



Foto: istockphoto

Reverse Bonus – Umdenken reicht nicht

Die Unsicherheit vieler Kunden beflügelt den Absatz von Reverse Bonuszertifikaten. Die Papiere sind aber nicht bloß ein Spiegelbild der klassischen Variante, sondern deutlich komplexer. Bei der Risikoanalyse müssen Berater neben Barriere und Aufgeld unbedingt noch weitere Aspekte berücksichtigen

von Sebastian Gertler, DZB im Vertrieb



Sebastian Gertler,
Prokurist Zertifikateberater GmbH

Klassische Bonuspapiere haben nach den schlechten Erfahrungen vieler Kunden derzeit einen schweren Stand. Dagegen sind Reverse Bonuszertifikate im Beratungsgeschäft immer stärker gefragt. Mit Blick auf die anhaltende Eurokrise und die sich abzeichnende Konjunkturabkühlung ist dies wenig überraschend, da sie zu den wenigen Anlageprodukten gehören, mit denen Börsenverluste in eigene Gewinne umgewandelt werden. Der klassische Bonusmechanismus wird dabei einfach umgedreht: Der Risikopuffer schützt nicht vor Kursverlusten, sondern vor etwaigen Kursanstiegen und der Kunde partizipiert nicht an steigenden, sondern an fallenden Kursen. Der Kunde bekommt damit ein Instrument an die Hand, mit dem er gezielt auf nachgebende Kurse setzen, oder mit dem er sein Depot gegen eben jene Börsenverluste absichern kann. Denn während die übrigen (Long-)Positionen in diesem Fall an Wert verlieren würden, könnte das Reverse-Produkt Gewinne verzeichnen. Ein schlichtes Umdenken von Nord nach Süd greift bei dieser Struktur allerdings zu kurz. Bereits die Konstruktion zeigt erhebliche Unterschiede: Während beim klassischen Bonus der Basiswert lediglich mit einer Barriere-Option kombiniert wird, liegt der theoretischen Reverse-Bauweise als Hauptbestandteil eine Put-Option zugrunde. Dadurch erhält der Emittent keine

Dividenden, die er zur attraktiven Produktgestaltung nutzen kann. Im Gegenteil: Je höher die Dividendenerwartung, desto teurer die Put-Option, die für die Struktur gekauft werden muss. Emittenten können die Produkte aus diesem Grund vor allem dann attraktiv darstellen, wenn der Basiswert wenig oder gar keine Dividenden ausschüttet oder diese reinvestiert werden wie beim Dax (detailliertere Erläuterungen im Webinar). Bei Reverse Bonuszertifikaten kommen zudem zwei weitere Kursmarken ins Spiel, deren Bedeutung nicht unterschätzt werden darf: Basispreis und Reverselevel.

Gefahr überproportionaler Verluste

Der Basispreis kann als Startpunkt des Investments betrachtet werden. Steigt der Basiswert von hier aus, ist das für den Anleger negativ. Jedoch schützt ihn der Puffer nach oben vor sofortigen Verlusten. Erst wenn die Barriere gebrochen ist, werden Kursanstiege in Verluste umgemünzt. Der Totalverlust tritt ein, wenn der Basiswert vom Basispreis aus um 100 Prozent steigt. Dieser „Nullpunkt“ wird vom sogenannten Reverselevel markiert, das folgerichtig immer dem zweifachen Basispreis entspricht (Basispreis plus 100 %). Je tiefer diese beiden Marken angesetzt sind, desto größer fallen Verluste nach einem Barrierebruch aus. Denn die Totalverlustschwelle ist dann schneller erreicht. Kennzahlen, die dabei

helfen, das aus dem Reverselevel resultierende Risiko zu quantifizieren, gibt es allerdings kaum. Eine Möglichkeit bietet der sogenannte *Leverage Faktor* (LF), der auf der Intermediärs-Plattform für Sekundärmarktprodukte Derifin (www.derifin.de) ausgewiesen wird. Die Kennzahl ist ein Indikator dafür, wie schnell das Zertifikat wertlos wird. Je höher der LF, desto früher tritt der Totalverlust ein. Dazu zwei Beispiele: Ein Capped Reverse Bonus auf den Dax mit der WKN DX25QQ läuft bis zum 20. Dezember 2013. Die Barriere liegt bei 8.600 Punkten, der Reverselevel bei 14.000 Punkten. Um dieses Niveau zu erreichen, müsste der Dax von aktuell rund 7.152 Zählern um 95,7 Prozent steigen. Das Reverse-Papier würde dann 100 Prozent verlieren – ein gehebelter Verlust von 104,4 Prozent (LF: 104,4). Bei gleicher Laufzeit und identischer Barriere bietet ein scheinbar ähnliches Produkt (DX-25QN) ein deutlich höheres Renditepotenzial (16,4 vs. 7,7 %) und scheint damit auf den ersten Blick überlegen. Der niedrigere Reverselevel von nur 12.000 Punkten sorgt bei diesem aber für einen Leverage Faktor von 147,5 und damit für ein erheblich größeres Risiko. Für die Produktselektion gilt damit: Papiere mit tieferem Reverselevel sind bei sonst gleichen Konditionen risikoreicher.

Das Aufgeld ist schwer zu erkennen

Das Reverselevel hilft darüber hinaus, einen weiteren potenziellen Risikofaktor des Zertifikats zu ermitteln: Das Aufgeld. Dazu muss zunächst der innere Wert eines Produkts errechnet werden. Er entspricht der Differenz aus Reverselevel und aktuellem Basiswertkurs (bereinigt um das Bezugs-

verhältnis). Notiert der Briefkurs des Zertifikats darüber, weist das Papier ein Aufgeld auf. Wie bei klassischen Bonuspapieren führt das im Falle eines Barrierebruchs zu einem erhöhten Verlust. Deshalb sollten Berater auf niedrige Aufgelder achten, um überproportionale Verluste zu vermeiden. Aufgrund der aufgezeigten Rechenschritte ist ein solches bei Reverse-Papieren aber schwerer zu erkennen. Einige Zertifikateportale weisen die wichtige Kennzahl aber auch für diese Produkte im Internet aus.

Wie sicher ist der Puffer nach oben?

Neben Reverselevel und Aufgeld spielt der Sicherheitspuffer natürlich eine ebenso entscheidende Rolle für das Risiko-profil. Vor allem weil nur wenige Kunden bislang in der Situation waren, dass starke Kursanstiege für ihr Investment eine Gefahr darstellen. Dies kann dazu führen, dass das Risiko eines schnellen, heftigen Kursanstiegs unterschätzt und der Puffer zu klein gewählt wird. Ereignisse, die zu einem schnellen Markteinbruch führen, lassen sich in den vergangenen Jahren reihenweise finden. Sich potenzielle Auslöser einer rasanten Kursrallye vorzustellen, fällt hingegen schwerer. Ein historischer Barriere-test zum Dax zeigt jedoch, dass ein großer Puffer für Reverse-Produkte sogar noch wichtiger ist als für herkömmliche Bonusstrukturen. Dem Test liegen fiktive Reverse Bonuszertifikate und klassische Bonuszertifikate auf den Dax mit unterschiedlicher Restlaufzeit (3 bis 24 Monate) und unterschiedlichen Risikopuffern (zehn bis 40 %) zugrunde. Es werden tägliche Investments ab 1990 simuliert. Für jede Puffer-Laufzeit-

DZB Webinar am 6. Dezember

Zu jedem Artikel der *DZB Akademie* präsentieren wir in einer kostenfreien 45-minütigen Online-Schulung zusätzliche Hintergrundinformationen. Am **Donnerstag, 6. Dezember**, gehen wir detailliert auf die Konstruktion von Reverse Bonuszertifikaten ein:

- Konstruktion und Laufzeitverhalten
- Detailliertes Backtesting
- Wichtige Kennzahlen

Beginn ist um 16.00 Uhr. Die Präsentation können Sie bequem vor dem Bildschirm verfolgen.

Registrierung jetzt möglich auf:
www.zertifikateberater.de/webinar

Kombination wird anschließend die Wahrscheinlichkeit dafür ausgewertet, dass die Barriere reißt und der Bonusmechanismus somit verfällt. Das Ergebnis ist erstaunlich, aber eindeutig: Beinahe über die gesamte Bandbreite der verschiedenen Laufzeiten und Puffer wären die Barrieren von Reverse-Papieren deutlich häufiger gebrochen worden als die der herkömmlichen Bonusstrukturen. Die Grafik zeigt, dass insbesondere in der beratungsrelevanten 12-Monats-Kategorie die Wahrscheinlichkeit im Schnitt um 15 Prozentpunkte höher liegt. Der Umstand, dass sich der Aktienmarkt langfristig tendenziell positiv entwickelt, sollte bei der Wahl des Puffers deshalb ebenso berücksichtigt werden wie die kurstreibende Wirkung, wenn – wie etwa beim Dax – Dividenden reinvestiert werden.

Backtest: Barrierebrüche bei Reverse- und Klassik-Bonus mit gleicher Puffergröße Basiswert: Dax; Zeitraum: 1990 bis Sept. 2012

Puffer nach oben / unten	Anteil Barrierebrüche nach Laufzeiten in %					Art
	3 Mon.	6 Mon.	12 Mon.	18 Mon.	24 Mon.	
10%	32,1	51,8	67,5	75,4	78,9	Reverse
-10%	23,9	34,9	44,2	49,0	52,1	Klassik
20%	6,3	21,6	48,0	60,6	69,2	Reverse
-20%	9,1	18,2	29,0	30,2	32,6	Klassik
30%	1,4	8,3	28,0	46,5	58,2	Reverse
-30%	3,6	9,2	17,3	22,1	26,3	Klassik
40%	0,1	3,0	16,8	32,5	45,1	Reverse
-40%	0,0	1,7	9,9	17,8	20,5	Klassik

Quelle: DZB Research

Der Backtest zeigt ein eindeutiges Ergebnis: Ein Puffer „nach unten“ ist bei gleichem Abstand deutlich mehr wert als ein Puffer „nach oben“. Historisch betrachtet wären die Barrieren bei Reverse Bonuszertifikaten auf den Dax spürbar häufiger gerissen worden als bei der klassischen Variante. Beispiel: Ein 30-prozentiger Puffer nach unten hätte von 1990 bis heute in 26,3 Prozent der berechneten Zeiträume nicht ausgereicht. Nach oben liegt die Quote mit Barriereverletzung aber sogar bei 58,2 Prozent. Außerdem zu beachten: Beim Dax erhöhen die reinvestierten Dividenden das Barriererisiko.