

Verlust und Gewinn variabel begrenzen

PRODUKTAUSWAHL Kapitalschutz, Gewinngrenze und der lineare Tracker lassen sich kombinieren. Das ergibt ein altbekanntes Finanzinstrument: den Collar. Damit lassen sich Zielkonflikte veranschaulichen und Produkte besser vergleichen.

Martin Wallmeier

Der Markt für strukturierte Produkte sollte ein vielfältiges Angebot bereithalten, damit Anleger in jeder Situation und für jede Marktmeinung das passende Instrument finden. Die Kehrseite dieser Vielfalt ist die Gefahr, angesichts der zahlreichen Varianten den Überblick zu verlieren. Hier hilft es, einen Schritt zurückzutreten und sich auf die Grundformen der Produkte zu besinnen.

Wie die Swiss Derivative Map zeigt, lassen sich bei den Anlageprodukten drei Arten von Zahlungsprofilen unterscheiden: der lineare Verlauf des Werts des Basispapiers (Tracker), ein geknicktes Profil mit Verlustbegrenzung (Kapitalschutz) und ein geknicktes Profil mit begrenztem Gewinn (Reverse Convertible). Nun geht es darum, diese Grundtypen in einem generischen Produkt zu vereinen.

Die Idee ist denkbar einfach: Wir kombinieren die Verlustbegrenzung des Kapitalschutzprodukts mit der Gewinnbegrenzung des Reverse Convertible und verbind-

den die Extremwerte mit dem linearen Verlauf des Tracker – wobei die Steigung mehr oder weniger ausgeprägt sein kann als beim Basiswert. Dadurch entsteht ein altbekanntes Finanzinstrument: der Collar. Er wird konfiguriert durch die Wahl der Abschnittsgrenzen sowie des maximalen Gewinns und Verlusts (vgl. Grafik 1).

DAS ZAHLUNGSPROFIL ANPASSEN

Werden beide Abschnittsgrenzen weit nach aussen gelegt, ähnelt der Collar einem Tracker (vgl. Grafik 2). Wird nur die rechte oder die linke Abschnittsgrenze nach aussen geschoben, nähert er sich einem klassischen Kapitalschutzprodukt bzw. einem Reverse Convertible an (vgl. Grafiken 3 und 4).

Nehmen wir an, ein Collar wird so konstruiert, dass sein fairer Wert immer 100 beträgt. Die Notation SPI 90/110 @ 95/105 bedeutet dann: Das Produkt mit Basiswert Swiss Performance Index (SPI) wünscht sich Investoren hohe Werte: Je höher der Kapitalschutz und die maximale Auszahlung, umso attraktiver ist das Produkt. Bei der zweiten Zahlenkombination (95/105) sind niedrige Werte vorteil-

nes Anfangswerts notiert. Ab 105% des Anfangswerts wird der Maximalbetrag ausgezahlt. Zwischen Werten des SPI von 95 und 105% steigt die Auszahlung linear von 90 auf 110, sodass der Anleger doppelt an der SPI-Rendite partizipiert.

«Oft ist der Ruf nach einfachen Strukturen zu hören – wie sie im Collar vereint sind.»

Die vorgeschlagene Notation soll Produktvergleiche erleichtern und eine erste grobe Einschätzung der Attraktivität des Produkts ermöglichen. Bei der ersten Zahlenkombination (im Beispiel: 90/110) wünschen sich Investoren hohe Werte: Je höher der Kapitalschutz und die maximale Auszahlung, umso attraktiver ist das Produkt. Bei der zweiten Zahlenkombination (95/105) sind niedrige Werte vorteil-

haft: Ein stärkerer Kursverfall des Basispapiers ist nötig, ehe der Anleger den maximalen Verlust erleidet, und ein geringerer Kursanstieg genügt, um den maximalen Gewinn einzustreichen.

Dies bedeutet aber natürlich nicht, dass es optimal wäre, von allem das Beste zusammenzufügen (hoher Kapitalschutz, hoher maximaler Gewinn etc.). Ein solches Produkt wäre viel zu teuer.

DAS DO-IT-YOURSELF-MODELL

Fixieren wir den fairen Wert des Collar auf 100, so ist klar, dass Investoren Abwägungen treffen müssen. Dazu gehören zum Beispiel: Ist ein höherer Kapitalschutz wichtig genug, um dafür den maximalen Gewinn weiter zu begrenzen? Soll im mittleren Abschnitt eine höhere Partizipationsrate gelten, auch wenn sie mit einer grösseren Verlustwahrscheinlichkeit erkaufte werden muss?

Eine wichtige Aufgabe der Finanzberatung ist es, diese Zielkonflikte (Tradeoffs) zu veranschaulichen, damit Investoren eine realistische Chance haben, die für sie beste Entscheidung zu treffen. Hierbei

kann sich der skizzierte, vereinheitlichte Analyserahmen als hilfreich erweisen.

Wir zeigen dies in einer Web-Applikation, in der der Anleger einen Collar selbst konfigurieren kann (www.fuw.ch/270118-D). Einzugeben sind: für den Basiswert die erwartete Rendite und die erwartete Volatilität, für den Collar das Kapitalschutzniveau, die maximale Auszahlung und die Partizipationsrate im mittleren Abschnitt.

Mit diesen Angaben und der Bedingung eines fairen Werts von 100 – auf Basis eines geeigneten Bewertungsmodells, in der Illustration das Black-Scholes-Modell – lässt sich der Collar eindeutig bestimmen. Das entsprechende Zahlungsprofil und die Wahrscheinlichkeitsverteilung der Anlagerendite werden grafisch veranschaulicht (vgl. Grafiken 1 bis 4).

CHANCEN UND RISIKEN ABWÄGEN

Bei jeder Veränderung der Parameter wird der Collar neu berechnet, sodass der Anleger spielerisch eruieren kann, welche Zahlungsprofile mit einem Investment von 100 erreichbar sind. Die Übergänge der Produktvarianten sind fließend.

Zum Beispiel kann der Anleger von einem Kapitalschutzprofil zu einem Reverse Convertible wandern und die Verschiebung der Wahrscheinlichkeitsverteilung verfolgen. Tradeoffs werden sichtbar und dadurch besser greifbar. Möglicherweise begünstigt dies auch eine ausgewogene Betrachtung von Chancen und Risiken anstelle des Fokus auf einzelne Elemente wie einen verlockenden Coupon.

Wo aber bleiben die Spezialitäten wie Twin Win, Multi Asset und Barrieren? Zugegeben: Sie sind in unserem generischen Produkt nicht vorgesehen.

Generell gibt es gute Gründe, diesen Elementen in strukturierten Produkten kritisch gegenüberzustehen. Oft ist denn auch der Ruf nach einfachen Strukturen zu hören – wie sie hier im Collar vereint sind. Ausserdem decken die Wahrscheinlichkeitsverteilungen des Collar eine beachtliche Formenvielfalt ab. Grosse Lücken, die mit Spezialitäten gefüllt werden müssten, sind nicht erkennbar. Angenommen, wir lassen Anleger ihr gewünschtes Chancen-Risiko-Profil angeben – vermutlich stehen die Chancen gut, dass es mit einem Collar abgebildet werden kann.

Martin Wallmeier ist Professor für Finanzmanagement und Rechnungswesen an der Universität Fribourg. Die Web-Applikation der Uni Fribourg findet sich unter www.fuw.ch/270118-D

