

## Dynamische Replikation von Multi-Asset Barriers **Komplexe Derivate – wären Sie dabei?**

fineo AG, April 2007

Thomas Bollinger, Reto Casserini

Stellen Sie sich vor, dass Ihnen bei einem Beratungsgespräch bei Ihrem Vermögensverwalter die nachfolgenden beiden Anlagevarianten offeriert werden.

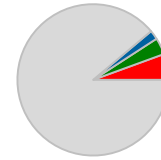
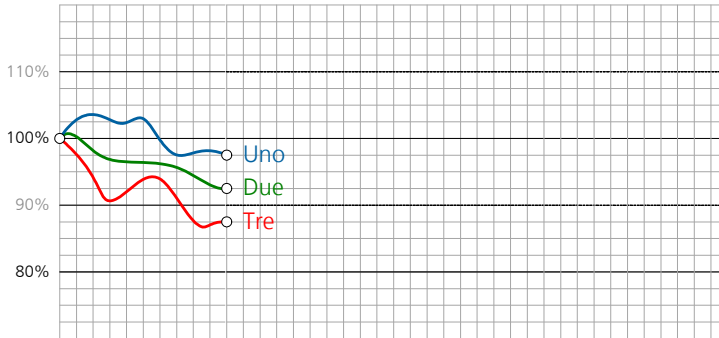
### **Variante 1**

Die erste Variante beinhaltet eine aktive Handelsstrategie über eine Laufzeit von einem Jahr. Dabei wird Ihnen eine grosszügige Verzinsung des investierten Kapitals von 10% offeriert. Sie verpflichten sich jedoch gleichzeitig, Ihre Investition einem Portfoliomanager zu überlassen, der nach ganz bestimmten Regeln handelt. Diese Regeln werden im Folgenden anhand zweier möglichen Szenarien näher beschrieben. Die Preisentwicklung der Aktien in diesen Beispielen ist frei angenommen.

Im Zentrum der Strategie stehen die drei Aktien Uno, Due und Tre. Das investierte Vermögen ist jedoch zu Beginn im Geldmarkt risikolos angelegt.

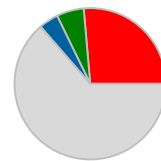
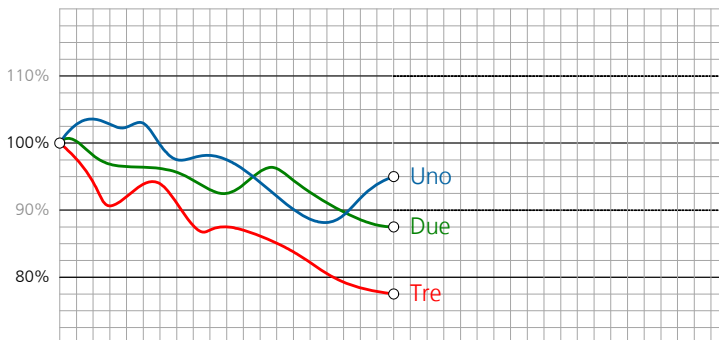
Szenario A

Falls die Kurse dieser Aktien sinken sollten, beginnt der Portfoliomanager, zunächst zurückhaltend, Titel der schlechtesten der dreien, die Aktie Tre, zu kaufen.



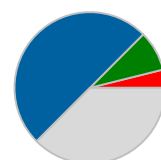
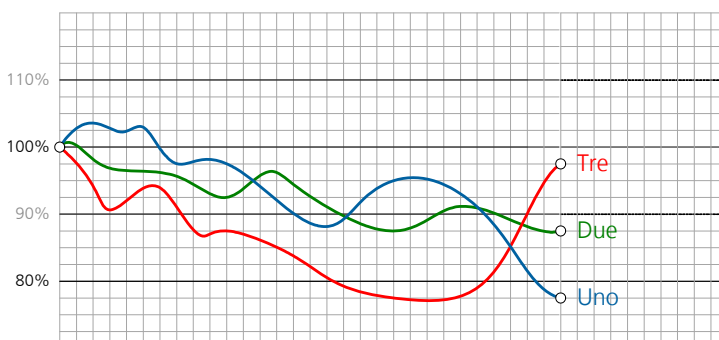
Anfänglich besteht das Portfolio lediglich aus Geldmarktanlagen (grau dargestellt). Dann werden jedoch alle drei Aktien ins Portfolio aufgenommen, die Aktie Tre erhält jedoch das grösste Gewicht.

Ab dem Moment, in welchem eine der drei eine bestimmte Schwelle von 80% (20% Verlust) unterschritten hat, werden verstärkt von der schlechtesten dazu gekauft – je mehr diese Aktie an Wert verliert, desto mehr werden davon in Ihr Portfolio aufgenommen.



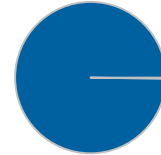
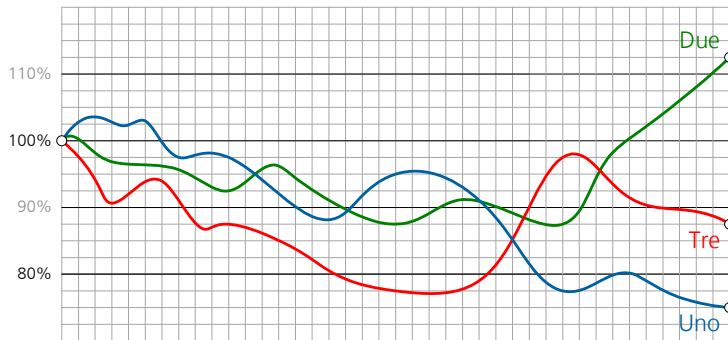
Die Aktie Tre wird nun noch verstärkt ins Portfolio aufgenommen.

Wenn sich die Aktie Tre wieder etwas erholt und im negativen Sinne von der Aktie Uno überholt wird, beginnt der Portfoliomanager, die Aktien Tre wieder zu verkaufen und sich stattdessen stärker in der Aktie Uno zu engagieren.



Aktie Tre wird zu einem grossen Teil wieder abgestossen und stattdessen in Uno investiert.

Je näher das Jahresende rückt, desto eindeutiger richtet der Portfoliomanager Ihr Portfolio auf den Titel aus, welcher die schlechteste Performance zeigt. Wenn zur Fälligkeit der Aktienpreis unterhalb der im Voraus vereinbarten Grenze liegt, dann besteht ihr Portfolio nur noch aus dem schlechtesten der drei Titel, im vorliegenden Szenario aus der Aktie Uno.

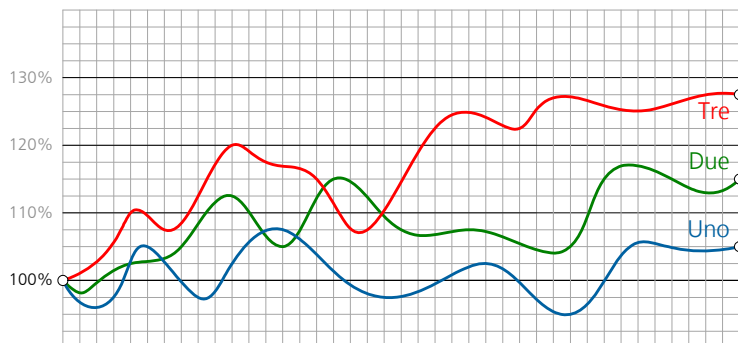


Schliesslich besteht das Portfolio nur noch aus Aktie Uno.

Sie erhalten nun die versprochene grosszügige Verzinsung von 10%, Ihr Investment jedoch in Form der Aktie Uno zurück, welche über die gesamte Laufzeit betrachtet, keinen erfreulichen Eindruck hinterlassen hat. Obschon die gleichgewichtete Rendite über alle drei Aktien rund -8% beträgt, erhalten Sie lediglich mehr 10% über der schlechten Performance der Aktie Uno von -25%, also insgesamt -15%.

*Szenario B*

Es könnte jedoch auch positiver ausfallen. Steigen alle drei Aktien über den Zeitverlauf in ihrem Wert an und zeigen schliesslich Renditen von 5%, 15% und 27.5% - also durchschnittlich rund 15.8%, dann kommen Sie ebenfalls in den Genuss der 10% Verzinsung und erhalten Ihr ursprüngliches Investment in bar zurück.



Sie kommen in den Genuss der vollen Verzinsung von 10%.

## Variante 2

Die zweite Variante besteht aus dem Kauf eines strukturierten Produkts. Dieses wird als Kick-in Reverse Convertible vorgestellt und bezieht sich auf drei Aktien (Uno, Due und Tre). Wenn einer dieser drei Titel während der Laufzeit von einem Jahr die vereinbarte Barriere von 80% der Kurses bei Beginn unterschreitet (also 20% oder mehr Verlust erleidet), dann sind Sie verpflichtet, den schlechtesten der drei Titel zum ebenfalls vereinbarten Ausübungspreis zu kaufen. Dieser Ausübungspreis entspricht dem Kurs dieser Aktie zum Emissionszeitpunkt. Dies wird aber nur eintreffen, wenn sich bei Fälligkeit des Produkts mindestens eine der drei Aktien unter ihrem Kurs bei Beginn befindet. In jedem Fall wird Ihnen ein grosszügiger Coupon von 10% auf das investierte Kapital ausbezahlt. Darüber hinaus wird Ihnen dargelegt, dass es sich hierbei um ein aktuell sehr beliebtes Finanzprodukt handelt.

*Einige Produktbeispiele:*

*Knock-In Mix-Triple ICE  
(Bank Julius Bär)*

*Multi Defender Vonti  
(Bank Vontobel)*

*Barrier Reverse Convertible  
(Deutsche Bank)*

*Multi Barrier Reverse Convertible  
(Dresdner Bank)*

*Multi Barrier Reverse Convertible  
(Goldman Sachs)*

*Barrier Triple Reverse Convertible  
(Sal. Oppenheim)*

*Kick-in GOAL  
(UBS)*

*Soft Runner  
(Zürcher Kantonalbank)*

## Wie entscheiden Sie sich?

Haben Sie sich für eine der beiden Möglichkeiten entschieden? Allenfalls für die Zweite? Dann sind Sie wie viele Anleger einer Täuschung erlegen. Tatsächlich sind die beiden Anlagemöglichkeiten identisch. Die zweite ist nichts anderes, als die Verbriefung der Handelsstrategie aus dem ersten Vorschlag. Oder umgekehrt gesagt: Variante 1 ist die Nachbildung des Produkts aus Variante 2.

Der finanzmarkttheoretische Hintergrund ist, dass Derivate immer mit einer aktiven Handels- bzw. Hedging-Strategie nachgebildet werden können. Dies ist für die Bewertung wie auch für das Risikomanagement von zentraler Bedeutung. Jedes Derivat, auch eine einfache Call-Option, repräsentiert eine aufwändige Nachbildung der gewünschten Auszahlungsstruktur. Derivate sind also nur vordergründig passive Anlageinstrumente, in Wirklichkeit stellen sie ausgesprochen aktiv bewirtschaftete Vermögenspositionen dar. Und dies führt zu entsprechenden Kosten – insbesondere beim Einsatz von exotischen Elementen wie Barriers.

Diesem Hintergrundwissen kommt für den Anleger grosse Bedeutung zu. Wenn man vor der komplexen und hoch aktiven Handelsstrategie zurückschreckt, warum tut man dies nicht, wenn es darum geht ein Derivat mit gleicher ökonomischer Wirkung zu kaufen?

Deshalb sollte ein Anlageentscheid erst dann gefällt werden, wenn die tatsächliche Wirkungsweise eines Produkts verstanden und für sinnvoll befunden wurde. Andernfalls divergieren die Erwartungen an das Produkt und das Ergebnis und werden für Unverständnis und Verstimmung beim Anleger sorgen. Damit ist es nicht nur eine Frage der Sorgfaltspflicht der Banken, über Risiken im Derivatehandel aufzuklären und über die Eigenschaften ihrer Produkte zu informieren. Vielmehr ist es im eigenen Interesse jeder Bank, ihren Kunden angemessene Produkte zu vermitteln, welche deren Bedürfnisse erfüllen. Natürlich können Anlagen auch dann zu Verlusten führen – dies liegt im Wesen der Finanzmärkte. Kann der Kunde jedoch Entscheide in Kenntnis um die tatsächliche ökonomische Wirkung des Produkts fällen, so wird er nicht von dessen bisher unbekanntem Eigenschaften überrascht. □

**fineo AG**

Bederstrasse 1

Postfach

CH-8027 Zürich

Telefon +41 43 50 10 550

Telefax +41 43 50 10 560

info@fineo.ch

www.fineo.ch