

Scheinbare Sicherheit

Libor-Linked Deep Barrier Reverse Convertibles



Von Andreas Blümke
Leiter Advisory & Distribution
VP Bank

Ein neuer Trend zeichnet sich in der Landschaft der strukturierten Produkte in der Schweiz ab. Deep Barrier Reverse Convertibles locken als vermeintlich sichere Produkte auch risikoscheue Anleger zur Investition. Ein gefährlicher Trend, wie die folgende Analyse ergibt, denn oft erleiden diese scheinbar sicheren Produkte einen Verlust.

In letzter Zeit bewerben viele Emittenten von strukturierten Produkten mit Hilfe von ganzseitigen Zeitungsinserten sogenannte Deep Barrier Reverse Convertibles, also Reverse Convertibles mit tiefer Barriere. Diese sind häufig mit einem Coupon versehen, der an den Libor-Satz geknüpft ist. Diese Anknüpfung kann den Kunden in der falschen Sicherheit wiegen, es handle sich hierbei um ein festverzinsliches Anlageinstrument. Dies ist aber klar nicht der Fall. Denn obwohl die Barrieren der Produkte sehr konservativ gesetzt werden, liegt keine tief genug, um das Risiko eines Durchbrechens – mit dem daraus resultieren-

den finanziellen Verlust – vollkommen ausschliessen zu können. Dennoch bieten manche Varianten für bestimmte Anleger interessante Opportunitäten.

Wie funktioniert das Produkt?

Ein Libor-Linked Deep Barrier Reverse Convertible gehört zur Kategorie der Renditeoptimierungs-Produkte. Diese Struktur garantiert eine jährliche oder halbjährliche Couponzahlung, deren Höhe vom 3-Monats-Libor-Satz abhängig ist. Bei einem Produkt mit einem Coupon von CHF Libor + 3,5% p.a. würden bei einem Libor-Satz von 0,5% also insgesamt 4% p.a. in der Messperiode ausgeschüttet. Die Maximalrendite ist auf den Coupon begrenzt. Wie bei anderen Barriere-Produkten bietet die Struktur dem Anleger einen bedingten Kapitalschutz. Dieser wird durch die Deep Barrier gewährleistet, die in den beworbenen Produkten auf den ersten Blick sehr sicher erscheint, da sie oft bei 50% oder sogar 39% des Kassapreises liegt. Es gilt jedoch zu bedenken, dass dieser bedingte Kapitalschutz erlischt, wenn der Basiswert oder einer der Basiswerte diese Barriere durchbricht. Dies führt dann zu hohen Verlusten, denn die Wertentwicklung des Produkts verläuft ab diesem Zeitpunkt parallel zum Kurs des Basiswerts. Beim Bruch einer Barriere von 50% ist also mit einem Verlust von ca. 50% des Kapitals zu rechnen (abzüglich des Coupons), es sei denn, der Basiswert erholt sich wieder. Barrier Reverse Convertibles sind daher nicht mit Geldmarktprodukten zu vergleichen, obwohl die Werbung sie in dieses Licht stellt.

Wieviele Produkte bestehen den Test?

Mitte Juli wurden die ersten Produkte, die eine Deep Barrier mit einem an den Libor-Satz geknüpften Coupon kombinieren, der Öffentlichkeit vorgestellt. Wir wollten wissen, wie risikoarm oder -reich die Produkte effektiv sind, oder

anders ausgedrückt: Wie oft hätte ein Anleger in den letzten 10 Jahren einen Verlust erlitten, hätte er jede Woche in eines dieser Produkte investiert und es bis zum Verfall gehalten? Von den 11 getesteten Produkten bestanden nur 2 den Test; diese werden für die Kunden der VP Bank emittiert und empfohlen.

Nehmen wir als Beispiel das Produkt A auf den SMI in CHF mit einer Laufzeit von 3 Jahren und einer Barriere von 50%. Es stellt sich heraus, dass im Zeitraum zwischen August 2000 und August 2010 das Produkt in rund 17% der Fälle eine negative Performance ausgewiesen hätte. Diese Zahl überrascht und ist erschreckend hoch, zumal eine Barriere von 50% recht sicher erscheint. Immerhin hätte jedes sechste Produkt den Anlegern Verluste beschert. Das Produkt B auf den Euro Stoxx 50 Index, mit gleicher Laufzeit aber einer Barriere von 40% (in anderen Worten, Kapitalschutz bis der Index 60% verliert), hätte demgegenüber nur in 2,5% aller Fälle eine negative Performance ausgewiesen. Man kann also sagen, dass zumindest in den letzten 10 Jahren ein Unterschied von 10% in der Barriere sehr wichtig gewesen wäre.

Selbstverständlich sind diese Statistiken von den wirtschaftlichen und politischen Rahmenbedingungen und Entwicklungen im untersuchten Zeitraum abhängig, über die sie gerechnet wurden. Dennoch: Mit der zunehmenden Globalisierung der Märkte ist kaum davon auszugehen, dass das Verhalten der Marktteilnehmer in die Vor-Internetzeiten zurückkehren könnte. Künftige Krisen werden wohl ähnliche Marktschwankungen verursachen wie diejenigen, die wir in den letzten 10 Jahren erlebt haben.

Im Vergleich mit den «Worst-of»-Varianten auf mehrere Indizes ist der leicht höhere Prozentsatz der negativen Renditefälle zumindest im Vergleich mit Einzelindex-basierten Strukturen vernachlässigbar. Bei Einzelaktien kommt es stark auf das Geschäftsmodell, die Zyklizität und das generelle Risiko des Unternehmens an.

Empfehlenswerte und weniger empfehlenswerte Produkte

Produkt	Basiswert	Laufzeit (Jahre)	Barriere	Rendite	Währung	Fälle negativer Performance	Emittent (Bonität)
Produkt A	SMI	3	50%	L+2.70%	CHF	17.00%	A1
Produkt B	Euro Stoxx 50	3	40%	L+3.70%	EUR	2.50%	A1
Produkt C	S&P 500	3	50%	L+3.70%	USD	12.00%	A1
Produkt D	SMI / Euro Stoxx / S&P	3	40%	L+4.70%	CHF	3.00%	A1
Produkt E	Euro Stoxx / S&P / Nikkei	3	40%	L+5.30%	CHF	4.00%	A1
Produkt F	Euro Stoxx 50 / SMI	4	39%	L+3.50%	CHF	1.60%	A1
Produkt G	Roche	4	65%	L+4.60%	CHF	14.00%	A1
Produkt H	Swisscom	4	65%	L+2.70%	CHF	0.30%	A1
Produkt I	Zurich	4	65%	L+5.70%	CHF	40.00%	A1
Produkt J	Euro Stoxx 50 / SMI	2	36%	4.00%	CHF	0.00%	AAA
Produkt K	Euro Stoxx 50	2	36%	4.25%	EUR	0.00%	AAA

Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

Nichts gewährleistet, dass beispielsweise Swisscom im Produkt H in den nächsten 4 Jahren ebenso wenig negative Fälle ausweisen würde wie in den letzten 10 Jahren.

Bei den Produkten J und K wurde die Barriere in den letzten 10 Jahren nie durchbrochen, da keiner der beiden Basiswerte in dieser Zeit zwei Drittel seines Wertes eingebüsst hat. Das ist zwar keine Garantie dafür, dass es in den 2 nächsten Jahren nicht zu einem Wertverlust kommen könnte, das Risiko ist aber deutlich minimiert. Wohl gemerkt sind diese Renditen nicht an den Libor-Satz angeknüpft, und das Emittentenrisiko wird mit dem AAA-Rating des Emittenten tief gehalten.

Es ist absehbar, dass die Emittenten in Kürze Folgeprodukte auf Einzeltitle mit «Worst-of»-Eigenschaften emittieren werden. Aufgrund der Schwierigkeit, deren Risiko im Portfolio abzubilden, raten wir im Vorfeld von diesen langläufigen, mit hohen titelspezifischen Risiken belasteten Varianten ab.

Für den Emittenten teuer?

Technisch betrachtet ist ein Deep Barrier Reverse Convertible insbesondere in Hinsicht auf die derzeit herrschende Volatilität auf den Märkten für den Anleger interessant. Beim Erwerb des Produkts verkauft der Anleger nämlich die Versicherung eines Extremrisikos, und der Markt entschädigt den Anleger dafür mit einer beachtlichen Prämie. Das widerspiegelt sich im Produkt mit einem hohen Coupon oder Diskont, wenn es sich um ein Deep Barrier Dis-

kont Zertifikat handelt. Aus Sicht des Strukturierers sind diese Produkte nicht ganz günstig. Um das Produkt während der Laufzeit verwalten zu können, kalkuliert der Emittent oftmals recht hohe Risikoprämien in das Produkt ein. Diese Risikoprämien fließen aber nicht automatisch als Gewinn in die Bilanz des Emittenten, sondern werden für die Bewirtschaftung des Produktes während der Laufzeit gebraucht. Nicht nur dem Anleger drohen hohe Verluste, sollte die Barriere einmal durchbrechen; auch der Emittent kann in hochvolatilen Märkten rasch viel Geld verlieren, wenn die Marktliquidität eng wird. Darum wälzt er das Risiko auf den Anleger ab, wenn die Märkte bis zur oder unter die Barriere einbrechen.

Fazit

Die Anknüpfung des Coupons an den Libor-Satz ist nur dann sinnvoll, wenn die Erwartung steigender Zinsen besteht. Zwar könnte dies 2012 oder 2013 der Fall sein, früher prognostizieren unsere Spezialisten allerdings keinen Anstieg der Zinsen in den Währungen Franken, Euro und US-Dollar. In den untersuchten Produkten mindert darum der Link zum Libor die Rendite um 30 bis 80 Basispunkte p.a., je nach Laufzeit und Währung.

Bei näherer Betrachtung wird man den Verdacht nicht los, dass die Emittenten ihre Deep Barrier Reverse Convertibles in Anlehnung an echte kapitalgarantierte Strukturen mit einer Mindestverzinsung, sogenannten Floored

Floateds, gestalten und damit indirekt an die Erfolge dieser Produkte anknüpfen wollen, die in Milliardenhöhe an private und institutionelle Anleger verkauft wurden.

Deep Barrier Reverse Convertibles bleiben Aktienprodukte, ob deren Coupon an einen Referenzzinssatz gebunden ist oder nicht. Es gibt bei den untersuchten Produkten kaum Fälle, bei denen die Barriere nie durchbrochen wurde. Diese Produkte sind daher nur Kunden zu empfehlen, die auch das Risiko eines Verlusts tragen können. Es finden sich bestimmt Anleger, die ein minimales Risiko eingehen können und wollen, um im Gegenzug mit hoher Wahrscheinlichkeit eine Zielrendite, die ihren Vorstellungen entspricht, zu erreichen. Falls diese Produktkategorie einem Kunden zusagt, sollte eine Variante auf einen Index gewählt und Einzeltitlestrukturen vermieden werden.

Auf eine Anknüpfung des Coupons an den Libor-Satz würden wir verzichten und eher einen fixen Coupon oder Diskont bevorzugen. Ebenfalls raten wir, die Barriere tief zu halten und dafür einen leicht niedrigeren Coupon in Kauf zu nehmen. Mit Hinsicht auf das Kreditrisiko des Emittenten müssen für diese langläufigen Strukturen gute Schuldner ausgewählt werden, und die Laufzeiten von 2 bis 3 Jahren dürfen nicht überschritten werden.

Andreas Blümke ist Autor des Buches «How to Invest in Structured Products». Sein Blog findet sich unter www.my-structured-products.com/blog

www.vpbank.com ●