

Die Emissionshäuser tragen den Kundenwünschen Rechnung

Exotische Fremdwährungsoptionen sind auch für private Anleger geeignet

Der weltweite Markt für Devisen-Derivate weist seit vielen Jahren ein stetig steigendes Wachstum auf. Die Gesamtnominale aller dieser FX-Derivate (nämlich Swaps, Optionen und Forwards) wurde zuletzt auf rund 22 Billionen US-Dollar geschätzt. Auch private Anleger nutzen diese Instrumente immer stärker.

JÜRGEN TOPPER

HANDELSBLATT, 5.10.2000

Vom Gesamtvolumen aller emittierten FX-Derivate (FX steht für Foreign Exchange, also für Devisen) entfällt die vergleichsweise geringe Menge von 30 Mrd. \$ auf börsennotierte Optionen und 141 Mrd. \$ auf FX-Optionen, die die Banken direkt mit ihren Kunden in so genannten OTC-Geschäften (OTC = Over the counter) abgeschlossen haben. Ein Teil des Gesamtvolumens an FX-Optionen wird von deutschen Banken abgewickelt.

Ein kleiner, aber wachsender Teilmarkt ist durch das Engagement von Privatanlegern entstanden, da seit einigen Jahren deutsche Bankhäuser auch für diese Anlegergruppe FX-Optionsscheine anbieten. Privatanleger haben aber nur die Möglichkeit, Optionsscheine zu kaufen. Die Position des Stillhalters ist den Kleinanlegern auf Grund des großen Verlustpotenzials verschlossen. Das Interesse der Privatanleger für Optionen konzentriert sich auf Optionsscheine auf Aktien und Indizes. Erst an zweiter Stelle kommen FX-Optionsscheine. Unbeliebt sind Optionsscheine auf Zinsinstrumente und Rohstoffe.

Die exotische Vielfalt ist jedoch am Markt für FX-Optionen am größten. Einige Geldhäuser, die sonst am Optionsscheinmarkt sehr aktiv sind, bieten derzeit bewusst keine Devisen-Optionsscheine an (z.B. Goldman Sachs und Sal. Oppenheim). Andere Geldhäuser (z.B. Citibank) verzichten bewusst auf exotische Produkte, während andere re-

gelmäßig neue exotische Produkttypen vorstellen (z.B. UBS Warburg). Der Markt für exotische Produkte scheint rückläufig. UBS Warburg plant derzeit keine Neuemissionen für die meisten ihrer exotischen FX-Optionsscheine und überlegt, welche exotischen Produkte in dem jetzigen Währungsumfeld sinnvoll erscheinen und vom Markt aufgenommen werden könnten. Die Deutsche Bank plant derzeit ebenfalls keine Neuauflage von „Sleepy“ und „EKO“, zwei wahrlich komplizierte Derivate, die seinerzeit noch von Bankers Trust emittiert worden waren.

Auch wenn auf diesem Markt voluminmäßig nach wie vor einfache Kauf- und Verkaufsoptionen dominieren, hat sich eine Vielfalt exotischer FX-Optionen entwickelt. Wie auf dem FX-OTC-Optionenmarkt üblich, sind fast alle exotischen FX-Optionsscheine vom Europäischen Typ. Hier ist eine frühzeitige Ausübung nicht möglich. Plain-Vanilla-Optionsscheine für den Privatanleger sind üblicherweise amerikanisch (z.B. Deutsche Bank, Citibank, Société Générale). Die Emittenten betreiben aber Marktpflege, so dass

auch exotische Optionspositionen jederzeit wieder aufgelöst werden können. In der Regel gehen FX-Optionen für den Kleinanlegermarkt auf gängige Währungen wie US-Dollar, britisches Pfund oder Yen. Es gibt allerdings auch Cross-Over-Optionsscheine, bei denen sowohl die Währung des Underlyings als auch die der Option zu (verschiedenen) Nicht-Euro-Wäh-

rungen gehören. Auch bei Cross-Over-Optionsscheinen dominieren gängige Währungspaare wie USD-GPB (US-Dollar gegen Pfund Sterling) oder USD-JYN (US-Dollar gegen Yen).

Bei der Konstruktion exotischer FX-Optionsscheine haben die Financial Engineers zum Teil tief in die Trickkiste gegriffen, wie einige Beispiele führender Anbieter für FX-Optionsscheine zeigen:

- Digital-Optionsschein (Warburg Dillon Read): Dieser Optionsschein – technisch handelt es sich um eine Europäische Digital-Option – ist der schlichteste Optionstyp und entspricht einer einfachen Einschätzung: Nur wenn der Kurs der Fremdwährung über einem festgesetzten Wert, dem Ausübungspreis, liegt, kommt es zur ebenfalls vorher festgesetzten Auszahlung. Digitale Optionen sind in der Optionspreistheorie wichtig, weil sich fast alle an-

deren Optionen – zumindest approximativ – auf eine Kombination von Digital-Optionen reduzieren lassen.

Hit-Optionsschein (Warburg Dillon Read, Commerzbank): Dieser Optionsschein zahlt einen fixen Betrag bei Berühren oder Durchstoßen des Ausübungspreises. Finanztechnisch entspricht dieses Produkt einer amerikanischen Digital-Option oder einer europäischen Knock-Out-Barrier-Option mit Rebate und Barrier am Ausübungspreis.

Spread-Optionsscheine (Deutsche Bank): Hierbei handelt es sich um Plain-Vanilla-Calls mit Cap oder Plain-Vanilla-Puts mit Cap, also dass der maximale Auszahlungs-



Jürgen Topper ist Berater bei Arthur Andersen

betrag von a priori festgelegt ist.

Power-Optionsscheine (Deutsche Bank, Trinkaus und Burkhardt, Commerzbank): Um zum Auszahlungsprofil dieses Optionsscheines zu gelangen, wird das Auszahlungsprofil eines einfachen Calls oder Puts quadriert. Power-Optionsscheine sind mit einem Cap versehen.

Lock-Out-Optionsschein (Warburg Dillon Read): Dieser Optionsschein zahlt am Laufzeitende einen festen Betrag, wenn der Kurs der Währung während der Laufzeit eine zuvor festgelegte Schwelle nicht unterschreitet. Finanztechnisch gesehen ist dies eine europäische Digital-Option mit Knock-out-Barrier

am Ausübungspreis.

Double-Lock-Out-Optionsscheine (Warburg Dillon Read): Dieser Optionsschein zahlt dem Investor einen festen Betrag, wenn beim Underlying während der Laufzeit weder eine vorgegebene Ober- oder Untergrenze erreicht worden ist. Eine Erweiterung ist der sogenannte **Multiple-Double-Barrier-Lock-Out-Optionsschein**, der mehrere Ober- und Untergrenzen besitzt. Je mehr diese Grenzpaare durchstoßen werden, umso geringer ist die Auszahlung.

E.A.R.N. Dual-Range-Optionsscheine (Deutsche Bank): Diese Optionsscheine akkumulieren täglich einen vorher festgelegten Betrag, so lange sich der Kurs des Basiswertes

innerhalb einer vorgegebenen Bandbreite befindet. Außerhalb dieser Bandbreite akkumulieren diese Optionsscheine ebenfalls täglich den vorher festgelegten Betrag, nur mit negativem Vorzeichen. Beide Summen werden addiert und stellen, falls positiv, die Auszahlung dar.

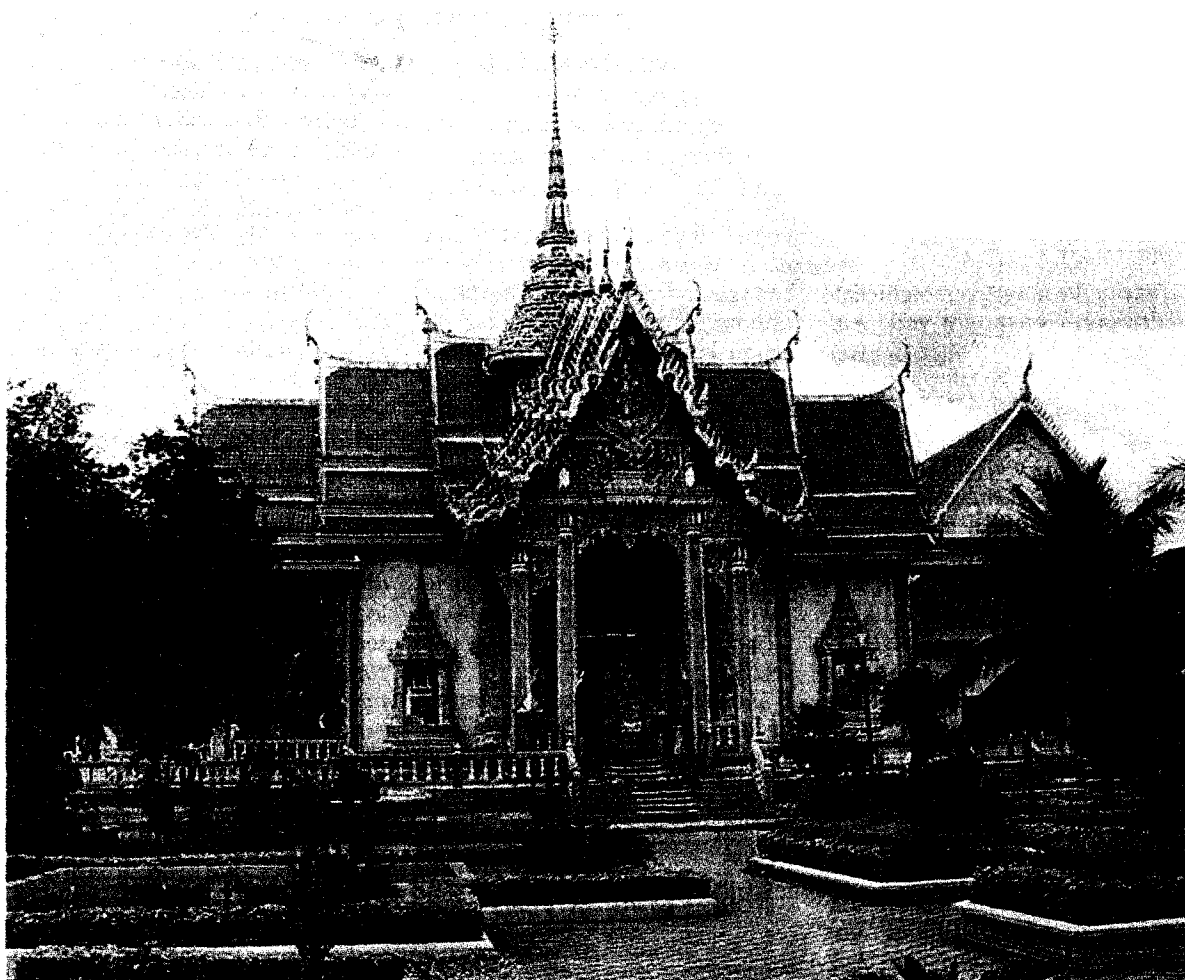
EKO (Bankers Trust): Falls sich der Kurs der Fremdwährung während der gesamten Laufzeit innerhalb einer vorgegebenen Bandbreite befindet, berechtigt dieser Optionsschein am Laufzeitende zum Bezug des Maximalwertes. Verlässt er die Bandbreite, verfällt der Optionsschein wertlos. Eine Variante dieses Optionsscheines ist der Sleepy, der

bei Verlassen der Bandbreite eine Prämie zahlt. In der Sprache der Financial Engineers handelt es sich um so genannte **Double-Barrier-Knock-out Best-of-Lookbacks** ohne bzw. mit Rebate.

Das Spekulationsmotiv steht im Vordergrund

Es sind kaum Situationen vorstellbar, in denen der Privatanleger sein Devisenkurs-Risiko mit derartigen Optionen absichern kann. Somit steht in den meisten Fällen das Spekulationsmotiv im Vordergrund. Die starke Prominenz von Digital-Optionen und deren direkten Verwandten, den Lock-Out-Optionen, die einer einfachen Marktschätzung entsprechen und auf Grund ihrer schwierigen Absicherung von professionellen Händlern oft gemieden werden, verstärkt diesen Eindruck noch. Banken bewerten diese Kontrakte üblicherweise in dem sogenannten „Garman-Kohlhagen-Modellrahmen“ unter Aufgabe der Annahme konstanter Volatilität der Fremdwährung; die spezifischen Umsetzungen dieses Modellrahmens dürften die Kenntnisse des Kleinanlegers in der Regel überschreiten.

Jürgen Topper ist Consultant im Bereich Financial and Commodity Risk Consulting bei Arthur Andersen.



Das Interesse an Investments in Exoten-Länder wie Thailand nimmt wieder leicht zu. Die solchen Transaktionen anhaftenden Devisenrisiken können durch den Einsatz von FX-Derivaten abgesichert werden.