

Grenznutzenbetrachtung von Multi Reverse Convertibles

Im Dschungel der strukturierten Produkte ragt eine Konstruktion heraus: die Reverse Convertibles. Mittlerweile gibt es zahlreiche Erscheinungsformen dieser äusserst beliebten Produkte. Die attraktivste Variante stellen die Multi Reverse Convertibles dar.



Von Hendrik Breitenstein (links)

*Head of Advisory
VP Bank, Vaduz*

und Jürgen Kammerer (rechts)

*Head of Investment Solutions
VP Bank, Vaduz*

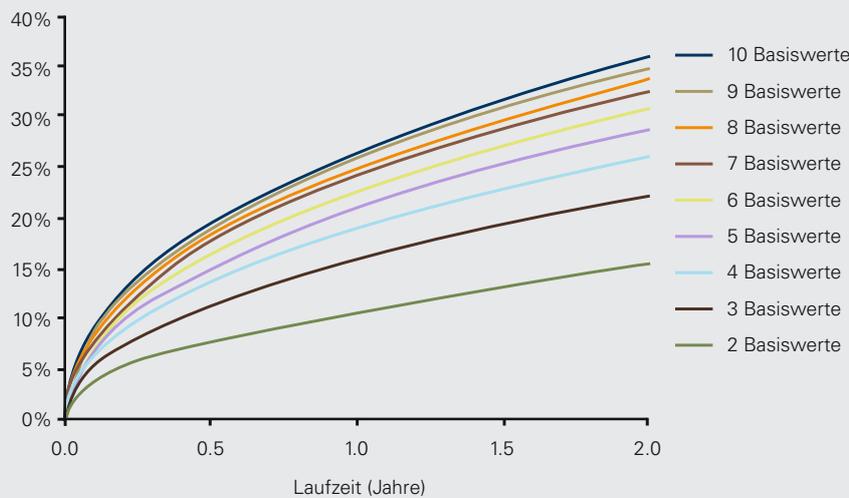
Strukturierte Produkte boomen. Die Beliebtheit dieser Anlageformen ist in der Schweiz, wie auch in Deutschland, sehr hoch und äussert sich in monatlich Dutzenden, ja Hunderten Neukotierungen. Jährliche Wachstumsraten von bis zu 100% sind keine Seltenheit, obwohl in der Schweiz bereits über 18'000 strukturierte Produkte kotiert sind

(Quelle: Scoach). Diese Entwicklung wird sich auch in den nächsten Jahren fortsetzen, denn inzwischen gibt es Produkte für jedes Marktumfeld, und die Emittenten überbieten sich gegenseitig mit Innovationen. Da gilt es umso mehr, genau aufzupassen und die wahren Innovationen zu selektieren.

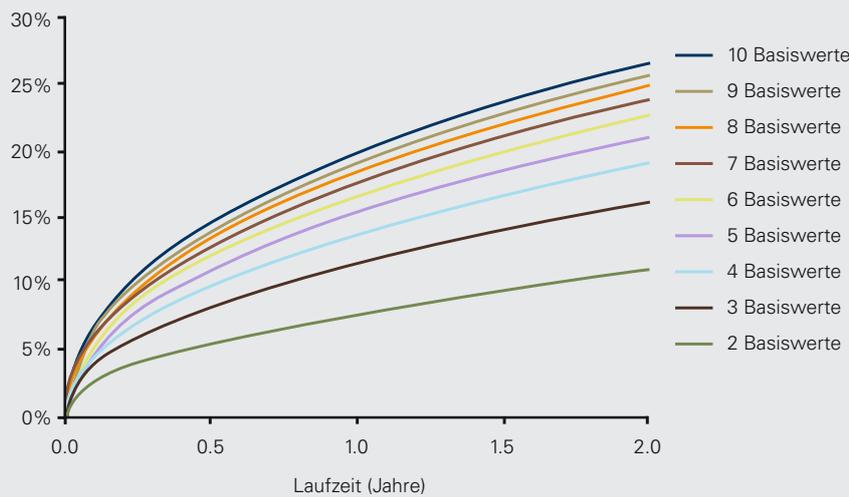
Die echten Perlen für das Depot finden sich dabei nicht nur auf der Suche nach dem Exotischen. Oftmals lohnt sich auch ein Blick auf Bewährtes – wie etwa auf die Kategorie der Reverse Convertibles. Diese Produktgruppe mit ihren zahlreichen Ausgestaltungsmöglichkeiten und Erscheinungsformen ist eine der wichtigsten

im Schweizer Markt für verbriefte Derivate. Generell betrachtet, offerieren Reverse Convertibles, auch unter dem Namen «Equity Linked Bonds» oder zu deutsch als «Aktienanleihen» bekannt, am Ende der Laufzeit einen deutlich über dem Marktzins liegenden Coupon, während die Nennwertrückzahlung an Bedingungen geknüpft ist. Bei den Reverse Convertibles wird der Coupon unter allen Umständen ausgeschüttet. Der Rückzahlungsbetrag kann hingegen variieren und sowohl Gewinne als auch substanzielle Verluste mit sich bringen, wodurch dieser die Gesamtperformance eines Produkts erheblich beeinflussen kann.

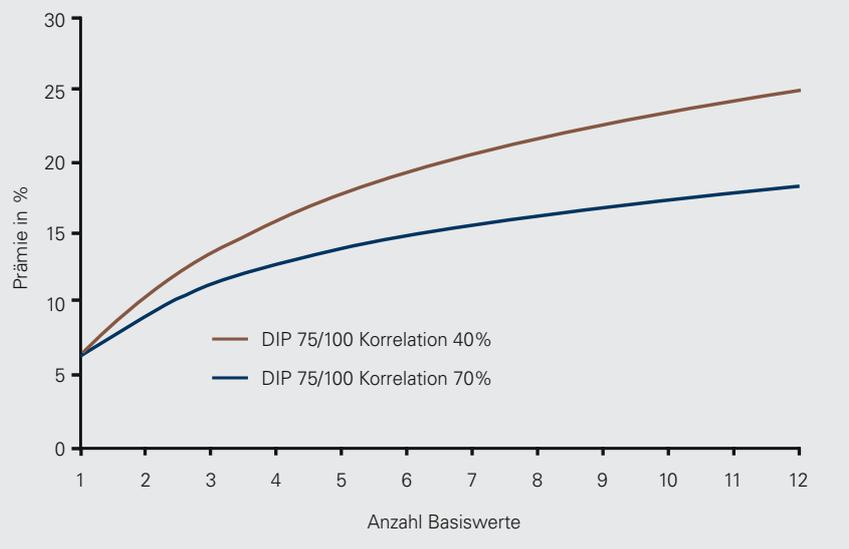
Grafik 1: Optionsprämie eines Multi Reverse Convertible bei 40% Korrelation und 25% Volatilität



Grafik 2: Optionsprämie eines Multi Reverse Convertible bei 70% Korrelation und 25% Volatilität



Grafik 3: Optionsprämie je Anzahl Basiswerte



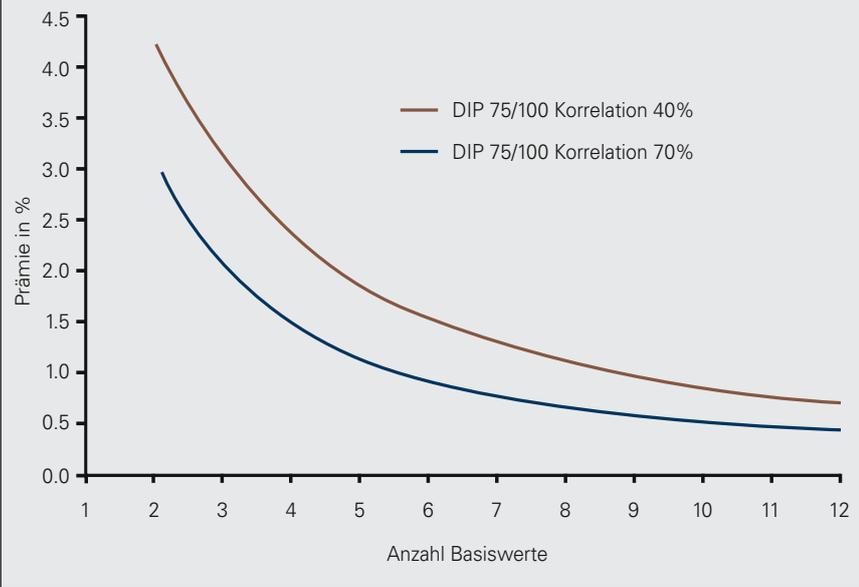
Struktur eines Reverse Convertible
 Technisch betrachtet, wird bei Reverse Convertibles eine Festgeldanlage mit einer Short-Position in einer Put-Option auf den Basiswert kombiniert. Mit dem Verkaufserlös aus der Put-Option wird die Couponzahlung bestritten. Die Höhe des Coupons hängt somit von zwei Faktoren ab: der impliziten Volatilität des Basiswertes und der erwarteten Dividende. Hohe Ausschüttungen und hohe Volatilitäten ergeben, vereinfacht gesagt, höhere Coupons.

Weiterentwicklungen im Bereich der Reverse Convertibles

Als wichtigste Weiterentwicklung in dieser Produktgruppe kann der Multi Reverse Convertible genannt werden. Bei dieser Struktur wird als Underlying nicht nur ein Basiswert selektiert, sondern mehrere. Ziel ist es, durch eine Kombination von mehreren Basiswerten eine höhere Optionsprämie zu erzielen, um mit dieser entweder den Coupon, die Barriere oder die Laufzeit zu optimieren. Die Optionsprämie steigt primär dadurch an, dass bei der Konstruktion des Produktes nicht eine Short-Put-Option verwendet wird, sondern eine sogenannte «Worst-of-down-and-in Put-Option» Anwendung findet. Das bedeutet für ein Multi-Reverse-Convertible-Produkt, dass der Emittent am Ende der Laufzeit ein Wahlrecht besitzt. Entweder wird der Nennwert gänzlich zurückbezahlt oder die im Vorfeld festgelegte Anzahl Basiswerte mit der schlechtesten prozentualen Wertentwicklung wird geliefert respektive in bar abgegolten.

Dadurch wird eine zusätzliche preisbestimmende Komponente in die Optionsprämie miteinbezogen – die Korrelation. Diese steht für die wechselseitige Beziehung respektive Abhängigkeit zweier oder mehrerer Basiswerte untereinander, wobei der Korrelationsgrad die Wahrscheinlichkeit gleichlaufender Kurs- und Marktentwicklungen wiedergibt. Kurzum, die Korrelation beschreibt die gemeinsame Entwicklung zweier oder mehrerer Werte. Liegt keine gemeinsame Entwicklung vor, ergibt sich daraus eine Korrelation von 0. Verändert sich der eine Wert im Einklang mit dem anderen, so steigt die Korrelation auf 1.

Grafik 4: Grenznutzen pro zusätzlichen Basiswert



Zusammenfassend sind folgende Parameter für die Optionsprämie ausschlaggebend:

- Je länger die *Laufzeit*, desto höher die Optionsprämie.
- Je höher die *Volatilität*, desto höher die Optionsprämie.
- Je niedriger die *Korrelation*, desto höher die Optionsprämie.
- Je mehr *Basiswerte* beteiligt sind, desto höher die Optionsprämie.

Betrachtung des Grenznutzens der Optionsprämie für Multi Reverse Convertibles:

Laufzeit: Grundsätzlich gilt, dass sich die Optionsprämie in etwa im Verhältnis der Wurzel aus der Laufzeit verhält. Dies bedeutet zum Beispiel, dass bei einer Veränderung der Laufzeit von einem auf zwei Jahre die Optionsprämie der Wurzel aus 2 (= ca 1,4142) entspricht.

Volatilität: Berechnungen haben ergeben, dass bei gleicher Korrelation (40%), gleicher Anzahl Basiswerte (4 Werte) und gleicher Laufzeit (1 Jahr) bei unterschiedlicher Volatilität eine höhere Prämie vereinnahmt werden kann. So liegt die Prämie bei einer Volatilität von 25% bei einem Prämienwert von circa 22 und bei einer Volatilität von 35% bei einem Prämienwert von circa 28. Der Grenznutzen der zu-

nehmenden Volatilität ist dabei abnehmend.

Korrelation: Grafik 1 und Grafik 2 veranschaulichen, dass bei einer niedrigen Korrelation (Grafik 1) und sonst gleichbleibenden Parametern die Optionsprämie höher ist als bei einer hohen Korrelation (Grafik 2).

Basiswerte: Grafik 3 veranschaulicht die abnehmende Zusatzprämie bei Einbezug weiterer Basiswerte. Grafik 4 zeigt damit den Grenznutzen pro zusätzlichen Basiswert.

Fazit

Die Weiterentwicklung vom Single Reverse Convertible zum Multi Reverse Convertible eröffnet attraktive Renditechancen durch deutlich höhere Optionsprämien, welche vereinnahmt werden können. Kurze Laufzeiten sind unseres Erachtens in einer Bandbreite von 12 bis 18 Monaten möglich und sinnvoll. Die Auswahl der zugrundeliegenden Basiswerte ist entscheidend für den möglichen Anlageerfolg – was sich beispielsweise an der aktuellen Situation bei den Finanztiteln zeigt. Wir sind der Überzeugung, dass der Grenznutzen zusätzlicher Basiswerte ab vier Titeln je Produkt ausgereizt ist, sprich am Finanzmarkt befindliche Produkte mit mehr als vier Basiswerten sind deshalb kritisch zu betrachten. Die vereinnahmten Optionsprämien können dann für höhere Couponzahlungen oder tiefere Barrieren verwendet werden. Für den Produkterfolg ist es essentiell, defensive, tiefe Barrieren festzulegen, um einem eventuellen Knock-out-Ereignis zu entgehen. So steigt die Wahrscheinlichkeit eines Knock-out-Ereignisses durch die Hinzunahme weiterer Basiswerte exponentiell an, bei ansonsten unveränderten Parametern (Grafik 5).

www.vpbank.com •

Grafik 5: Wahrscheinlichkeit für Schwellenergebnis bei 40% Korrelation

