

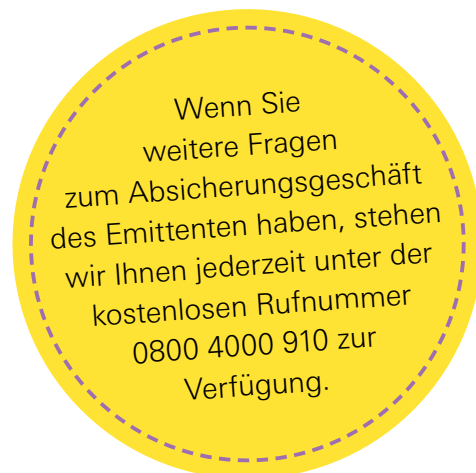
Knock-out – und dann?

Warum sich auch der Emittent
kein Knock-out-Ereignis
wünscht



Lesen Sie bitte die Rechtlichen Hinweise einschließlich der Werbehinweise unter „Kontakt & Service“. **Transaktionskosten und Ihr Depotpreis sind in der Darstellung nicht berücksichtigt und wirken sich negativ auf die Wertentwicklung der Anlage aus. Bitte beachten Sie die Beispielrechnung, die Sie in den Rechtlichen Hinweisen dieser Ausgabe finden.

Regelmäßig stellen wir fest, dass sich bei vielen Marktteilnehmern das hartnäckige Gerücht hält, dass der Emittent ein Knock-out-Ereignis herbeiwünscht. Der Emittent würde davon profitieren, da ihm dann das eingesetzte Kapital (Erwerbspreis = Briefkurs) des Wertpapier-Inhabers zufließt. Im folgenden Artikel wollen wir mit diesem Gerücht aufräumen und aufzeigen, dass auch der Emittent bei einem Knock-out-Ereignis häufig mit wirtschaftlichen Risiken umgehen muss.



Zu Beginn wollen wir einige allgemeine Erläuterungen zu den Knock-out-Produkten geben. Wir fokussieren uns dabei auf die Open End-Turbo-Call-Optionsscheine, welche zu der Familie der Hebelprodukte gehören und über eine Knock-out-Barriere verfügen. Open End-Turbo-Call-Optionsscheine partizipieren überproportional an der Kursbewegung des zugrundeliegenden Basiswerts (Aktie, Index etc.). Mit dem Typ „Call“ setzen Anleger auf steigende Kurse des Basiswerts. Sollte der zugrunde liegende Basiswert auf das Niveau des Basispreises (Knock-out-Barriere) fallen, findet das sogenannte Knock-out-Ereignis statt. In diesem Fall erleidet der Wertpapier-Inhaber einen wirtschaftlichen Totalverlust und erhält nach fünf Bankarbeitstagen 0,001 Euro pro Optionsschein gutgeschrieben.

Im Hinblick auf die Preisbildung müssen zwei unterschiedliche Größen beachtet werden: der Innere Wert und das Aufgeld. Der Innere Wert ist der Betrag, den der Wertpapier-Inhaber bei der Wahrnehmung seines Ausübungsrechts erhält. Im Falle eines Open End-Turbo-Call-Optionsscheins wird der Innere Wert wie folgt berechnet:

$$\begin{aligned} &\text{Innerer Wert} \\ &= \\ &(\text{Kurs des Basiswerts} - \text{Basispreis}) \\ &\times \\ &\text{Bezugsverhältnis} \end{aligned}$$

In der Praxis kommt es nicht häufig vor, dass der Wertpapier-Inhaber sein Ausübungsrecht wahrnimmt. Stattdessen erfolgt ein Verkauf des Open End-Turbo-Call-Optionsscheins entweder börslich oder außerbörslich zum Geldkurs. Ein Open End-Turbo-Call-Optionsschein kann zum Briefkurs gekauft und zum Geldkurs wieder verkauft werden. Geld- und Briefkurs können wie folgt bestimmt werden:

$$\begin{aligned} \text{Geldkurs} &= \\ &\text{Innerer Wert} + \text{Aufgeld} \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{Briefkurs} &= \\ &\text{Geldkurs} + \text{Spread} \end{aligned}$$

Aus der oberen Formel erkennt man, dass sich der Geldkurs aus dem Inneren Wert und dem Aufgeld zusammensetzt. In der Tabelle 1 sind die Ausstattungsmerkmale und Kursdaten von einem beispielhaften Open End-Turbo-Call-Optionsschein ersichtlich.

Tabelle 1:

Basiswert	HSBC Akademie-Aktie
Kurs Basiswert	100,00 EUR
Basispreis / Knock-out-Barriere	90,00 EUR
Bezugsverhältnis	1
Geldkurs	10,20 EUR
Briefkurs	10,22 EUR
Aufgeld	0,20 EUR
Hebel	9,78
Delta	1,00
Abstand Kurs Basiswert zur Knock-out-Barriere	10,00%

Lesen Sie bitte die Rechtlichen Hinweise einschließlich der Werbhinweise unter „Kontakt & Service“. **Transaktionskosten und Ihr Depotpreis sind in der Darstellung nicht berücksichtigt und wirken sich negativ auf die Wertentwicklung der Anlage aus. Bitte beachten Sie die Beispielrechnung, die Sie in den Rechtlichen Hinweisen dieser Ausgabe finden.



Der Innere Wert beträgt in diesem Beispiel 10,00 EUR, da der Basiswert 10,00 EUR über dem Basispreis notiert und das Bezugsverhältnis 1 ist. Um den Geldkurs zu ermitteln, wird ein Aufgeld von 0,20 EUR addiert. Unter Berücksichtigung von einem Spread von 0,02 EUR ergibt sich dann der Briefkurs in Höhe von 10,22 EUR (siehe Abbildung 1).

Abbildung 1: Preisbildung Open End-Turbo-Call-Optionsschein



Mit diesem Produkt kann der Anleger (absolut) 1:1 an der Kursbewegung des Basiswerts teilhaben. Dies sagt auch das Delta aus. Da für den Erwerb des Wertpapiers allerdings ein deutlich geringerer Kapitaleinsatz notwendig ist als für den direkten Erwerb der Aktie, entsteht die Hebelwirkung. Der Hebel von 9,78 gibt in diesem Fall an, dass der Kurs des Optionsscheins um 9,78 Prozent ansteigt, wenn der Kurs des Basiswerts um 1 Prozent ansteigt. Dies gilt andersherum, wenn der Kurs des Basiswerts fällt.

Kommen wir nun aber zum Aufgeld und dem Grund, warum der Emittent es erhebt. Wenn Sie dieses Produkt kaufen würden, profitieren Sie von steigenden Kursen des Basiswerts. Sie haben eine Long-Position in dem Produkt und der Emittent zunächst eine Short-Position, weil der Emittent das Produkt an den Anleger verkauft. Eine Long-Position profitiert in diesem Beispiel von steigenden Kursen, denn dann gewinnt das Produkt an Wert. Der Anleger kann in diesem Fall einen Kursgewinn erzielen. Die vom Emittenten gehaltene Short-Position verliert entsprechend an Wert. Im Umkehrschluss bedeutet das aber auch, dass der Emittent von fallenden Kursen des Produkts, und damit von fallenden Kursen des Basiswerts, profitiert.

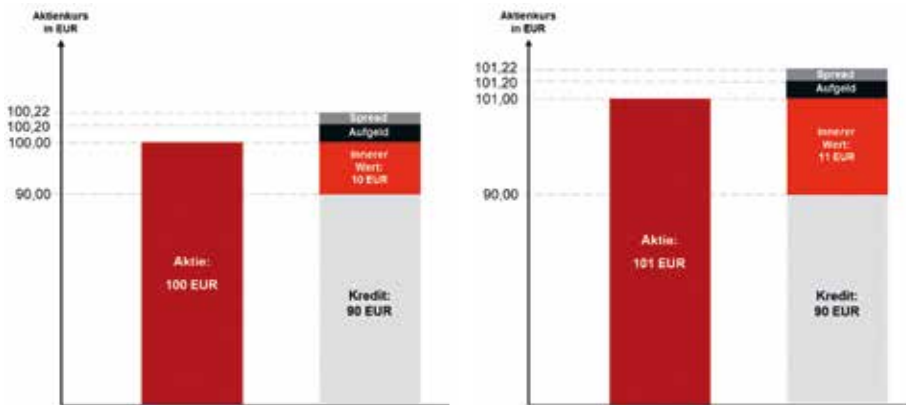
ABER: Grundsätzlich gilt, dass der Emittent beim Verkauf sämtlicher Derivate keine unkalkulierbaren Risiken eingehen möchte und daher seine Positionen absichert (sogenanntes Hedging). Der Emittent geht aus diesem Grund ebenfalls eine Long-Position ein, wenn ein Anleger dieses beispielhafte Wertpapier erwirbt. Beispielsweise kann der Emittent die Aktie kaufen, die diesem Wertpapier zugrunde liegt. Steigt diese Aktie um einen Euro, ist der Open End-Turbo-Call-Optionsschein 1 Euro mehr wert (der Anleger „gewinnt“ einen Euro). Da auch die Aktie, welche im Besitz des Emittenten ist, einen Euro im Wert ansteigt, hat der Emittent keinen direkten Gewinn oder Verlust. Der Kursgewinn der Aktie fließt nämlich nicht dem Emittenten zu, sondern wird an den Anleger, der das Produkt kauft, weitergereicht. Im rechten Diagramm der Abbildung 2 ist ersichtlich, dass der Innere Wert bei einem Kursanstieg von 100 EUR auf 101 EUR um 1 EUR ansteigt.

Umgekehrt, wenn die Aktie einen Euro verliert, sinkt der Wert des Optionsscheins um einen Euro und der Wert der Aktie ebenfalls. Der Anleger verliert einen Euro und der Emittent hat weder einen Gewinn noch einen Verlust. Die Aktie ist zwar einen Euro weniger wert und der Emittent verliert zunächst einen Euro. Da aber auch der Wert des Optionsscheins um einen Euro sinkt, reicht der Emittent den Verlust ebenso an den Anleger weiter wie zuvor den Gewinn. Im Endeffekt fällt der Kurs des Optionsscheins um einen Euro und der Anleger erleidet einen Kursverlust.

Für unser Beispiel erhält der Emittent 10,22 EUR aus dem Verkauf des Optionsscheins. Der Innere Wert beträgt dabei 10,00 EUR. Zusätzlich nimmt der Emittent einen Kredit in Höhe von 90,00 EUR auf, um insgesamt für 100,00 EUR die Aktie kaufen zu können (siehe Abbildung 2).

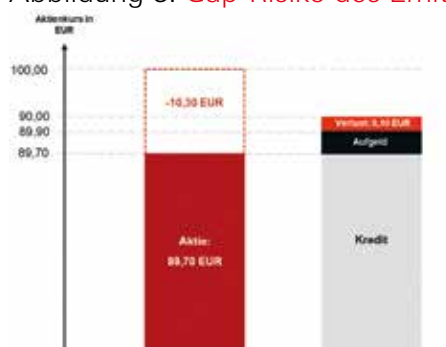
Wenn Sie weitere Fragen zum Absicherungsgeschäft des Emittenten haben, stehen wir Ihnen jederzeit unter der kostenlosen Rufnummer 0800 4000 910 zur Verfügung.

Abbildung 2: Kreditaufnahme Emittent



Fällt nun die Aktie auf die Knock-out-Barriere von 90,00 EUR, tritt das Knock-out-Ereignis ein und der Anleger erhält fünf Bankarbeitstage später einen Knock-out-Betrag in Höhe von 0,001 EUR je Optionsschein. Der Emittent muss dann allerdings möglichst zügig seine Aktie verkaufen und damit seine Hedging-Position auflösen, um den Kredit in Höhe von 90,00 EUR tilgen zu können. Fällt die Aktie allerdings sehr schnell oder über Nacht von knapp über 90,00 EUR auf deutlich unter 90,00 EUR erleidet der Emittent einen Verlust. Der Erlös aus dem Aktienverkauf ist dann nicht ausreichend, um den Kredit zurückzuzahlen. Für dieses Gap-Risiko („Übernacht-Risiko“) erhebt der Emittent daher das Aufgeld. Kann der Emittent die Aktie in diesem Beispiel für 89,70 EUR verkaufen, entsteht ihm zunächst ein Verlust von 0,30 EUR. Das Aufgeld fließt bei einem Knock-out-Ereignis allerdings komplett dem Emittenten zu, sodass sich der Verlust in diesem Beispiel auf 0,10 EUR reduziert. Der Spread reduziert hingegen die Verluste des Emittenten nicht, da dieser zur Kostendeckung der Absicherungsgeschäfte des Emittenten erhoben wird. Ist der Erlös aus dem Aktienverkauf noch geringer, so ist auch der Verlust des Emittenten höher. Natürlich kann es auch sein, dass der Emittent die Aktie für exakt 90,00 EUR verkaufen kann. In diesem Fall hätte der Emittent das Aufgeld vereinnahmt und in dieser Höhe einen Gewinn erzielt. Abbildung 3 zeigt diese Situationen.

Abbildung 3: Gap-Risiko des Emittenten

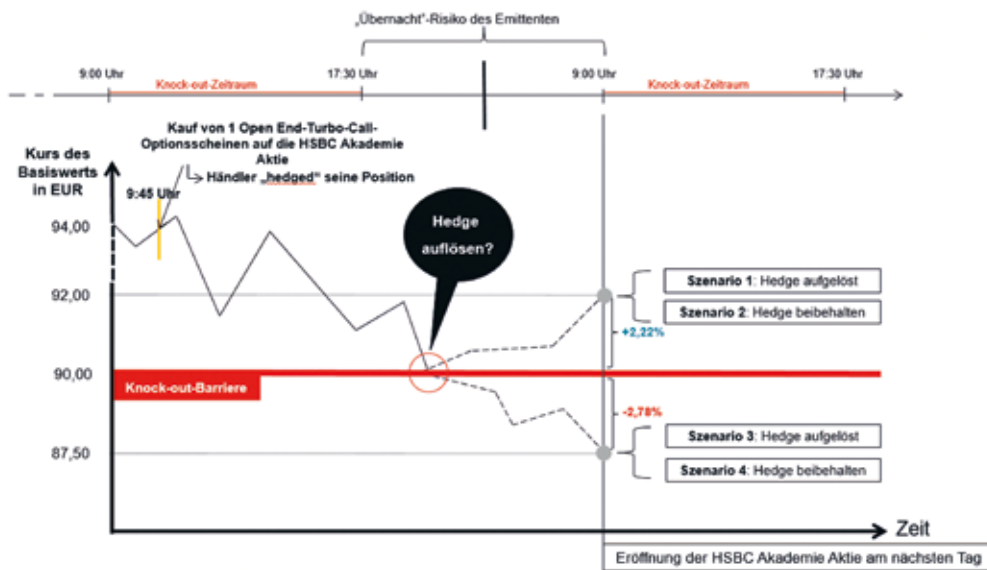


Tatsächlich geht der Emittent das Risiko ein, zu welchem Verkaufskurs er die Aktie verkaufen kann. Dadurch, dass dem Emittenten auch hohe Verluste drohen können, profitiert der Emittent nicht von einem Knock-out-Ereignis.

Das Gap-Risiko ist vor allem außerhalb der Handelszeiten der relevanten Referenzstelle bedeutsam. In Abbildung 4 ist ersichtlich, dass außerhalb der Handelszeiten der relevanten Referenzstelle die Aktie, beispielsweise an anderen Handelsplätzen, auf dem Niveau der Knock-out-Barriere notiert.



Abbildung 4: „Übernacht“-Risiko des Emittenten



Für den Fall, dass die Aktie am späten Abend oder frühen Morgen auf 90,00 EUR notiert, muss der Händler von HSBC entscheiden, ob der Hedge aufgelöst wird oder nicht. In jedem Fall sind zwei Szenarien zu unterscheiden. Zunächst kann es sein, dass die Aktie zur Eröffnung der relevanten Referenzstelle oberhalb der Knock-out-Barriere öffnet und das Produkt weiterläuft. In Szenario 1 wurde der Hedge aber aufgelöst und der Emittent macht einen Verlust von 2,00 EUR, da nun ein neuer Hedge erforderlich ist und die Aktie aber 2 EUR teurer ist. In Szenario 2 wurde der Hedge nicht aufgelöst und das Produkt läuft ohne Gewinne / Verluste für den Emittenten weiter.

Im anderen Fall eröffnet die Aktie bei 87,50 EUR und damit klar unter der Knock-out-Barriere. Anleger bekommen dann einen Knock-out-Betrag in Höhe von 0,001 EUR je Optionsschein. In Szenario 3 hat der Händler den Hedge rechtzeitig schon bei 90,00 EUR aufgelöst. In diesem Fall hat der Emittent das Aufgeld vereinnahmt. In Szenario 4 wurde der Hedge aber nicht aufgelöst. Dies ist nun zu einem Kurs von 87,50 EUR erforderlich. Damit erhält der Emittent 2,50 EUR weniger, als zur Tilgung des Kredits erforderlich wäre. Abzüglich des Aufgeldes entsteht ihm noch ein Verlust in Höhe von 2,30 EUR. Dieser Verlust entsteht für den Emittenten, weil der Anleger niemals „nachschießen“ muss.

Dadurch, dass dem Emittenten hohe Kosten entstehen können, wenn Produkte ausknocken, kann nicht davon die Rede sein, dass ein Knock-out-Ereignis vom Emittenten herbeigewünscht wird. Der Emittent verdient nicht daran. Gleiches gilt für den Spread: Der Emittent muss seinerseits für seine Absicherungsgeschäfte, wenn er Aktien kauft und verkauft, einen Spread bezahlen. Dem entsprechend dient die Vereinnahmung eines Spreads für Produkte von HSBC grundsätzlich der Kostendeckung der Absicherungsgeschäfte des Emittenten und nicht der Gewinnerzielung.

Unsere Marge erheben wir im Übrigen über die Anpassung des Basispreises und der Knock-out-Barriere. Dies kann transparent auf unserer Homepage eingesehen werden und ist zudem in einem weiteren Akademie-Artikel erklärt.

