



BILD: KEVAP/PHOTOMICHAEL PROBST

Börsen auf Talfahrt Anleger versuchen zu retten, was zu retten ist.

Intakte Innovationskraft

Die **Emittenten von Derivaten** haben auf die Baisse reagiert. Drei Produktkategorien stechen hervor.

Von Heinz R. Kubli

Viele Investoren stellen sich heute die Frage: «Macht eine Absicherung meines Portfolios jetzt noch Sinn?» Seit den Höchstständen der Aktienindizes in den USA und in Europa vor über zwei Jahren, haben in erster Linie die europäischen Börsen massiv korrigiert. Sie sind jetzt auf Niveaus zurückgefallen, die dem längerfristigen Wachstumstrend, der sich anfangs der Neunzigerjahre etablierte, entsprechen. Die amerikanischen Indizes hin-

Put-Optionen sind zwar für Absicherung geeignet, aber gegenwärtig sehr teuer.

gegen haben noch Spielraum nach unten, was die Sorge aufkommen lässt, dass die europäischen Börsen weiter fallen könnten.

Bei Portfolios, die über mehrere Jahre verwaltet werden, sollten die Verlustrisiken minimiert werden. Denn bei hohen Volatilitäten können in ungesicherten Portfolios Verluste entstehen, die mit nachfolgenden Gewinnen kaum mehr wettgemacht wer-

den können. Verlustszenarien verlangen also gerade bei hoher Volatilität nach Absicherung. Doch Plain-Vanilla-Optionen sind im Moment teuer. Der Kauf eines Puts zur Absicherung ist deshalb nicht zwingend angebracht. Die Wahrscheinlichkeit, dass Volatilitäten einbrechen und eine negative Auswirkung auf den Wert gekaufter Optionen sowie von Gesamtpositionen haben werden, ist sehr gross. Deshalb sind in den letzten Wochen und Monaten vermehrt Derivate emittiert worden, die kaum oder gar nicht volatilitätssensitiv sind oder sogar von sinkenden Volatilitäten profitieren. Dabei haben sich drei Produktkategorien herauskristallisiert.

Erstens Produkte, die vom Retail- oder Privatkunden zur Neutralisierung von Aktien und Indexpositionen verwendet werden können wie «Put-Sprinter-Warrants» (Vontobel), «Mini Bear Futures» (ABN Amro), «Shorties» (UBS Warburg) etc. Sie entsprechen in etwa dem Verkauf von Futures für institutionelle Anleger, mit dem Unterschied, dass bei diesen «Mini-Fu-

tures» ein Knock-out-Level oder Stop-Loss-Level (vgl. Produktspezifikationen) besteht und das Produkt verfallen lässt, sollte der Markt zu stark gegen diese Hedge-Position laufen. Bricht der Markt hingegen ein, neutralisieren diese short «Mini-Futures» die Verluste auf den Aktienpositionen. Die bezahlte Prämie für den Mini-Future entspricht der Funktion der Marge bei Futures. Der Vorteil an diesen Produkten ist, dass sie nicht billiger werden, wenn ausschliesslich die Volatilität der Märkte sinkt. Dies dürfte dieser Tage effektiver sein als eine Absicherung mit Puts.

Zweitens Produkte, die von sinkenden Volatilitäten profitieren sollten. UBS Warburg hat mit dem «DJ Euro Stoxx 50 Volatility Shorty» ein Produkt kreiert, das eine Wertsteigerung erfahren soll, wenn die historische Volatilität des Indexes sinkt. Jetzt, wo die Volatilitäten auf neuen Höchstständen angekommen sind, wäre dieses Produkt interessant um z. B. gekaufte Put-Optionen, die zur Absicherung eines Portfolio dienen, zumindest teilweise gegen Volatilitätseinbrüche abzusichern.

Und drittens, kapitalgeschützte Produkte, wie die «BonusStarter-Notes» der Hypo-Vereinsbank oder «Lookback-Cliquets» der Credit Suisse First Boston, die innerhalb ihrer Gesamtstruktur Volatilitäten verkaufen, um dadurch im ersten Fall eine höhere Rückzahlung oder im zweiten Fall eine höhere Couponzahlung zu generieren. Sie sind zwar kein Absicherungsinstrument, aber eine alternative Anlagemöglichkeit in der jetzigen Situation, denn sie profitieren bestimmt von geringeren Marktschwankungen, bräuchten aber zur absoluten Effektivität bereits einen seitwärts bis leicht steigenden Markt. ■



Heinz R. Kubli ist im Verkauf strukturierter Index-Derivate bei der Bank von Ernst & Cie. in Zürich tätig.