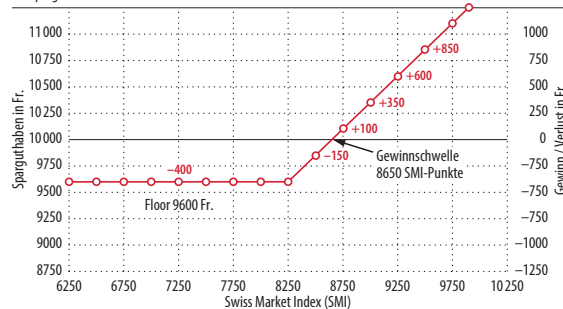
Make or Buy ist nicht schlüssig zu beantworten, auf diesem kleinen Raum schon gar nicht. Für versierte Investoren ist Selbermachen aber eine Option. Man spart möglicherweise (zu) hohe versteckte Gebühren und kassiert die Dividende, mit der sonst der Emittent die Struki (mit-)finanziert.

Max Lüscher-Martly, Autor, Dozent und Leiter des Instituts für Banken und Finanzplanung, Zizers

«Für Versierte ist Selbermachen eine Alternative. Man spart möglicherweise (zu) hohe Gebühren und erhält die Dividende.»

1 Kapitalschutzprodukt – Marke Eigenbau

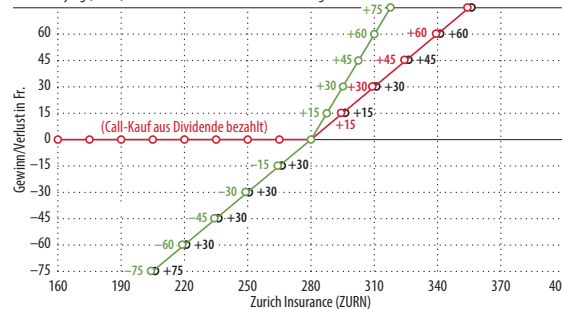
Sparguthaben: 10000 Fr., SMI-Call-Optionspreis: 400 Fr. / Laufzeit: 12 Monate
 Sparguthaben



Quelle: Institut für Banken und Finanzplanung / Grafik: FuW, sm

2 Outperformance-Zertifikat – Marke Eigenbau

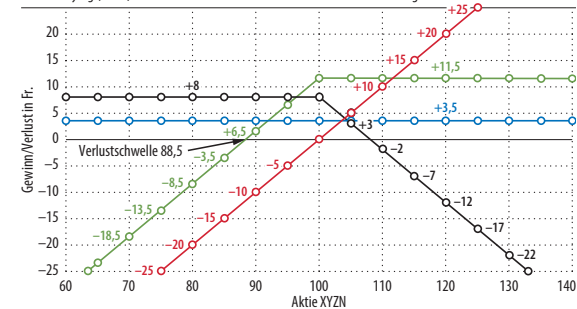
Call-Kauf ZURN at the money (280 Fr.): 12 Fr. / Laufzeit: 12 Monate / Dividende: 12 Fr.
 Underlying (ZURN) Call-Kauf Gesamtergebnis



Quelle: Institut für Banken und Finanzplanung / Grafik: FuW, sm

3 Reverse Convertible – Marke Eigenbau

Gedeckter Call-Verkauf at the money (100 Fr.): 8 Fr. / Dividende: 3.50 Fr. / Laufzeit: 12 Monate
 Underlying (XYZN) Call-Verkauf Dividende Gesamtergebnis



Quelle: Institut für Banken und Finanzplanung / Grafik: FuW, sm