

Eine differenzierte Analyse lohnt sich

Kapitalschutzprodukte können eine gute Rendite bieten – Vorsicht beim Kauf von komplexen Konstrukten

Mit Kapitalschutzprodukten können Anleger Verluste begrenzen und Gewinne laufen lassen. Doch bei der Auswahl der Konstrukte ist Vorsicht angebracht.

Andreas Blümke

Ein Airbag im Auto ist zur Norm geworden: der lebensrettende Luftsack ist bereit, die Härte des Aufpralls bei einer Kollision zu mindern, während die Insassen hoffen, dass er nie zur Anwendung kommt. Es ist eine Art Versicherung gegen eine mögliche Katastrophe. Menschen erwerben Lebens-, Kranken-, Unfall- sowie Sachversicherungen, und es kommt sogar vor, dass ein einziges Risiko mehrmals abgesichert wird, wie im Fall der Reiseversicherungen. Doch nur wenige versichern sich gegen Vermögensverluste bei einem Kursrückgang an den Börsen. Dabei ist diese Wahrscheinlichkeit wesentlich grösser als jene in den meisten der obgenannten Fälle. Der Kauf eines kapitalgarantierten Produkts würde vor potenziellen Verlusten schützen.

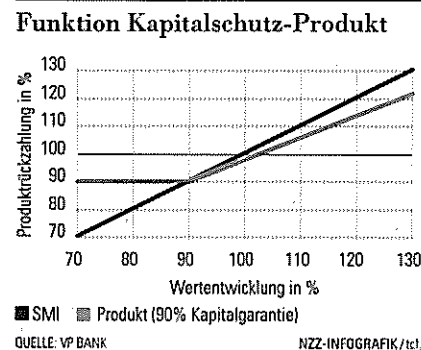
Vergleichsweise gute Rendite

Bei Emission garantiert ein solches Produkt eine Beteiligung an einer positiven Marktentwicklung oder die Rückzahlung des Kapitals in der Höhe der Garantie. Verglichen mit einer Anleihe, entsprechen die Kosten dieser Versicherung den theoretischen Coupons, die der Investor erhalten hätte, wenn er anstelle des Produkts eine Anleihe mit

gleichem Verfall gekauft hätte. Im Vergleich mit einem Aktienindex werden die Kosten der Garantie durch die entgangenen Dividenden und eine allfällig tiefere Wertentwicklung des Produkts gegenüber dem Basiswert finanziert (beispielsweise bei einer Partizipation von unter 100%).

Es ist bemerkenswert, dass im Aktienmarkt eine Strategie mit konventionellen kapitalgarantierten Produkten trotz Kosten im Durchschnitt eine höhere Wertentwicklung erbringen konnte als andere Anlagestrategien. Vergleicht man beim Euro-Stoxx-50-Aktienindex die zehnjährige Performance der drei Anlagestrategien «buy and hold», «buy low, sell high» und «cut losses and let profits run», kommt man zu folgendem Ergebnis: Hätte ein Investor mittels der ersten Strategie («buy and hold») investiert und seine Position bis heute gehalten, betrüge sein Verlust einschliesslich Dividenden durchschnittlich 2,8% pro Jahr.

Die Strategie «buy low, sell high» kann mittels Renditeoptimierungs-Produkten, wie etwa Barrier Reverse Convertibles, umgesetzt werden. Hier stellt sich der Anleger allerdings als Verkäufer des Katastropheneignisses dar, was der Gegenseite seiner Haltung bei seinen anderen Versicherungen entspricht. Die durchschnittliche Rendite über die letzten zehn Jahre – ohne Dividenden, da der Investor sie nicht erhält – hätte jährlich knapp 0,8% erreicht. Dabei werden für die Produktparameter ein Jahr Laufzeit, ein Coupon von 9% und eine Barriere von 75% angenommen. Dagegen hätte ein kapitalgarantiertes Produkt, das der Strategie



«cut losses and let profits run» entspricht, über die zehn letzten Jahre eine deutlich bessere Rendite abgeworfen: im Durchschnitt 4% pro Jahr (unter den Produktannahmen 94% Kapitalgarantie, Partizipation jeweils bei 100% und Laufzeit von einem Jahr). Darüber hinaus wäre das Risiko, gemessen an der Volatilität der Renditen, geringer ausgefallen als bei den anderen Strategien.

Skepsis ist angebracht

Skepsis gegenüber gewissen kapitalgeschützten Produkten ist jedoch angebracht. Im Allgemeinen gilt: Je komplexer sie sind, desto höher ist die Möglichkeit einer enttäuschenden Rendite. Dies gilt besonders für Produkte mit «Clicket»-Eigenschaften. Als Beispiel sei ein Produkt genannt, dessen Struktur bereits kaum verständlich geschildert werden kann. Nach fünf Jahren wird der höhere Wert von 105% oder die Summe der halbjährlichen Wertentwicklungen eines Aktienkorbes, welche jeweils auf 5% nach oben begrenzt sind, zurück-

bezahlt. Auf den ersten Blick scheint die Aussicht auf eine garantierte Mindestverzinsung von 1% pro Jahr zuzüglich einer wenn auch begrenzten Partizipation an der Entwicklung eines Aktienkorbes attraktiv.

Bei genauer Analyse stellt man aber fest, dass der Korb nicht zufällig ausgewählt, sondern durch die Modelle des Emittenten so optimiert wurde, dass die Wahrscheinlichkeit einer guten Wertentwicklung sehr gering ist. Des Weiteren ist die halbjährliche positive Wertentwicklung des Korbes auf 5% begrenzt, währenddessen allfällige negative Entwicklungen nicht eingeschränkt werden. Dieses Merkmal erhöht ebenfalls die Wahrscheinlichkeit einer negativen Performance des Korbes, zumal es vier Semester mit einer positiven Wertentwicklung von 5% braucht, um ein Semester von -20% zu kompensieren. Darüber hinaus wird der Preis des Produkts im Sekundärmarkt wahrscheinlich während eines Grossteils der Laufzeit des Produkts unter pari liegen, es sei denn, ein spektakulärer Anstieg des Aktienkorbes erfolgt kurz nach der Ausgabe des Produkts. Die Enttäuschung der Investoren ist sozusagen programmiert. Ebenso gut können diese eine Obligation des Emittenten kaufen, womit sie sich zumindest einen garantierten Coupon von etwa 3% pro Jahr sichern können.

Bei der Strukturierung eines Kapitalschutzproduktes ermöglichen hohe Zinsen eine hohe Partizipation auf einen Index oder Aktienkorb. Bei den derzeit niedrigen Zinsen haben jene Produkte, die eine garantierte Rückzahlung über dem investierten Kapital versprechen,

kaum eine Chance zur Erzeugung einer Rendite über das Mindestmass hinaus. Für Investoren, die eine nennenswerte Partizipationsrate an einem Markt mit begrenztem Risiko erwerben wollen, können Produkte mit einer Teilgarantie eine interessante Alternative bieten.

Wahl eines liquiden Basiswerts

Die Grafik zeigt als Beispiel ein Produkt auf den SMI mit einer Laufzeit von neun Monaten, welches zu 90% kapitalgeschützt ist, wobei die Partizipation von 80% bereits ab 90% vom laufenden Marktkurs berechnet wird. Das Risiko für dieses Produkt ist im Vergleich mit einer vollen Kapitalgarantie höher, doch ohne diesen Risikoeinsatz lässt sich keine nennenswerte Partizipation erreichen. Die Vorteile sind offensichtlich: Im Falle eines stagnierenden Marktes wird das Produkt zu 98% zurückerstattet, und im Falle steigender Märkte reagiert das Produkt gut im Sekundärmarkt. Zudem verhindert die kurze Laufzeit negative Überraschungen im Falle steigender Zinsen, und sie begrenzt das Gegenpartierisiko.

Grundsätzlich sollte für das Produkt ein liquider Basiswert gewählt werden, je nach Referenzwährung etwa der Euro Stoxx 50, der SMI oder der S&P 500. So bleibt das Produkt verständlich und gibt dem Anleger die Sicherheit einer transparenten Versicherung.

Andreas Blümke ist Leiter Advisory & Distribution bei der VP Bank und Autor des Buches «How to Invest in Structured Products». Er führt einen Blog unter der Adresse www.my-structured-products.com/blog.