

Derivate: Baisse als Lehrstück



Von Katinka Gyomlay
Lic. rer. pol., Wirtschaftsjournalistin

Die turbulente Börsenlage bietet für strukturierte Produkte derzeit ein Lehrstück par excellence. Viele Anleger erkennen erst jetzt – und dies auf schmerzliche Weise – wie die Abhängigkeiten zwischen Renditechancen, Sicherheitspuffer und Barrierefestsetzung zusammenspielen.

Die Baisse an den Börsen hat dazu geführt, dass die als sicher geglaubten Barrieren in vielen Zertifikaten unterschritten wurden. Je nach Schätzungen und Produktkategorie betrifft dies seit Beginn der Turbulenzen zwischen 10 und 33% der Angebote. In der ursprünglichsten Form sind es Warrants, die quasi mit Erreichen des Knock-outs zu Boden gehen und wertlos verfallen. Mit der Ausweitung der Produktkategorien ist unterdessen eine Vielzahl von Derivaten in unterschiedlicher Weise an die Abwärtsbewegung des Basiswertes gekoppelt.

Knock-in erreicht

So etwa die zu den Partizipationsprodukten zählenden Bonus-Zertifikate. Bonus-Zertifikate, die von den Anbietern gerne als «bessere» Aktien oder

Einsteigerprodukte bezeichnet werden, sind zurzeit vor eine Bewährungsprobe gestellt. Denn die Bonuszahlung ist nur bis zum sogenannten Knock-in gesichert. Wird die Barriere während der Laufzeit durchbrochen, wandelt sich das Bonus- zum einfachen Tracker-Zertifikat und vollzieht gemäss einem direkten Investment die Bewegung des Basiswerts eins zu eins nach.

Risiko, den Bonus zu verlieren

Nur sofern der Underlying die festgesetzte Barriere während der Laufzeit kein einziges Mal unterschreitet, besteht bei Fälligkeit Anspruch auf die Bonuszahlung. Dieser wird bei der Emission des Bonuspapiers festgelegt. Das Risiko, den Bonus zu verlieren, hängt daher von der Volatilität des Basiswerts und der Laufzeit respektive der Restlaufzeit des Zertifikats ab.

Im Falle, dass am Ende der Laufzeit der Kurs des Basiswertes über dem Bonuslevel notiert, partizipiert man unbeschränkt und eins zu eins an den Gewinnen. Nicht partizipieren kann der Investor an Dividendenauszahlungen. Denn über diese wird unter anderem das Konstrukt von der Emissionsbank finanziert. So gesehen, verzichtet der Investor auf die Ausschüttungen und «erkauft» sich damit die Bonuschance im Falle eines seitwärts verlaufenden Basiswerts.

Puffer reicht nicht aus

Durch die heftigen Kurseinbrüche ist nun eingetroffen, was viele in ihrer Kalkulation nicht einbezogen haben. Lag der Sicherheitspuffer beim Kaufzeitpunkt 10 bis 30% unter dem aktuellen Kursniveau, so ist die Barriere – insbesondere im Falle von Finanztiteln – unterschritten. Die gängigen Puffer reichen für das eingetretene Abwärts-szenario nicht mehr aus. Andererseits gehen hohe Sicherheitspuffer zulasten attraktiver Bonuszahlungen. Eine faire Abgeltung für den eingebauten Schutzmechanismus besteht demnach nur in einem stagnierenden oder leicht

fallenden Verlauf des Basiswerts, nicht aber in stark fallenden Märkten.

Es zeigt sich, dass erst durch das Durchspielen aller möglichen Szenarien diese Zusammenhänge für den Privatanleger richtig nachvollziehbar werden. Aus diesem Grunde hat das Bankinstitut der Universität Zürich hier Forschungsarbeit geleistet und sich mit der Darstellung der Funktionsweise von Derivaten befasst. Entstanden ist in Zusammenarbeit mit dem Institut für Informatik und der Zürcher Hochschule der Künste ein Prototyp eines interaktiven Beratungsmodells, welches Privatanlegern auf anschauliche Weise Funktion und Szenarien dieser Instrumente näherbringen will.

Reaktion auf Bärenmarkt

Auf welchen Sicherheitspuffern die verschiedenen Arten strukturierter Produkte basieren, zeigt sich auch im Performancevergleich. Nach Berechnungen der Ratingagentur Scope Analysis haben in Deutschland klassische Discount-Zertifikate mit ihrer eingebauten Gewinnbegrenzung nach oben auf den Dax im Januar 2008 knapp 4% an Wert verloren. Im Vergleich dazu büsste der Dax 15% ein. Auch am «schwarzen Montag», als der deutsche Leitindex 7% einbüsste, behielt jedes fünfte Discount-Zertifikat einen Sicherheitspuffer von mehr als 25%.

Dies im Gegensatz zu den erwähnten Bonus-Zertifikaten. Mit 13% verloren die auf den Index laufenden Zertifikate im Durchschnitt fast so viel wie der Index selber. Nach Berechnungen der Agentur hat damit jedes achte untersuchte Bonus-Zertifikat die Barriere nach unten durchbrochen. Wer dagegen auf fallende Märkte spekuliert hat, konnte mit Reverse-Bonus-Zertifikaten überproportional aufholen: Aufgrund der höheren Volatilität betrug der Kurssprung im Vergleichsmonat gar 27%. ●