

# Chancen und Risiken von Bonuszertifikaten

Projektarbeit des 1. Studienjahrs  
Studiengang BWL-Bank



Autorin: Anja Jaufmann  
Herausgegeben von Wolf Wössner  
Mosbach, im Februar 2020

ISBN: 978-3-943656-15-2



## Vorwort

Vor vierzig Jahren, im Jahr 1980, wurde die Berufsakademie Mosbach gegründet und im Oktober 1981 nahmen die ersten neun Studierenden in der seinerzeitigen Fachrichtung Bank ihr duales Studium auf. Inzwischen haben sich mehr als 1.600 Abiturientinnen und Abiturienten für dieses anspruchsvolle Studienmodell entschieden. Im Oktober 2020 werden wir die Studienanfänger des inzwischen 40. Jahrgangs begrüßen können.

Aus Anlass des runden Geburtstages der Berufsakademie Mosbach, die inzwischen zur Dualen Hochschule Baden-Württemberg Mosbach umgewandelt wurde, veranstaltet der Studiengang BWL-Bank in diesem Jahr zwei Veranstaltungen. Am 6. Mai 2020 findet unter dem Kooperationsdach „watch.it“, einer Plattform, die Wissenschaft und Praxis aus den Schnittstellenbereichen Banking und Finance und Informationstechnologie zusammenbringen will, die 2. Konferenz unter dem Motto „Digitale Geschäftsmodelle und –prozesse in der Finanzwirtschaft“ statt. Am 22., 23. und 29. April 2020 veranstalten wir im Format „Open Lectures“ – Vorlesungen, die allen Interessierten offen stehen – einen Vorlesungsreigen zum Thema: „Asset Management in Zeiten von Negativzinsen, Regulierungswahn und Digitalisierung“.

Es ist uns eine große Freude, dass im Kreis der Referenten und Key Note Speaker für diese beiden Veranstaltungen sehr viele Absolventen des Studiengangs zu finden sind. Da der Vorlesungszyklus zum Thema Asset Management ausschließlich im Zeichen unserer Absolventen steht, haben wir diese als „Open Alumni Lectures“ benannt! Aber auch für unsere Digitalkonferenz haben wir zwei Absolventen als Key Note Speaker gewinnen können. Diese hohe Präsenz kommt nicht von ungefähr, ist doch die Liste unserer Absolventinnen und Absolventen, die in Banken und Sparkassen, aber auch in Verbänden und im banknahen Brancheumfeld Karriere gemacht haben, ebenso lang wie eindrucksvoll.

In der Zeit seines Bestehens hat sich der Studiengang BWL-Bank beständig gewandelt. Schon früh haben wir z.B. im Jahr 2015 die Auswirkungen des digitalen Wandel auf die Bank- und Finanzbranche in den Blick genommen und unser Studienmodell grundlegend neuausgerichtet. Dabei ist ein neues Schwerpunktfach „Digital Finance“ Kern unseres Konzepts, mit dem wir dem bankwirtschaftlichen Nachwuchs ein Rüstzeug für die veränderten Rahmenbedingungen im Bankgeschäft mit auf den Weg geben möchten.

Die Vermittlung anspruchsvoller bankfachlicher Kompetenzen bleibt freilich der unveränderliche Markenkern unseres Studiums. Hierzu zählen nicht zuletzt die Grundlagen zum Wertpapiergeschäft und dabei insbesondere die Produkte, die hier eine wichtige Rolle spielen. Neben den klassischen Wertpapierarten wie Aktien, festverzinslichen Wertpapieren oder Investmentfonds verlangt der Markt nach „intelligenten Produkten“, die in Zeiten von Null- oder Minuszins positive Erträge versprechen und gleichzeitig einen gewissen Schutz vor Verlusten in widrigen Marktphasen bieten. Das macht z.B. ein Segment aus diesem Spektrum, die sogenannten Bonuszertifikate, gerade auch für vermögende Privatkunden interessant. In der vorliegenden Projektarbeit werden die derivativen Komponenten und ihr Zusammenwirken bei diesem Zertifikatetyp dargestellt und Handlungsempfehlungen für einen kundengerechten Einsatz aufgezeigt. Die gleichermaßen substanzstarke wie transparente Arbeit belegt, dass sich selbst recht komplexe Zusammenhänge überaus verständlich und klar darstellen lassen.

Prof. Wolf Wössner

Prof. Dr. Jens Saffenreuther



Anja Jaufmann

## Inhaltsverzeichnis

<b>Vorwort</b> .....	1
<b>Inhaltsverzeichnis</b> .....	3
<b>1 Einleitung</b> .....	4
<b>2 Theoretische Grundlagen</b> .....	5
2.1 Zertifikate als Anlageklasse.....	5
2.2 Optionen als Bestandteil von Zertifikaten.....	6
2.3 Zertifikatetypern und Einordnung von Bonuszertifikaten .....	7
<b>3 Charakteristika von Bonuszertifikaten</b> .....	9
3.1 Ausstattungsmerkmale und Kennzahlen .....	9
3.1.1 Basiswert .....	10
3.1.2 Bezugsverhältnis.....	10
3.1.3 Barriere, Risikopuffer und Bonusrendite .....	11
3.1.4 Bonuslevel.....	12
3.1.5 Laufzeit .....	12
3.2 Konstruktion und Auszahlungsprofil .....	13
3.3 Auszahlungsszenarien am Laufzeitende .....	15
3.4 Kurseinflussfaktoren während der Laufzeit .....	18
3.4.1 Kurs des Basiswertes.....	19
3.4.2 Implizierte Volatilität des Basiswertes .....	19
3.4.3 Dividendenerwartung des Basiswertes.....	20
3.4.4 Entwicklung der Kapitalmarktzinsen.....	20
3.4.5 Restlaufzeit der Zertifikate .....	20
3.5 Varianten von Bonuszertifikaten .....	21
3.5.1 Multi Bonuszertifikate .....	21
3.5.2 Reverse Bonuszertifikate.....	21
3.5.3 Bonus-Pro-Zertifikate.....	22
<b>4. Chancen und Risiken von Bonuszertifikaten aus Anlegersicht</b> .....	22
4.1 Chancen aus Anlegersicht .....	22
4.2 Risiken aus Anlegersicht .....	23
<b>5. Handlungsempfehlungen</b> .....	25
<b>6. Schlussbetrachtung</b> .....	26
<b>Literaturverzeichnis</b> .....	27

## 1 Einleitung

Seit fast dreißig Jahren<sup>1</sup> sind Zertifikate ein fester Bestandteil des Kapitalmarkts und haben inzwischen eine beeindruckende Größenordnung erreicht. Das gesamte Zertifikatevolumen beträgt hierzulande Stand Juni 2019 ca. 73,5 Mrd.<sup>2</sup> Verglichen mit dem Vorjahr entspricht dies einem Anstieg von mehr als vier Prozent. Aufgrund der Vielzahl an unterschiedlichen Arten und Ausgestaltungsmöglichkeiten sind Zertifikate prinzipiell für verschiedene Anleger interessant. Sowohl für risikoaffine Anleger als auch sicherheitsbewusste Anleger besteht eine große Bandbreite an Anlagemöglichkeiten. Sie reicht von Produkten, die vollständigen Kapitalerhalt versprechen, über Anlagezertifikate mit Teilschutz auf das eingesetzte Kapital bis hin zu Hebelzertifikaten, mit welchen sich hoch spekulative Strategien verfolgen lassen.

Der Aktienmarkt ist bekanntermaßen recht volatil, etwa im Zuge von politischen Beeinträchtigungen, wie zum Beispiel dem Handelskonflikt zwischen den USA und China oder den Austrittsverhandlungen in Großbritannien. Mithilfe von geeigneten Produkten können Anleger aber trotz volatiler Basismärkte dennoch positive Renditen erzielen. Eine Möglichkeit hierfür bieten die im Jahr 2003 entwickelten Bonuszertifikate, welche nicht nur in Deutschland, sondern auch in Österreich einen Boom am Zertifikatemarkt auslösten.<sup>3</sup> Der Vertriebs Erfolg hält bis heute an. Dies spiegelt sich in den aktuellen Börsenumsätzen wider. Danach zählten Bonuszertifikate im Juli 2019 im Zertifikatespektrum zu den umsatzstärksten Produkten. Ihr Anteil am gesamten Zertifikatevolumen lag zuletzt bei 11,1 Prozent.<sup>4</sup>

Bonuszertifikate stellen eine Lösung dar, um die Schwächen anderer Anlageformen, wie beispielsweise der Direktinvestition, zu beheben, indem sie die Chance auf hohe Renditen mit einer Schutzfunktion vor fallenden und seitwärtslaufenden Kursen innerhalb eines Zertifikats vereinen.

Ziel dieses Beitrags ist es, Grundkenntnisse über Zertifikate als Anlageform zu vermitteln und speziell Bonuszertifikate hinsichtlich ihrer Konstruktion, ihrer Funktionsweise und ihrer Chancen und Risiken zu analysieren. Hierbei liegt der Fokus auf der Sichtweise des Anlegers, während die des Emittenten nicht berücksichtigt wird. Im Zusammenhang mit dieser Analyse stellen sich zwei Fragen: Zum einen, mit welchen charakteristischen Merkmalen und Kennzahlen Bonuszertifikate ausgestattet sind und zum anderen, welche Chancen und Risiken Bonuszertifikate aus Sicht des Anlegers mit sich bringen können. Die klassische Variante der Bonuszertifikate steht dabei im Mittelpunkt.

Zunächst werden die theoretischen Grundlagen dargestellt, indem die relevanten Basisbestandteile von Zertifikaten erläutert und danach ausgewählte Zertifikatetypen vorgestellt werden. Die darauffolgenden Ausführungen beschäftigen sich ausführlich mit der Charakteristik von Bonuszertifikaten und stellen somit den ersten Schwerpunkt der Arbeit dar. Es werden die Ausstattungsmerkmale erläutert, die für die weitere Diskussion von

---

<sup>1</sup> Im Jahre 1989 wurde von der Dresdner Bank (heutige Commerzbank) als erstes Zertifikat ein Indexzertifikat auf den DAX ausgegeben. Vgl. DDV (Hrsg.) (o. J.), S. 1.

<sup>2</sup> Vgl. DDV (Hrsg.) (2019b), S. 2.

<sup>3</sup> Vgl. DDV (Hrsg.) (o. J.), S. 2.

<sup>4</sup> Vgl. DDV (Hrsg.) (2019a), S. 2-6.

Bedeutung sind. Außerdem soll die Konstruktion und Funktionsweise in einem theoretischen Zahlenbeispiel anhand einer Szenariobetrachtung näher beleuchtet werden. Anschließend werden die gängigsten Einflussfaktoren, die während der Laufzeit auf den Kurs von Bonuszertifikaten einwirken können, erläutert und ausgewählte Varianten von Bonuszertifikaten vorgestellt. Der zweite Schwerpunkt dieses Beitrags widmet sich der Auswertung von Chancen und Risiken. Danach erfolgt eine Bewertung des Produkts aus Anlegerperspektive. Abschließend werden die erarbeiteten Erkenntnisse und Ergebnisse innerhalb der Schlussbetrachtung zusammengefasst.

## 2 Theoretische Grundlagen

### 2.1 Zertifikate als Anlageklasse

Zertifikate werden den „strukturierten Produkten“<sup>5</sup> zugeordnet. Als strukturiert werden sie deshalb bezeichnet, da sie aus mehreren, mindestens jedoch aus zwei, am Markt existierenden Finanzprodukten zusammengestellt werden und hieraus neue Strukturen mit neuen Eigenschaften entstehen.<sup>6</sup> Demnach bestehen Zertifikate wirtschaftlich gesehen aus zwei Komponenten. Zum einen aus einem Basiswert, der an einem Kassamarkt<sup>7</sup> gehandelt wird (z.B. eine Aktie). Zum anderen aus einem derivaten Instrument, das auf einem Terminmarkt<sup>8</sup> gehandelt wird.<sup>9</sup> Der Wert eines Derivats hängt von der Wertentwicklung anderen Finanzprodukts ab.<sup>10</sup> Derivate können z.B. von einem Kursanstieg oder -verfall eines Basiswerts profitieren und sind maßgeblich dafür, dass Zertifikate „marktspezifisch und kundenorientiert“<sup>11</sup> ausgestaltet werden können. Dabei bieten Derivate die Möglichkeit, Preisrisiken des Basiswerts abzuspalten und gesondert zu handeln, um so eine gewisse Kapitalabsicherung zu gewährleisten. Zum anderen können Gewinne optimiert werden.<sup>12</sup> Da die Komponenten jedoch nicht einzeln handelbar sind, verbietet das Zertifikat letztendlich die Kombination dieser beiden Finanzkomponenten als eigenständiges Wertpapier, wie beispielsweise Derivate auf Aktien.<sup>13</sup> Die Laufzeit von Zertifikaten erstreckt sich in der Regel über mehrere Jahre, wobei meist ein fester Zeitpunkt für das Laufzeitende definiert wird. Für den Sonderfall, dass die Laufzeit unbegrenzt ist, wird von Open-End-Zertifikaten gesprochen.

Neben dem börsennotierten Handel besteht die Möglichkeit eines sog. „Over-the-Counter-Handels“ (OTC-Handel), bei dem der Geschäftsabschluss telefonisch stattfindet.<sup>14</sup> In der Regel stellt der Emittent oder ein Dritter, beispielsweise ein Market Maker, während

---

<sup>5</sup> Brechmann u. a. (2008), S. 13.

<sup>6</sup> Vgl. DDV (Hrsg.) (2019c), S. 1.

<sup>7</sup> Werden auch als Spotmarkt bezeichnet. Kauf oder Verkauf findet sofort zum gegenwärtigen Kurs statt. Vgl. Bösch (2014), S. 5

<sup>8</sup> Kauf oder Verkauf findet zu einem späteren, festgelegten Zeitpunkt zu einem bestimmten Kurs statt. Vgl. Hull (2012), S. 28.

<sup>9</sup> Vgl. HSBC Trinkaus & Burkhardt AG (Hrsg.) (2016), S. 158 f.

<sup>10</sup> DDV (Hrsg.) (2019c), S. 1.

<sup>11</sup> Brechmann u. a. (2008), S. 16.

<sup>12</sup> Vgl. Brechmann u. a. (2008), S. 23.

<sup>13</sup> Bösch (2014), S. 5; Vgl. Juraj/ Hunziker (2010), S. 24.

<sup>14</sup> Vgl. Hull (2012), S. 26 f.

der Laufzeit täglich die Kauf- und Verkaufspreise für die Zertifikate zur Verfügung. Es besteht allerdings keine Verpflichtung dazu.<sup>15</sup>

Nach ihrer rechtlichen Struktur sind Zertifikate Inhaberschuldverschreibungen<sup>16</sup> des jeweiligen Emittenten<sup>17</sup> und verbriefen keine Eigentumsrechte, sondern den Anspruch auf die Rückzahlung eines Geldbetrages (Cash Settlement). Alternativ kann der Emittent statt der Zahlung auch die physische Lieferung des Basiswertes (Physical Delivery)<sup>18</sup> festlegen, wobei die entsprechende Anzahl an Basiswerten, meist Aktien, geliefert und in das Depot eingebucht werden.<sup>19</sup>

Schuldverschreibungen sind üblicherweise mit einer laufenden Verzinsung und einer Rückzahlung zum Nennwert ausgestattet.<sup>20</sup> Dagegen ist die Rückzahlung von Zertifikaten, je nach Zertifikatetyp, an bestimmte Bedingungen geknüpft, welche von der Kursentwicklung des Basiswertes abhängig sind und die in der Regel zum Laufzeitende erfüllt sein müssen.<sup>21</sup> Grundsätzlich wird zwischen drei Auszahlungsstrukturen differenziert: einer konkaven, einer konvexen und einer linearen, wobei sich folgende Arbeit auf letztere beschränkt, da diese auf Bonuszertifikate zutrifft.<sup>22</sup>

## 2.2 Optionen als Bestandteil von Zertifikaten

Derivate stellen einen wesentlichen Bestandteil von Zertifikaten dar. Zu den gängigsten Derivaten gehören neben den Futures die Optionen, welche insbesondere bei der Konstruktion von Zertifikaten eine wichtige Rolle spielen.<sup>23</sup>

Optionen lassen sich in zwei Grundtypen unterteilen: Zum einen in die Kaufoption (Call) und zum anderen in die Verkaufsoption (Put).<sup>24</sup> Eine Option verkörpert hierbei grundsätzlich das Recht eine bestimmte Menge des Basiswertes zu einem festgelegten Preis (Basispreis) zu kaufen (Long) oder zu verkaufen (Short).<sup>25</sup> Der Käufer einer Option bezahlt die sog. Optionsprämie und erwirbt im Gegenzug ein sog. Ausübungsrecht, ohne dass jedoch eine Verpflichtung zur Ausübung besteht. Aus diesem Grund handelt es sich bei Optionsgeschäften um bedingte Termingeschäfte, da der Optionskäufer „sein Recht nicht ausüben muss, sondern es auch verfallen lassen kann.“<sup>26</sup> Hinsichtlich dem Zeitpunkt

---

<sup>15</sup> Vgl. Deutscher Sparkassen Verlag GmbH (2017), S. 40 f.

<sup>16</sup> Dokument, das die Forderungen des Gläubigers in einer Urkunde festhält. Es wird so formuliert, dass es wie ein Wertpapier weitergegeben (verkauft) werden kann und der Begünstigte der jeweilige Inhaber ist. Der Inhaber einer Schuldverschreibung hat grundsätzlich einen Zins- und Rückzahlungsanspruch. Vgl. Gantenbein/ Spremann (2014), S. 3 f.

<sup>17</sup> Aussteller und Herausgeber von Wertpapieren. Dabei handelt es sich entweder um eine juristische Person des Privatrechts, z.B. eine AG oder Körperschaften des öffentlichen Rechts, z.B. BRD. Vgl. Gerke (2002), S. 278.

<sup>18</sup> Vgl. Brechmann u. a. (2008), S. 101.

<sup>19</sup> Ein anderer Begriff für die physische Lieferung ist die „Effektive Lieferung“. DDV (Hrsg.) (2016a), S. 21.

<sup>20</sup> Vgl. HSBC Trinkaus & Burkhardt AG (Hrsg.) (2016), S. 158 f.

<sup>21</sup> Vgl. Schmidt (2011), S. 173.

<sup>22</sup> Vgl. Juraj/ Hunziker (2010), S. 25 f.

<sup>23</sup> Vgl. Geyer/Uttner (2007), S. 19.

<sup>24</sup> Vgl. Bösch (2014), S. 32 f.

<sup>25</sup> Vgl. Brechmann u. a. (2008), S. 49.

<sup>26</sup> Bloss/ Ernst (2008), S. 4.

der Ausübung wird zwischen amerikanischen Optionen (Ausübung während der gesamten Laufzeit) und europäischen Optionen (Ausübung ausschließlich am Laufzeitende) unterschieden.<sup>27</sup>

Dem Käufer steht immer ein Verkäufer der Option (Stillhalter) gegenüber. Der Stillhalter ist dazu verpflichtet, die Rechte des Käufers zu erfüllen, sobald der Käufer diese ausübt. Als „finanzielle Ausgleich“<sup>28</sup> zahlt der Käufer dem Stillhalter hierfür eine Optionsprämie, auch Optionspreis genannt.<sup>29</sup> Der Verlust des Käufers ist auf diese Prämie beschränkt, während sein Gewinnpotenzial unbegrenzt ist. Für den Verkäufer hingegen stellt die Optionsprämie den größtmöglichen Gewinn dar und sein Verlustpotenzial kann u. U. unbegrenzt sein.<sup>30</sup> Aus den beiden Grundtypen Call und Put ergeben sich die vier Grundpositionen mit den entsprechenden Chancen und Risiken, die in Tab. 1 dargestellt werden:

	<b>Käufer (Long)</b>	<b>Verkäufer (Short)</b>
<b>Kaufoption (Call)</b>	„Long Call“ Kaufrecht und zahlt Optionsprämie	„Short Call“ Verpflichtung zum Verkauf (Stillhalter) und erhält Optionsprämie
<b>Verkaufsoption (Put)</b>	„Long Put“ Verkaufsrecht und zahlt Optionsprämie	„Short Put“ Verpflichtung zum Kauf (Stillhalter) und erhält Optionsprämie
<b>Risiko</b>	Begrenzt auf Optionsprämie (=Kapitaleinsatz)	Unbegrenzt (Verlust deutlich über Optionsprämie möglich)
<b>Chance</b>	unbegrenzt	begrenzt

Tab.1: Rechte und Pflichten bzw. Chancen und Risiken aus Optionen<sup>31</sup>

### 2.3 Zertifikatetypen und Einordnung von Bonuszertifikaten

Dem Anleger stehen für nahezu jede Markterwartung und Risikoneigung eine Vielzahl unterschiedlicher Zertifikate zur Verfügung. Mehr als 1,8 Mio. verschiedene Produkte standen den Anlegern im Juli 2019 zur Auswahl.<sup>32</sup> Die strukturierten Produkte lassen sich in Hebel- und Anlageprodukte unterteilen<sup>33</sup>, wobei sich die beiden Produktarten insbesondere anhand ihrer Handelsstrategie unterscheiden.

Hebelprodukte verfolgen einen offensiven Ansatz und werden daher mehrheitlich von spekulativen Anlegern zum Erreichen von kurzfristigen Kursentwicklungen verbunden mit sehr hohen Anlagerenditen („Hebeleffekt“) genutzt.<sup>34</sup>

<sup>27</sup> Vgl. Goldman Sachs International (Hrsg.) (2015), S. 12.

<sup>28</sup> Bloss/ Ernst (2008), S. 4.

<sup>29</sup> Vgl. Geyer/ Uttner (2007), S. 45 f.

<sup>30</sup> Vgl. Geyer/ Uttner (2007), S. 46.

<sup>31</sup> Eigene Darstellung in Anlehnung an Bösch (2014), S. 35; Geyer/ Uttner (2007), S. 48.

<sup>32</sup> Vgl. DDV (Hrsg.) (2019c), S. 1 f.

<sup>33</sup> Vgl. DDV (Hrsg.) (2017), S. 16.

<sup>34</sup> Vgl. Treu (2012), S. 9.

Anlageprodukte hingegen richten sich eher an mittel- bis langfristig orientierten Privatanleger, die eine Portfoliodiversifikation und damit eine Risikostreuung erreichen wollen.<sup>35</sup> Im Vordergrund steht in der Regel der Gedanke eines dauerhaften Vermögensaufbaus.<sup>36</sup> Anlageprodukte verfolgen einen tendenziell defensiven Ansatz, bei dem weniger das Erzielen einer möglichst hohen Rendite, sondern eher die Risikobegrenzung im Vordergrund steht.<sup>37</sup> Anlageprodukte lassen sich nochmals in die drei Kategorien „Kapitalschutz“, „Renditeoptimierung“ und „Partizipation“<sup>38</sup> einteilen. Die Bonuszertifikate werden der Kategorie „Partizipation“ zugeordnet und sollen anschließend in einem eigenen Kapitel ausführlich behandelt werden.

Kapitalschutzprodukte zeichnen sich dadurch aus, dass sie dem Anleger, unabhängig von der aktuellen Marktentwicklung, am Laufzeitende zumindest den Nennwert zurückzahlen und so einen Kapitalschutz versprechen. Damit gehören sie zu den risikoärmsten Zertifikaten.<sup>39</sup> Bei Produkten der Kategorie „Risikooptimierung“ kann es insbesondere dann zu Verlusten kommen, wenn sich der Basiswert negativ entwickeln sollte. Zudem wird der Rückzahlungsbetrag nach oben hin begrenzt.<sup>40</sup> Partizipationsprodukte spiegeln die Kursentwicklung des Basiswertes sowohl nach oben als auch nach unten 1:1 wider und damit zählen sie unter den hier aufgeführten Zertifikaten zu den riskantesten Zertifikatetypen.<sup>41</sup>

In Tab. 2 werden nun ausgewählte Zertifikate hinsichtlich der Markterwartung, der Chancen und Risiken sowie dem Verhältnis zwischen Kapitalschutz und Risiko vorgestellt. Begonnen wird hierbei mit dem am wenigsten riskanten Zertifikatetyp, dem Kapitalschutz-Zertifikat beziehungsweise dem Garantie-Zertifikat.

---

<sup>35</sup> Vgl. DDV (Hrsg.) (2016b), S. 11.

<sup>36</sup> Vgl. Doll (2009), S. 19.

<sup>37</sup> Vgl. DDV (Hrsg.) (2016b), S. 11.

<sup>38</sup> SVSP (2019), S. 2.

<sup>39</sup> Vgl. DDV (Hrsg.) (2016b), S. 6-7.

<sup>40</sup> Vgl. DDV (Hrsg.) (2016b), S. 14-15.

<sup>41</sup> Vgl. SVSP (2019), S. 2.

	Zertifikatetyp	Markterwartung	Chancen (+) und Risiken (-)	Verhältnis Schutz : Risiko
Anlageprodukte	Kapitalschutz-Zertifikate/ Garantie-Zertifikate	↑	<ul style="list-style-type: none"> <li>+ Zumindest Rückzahlung des ursprünglichen Kapitaleinsatzes (Nominalwert)</li> <li>+ Gewinnchance bei steigendem Basiswert</li> <li>- Zertifikatewert kann während der Laufzeit unter den Kaufpreis fallen</li> </ul>	
	Express-Zertifikate	→ ↗	<ul style="list-style-type: none"> <li>+ Gewinnchancen bei seitwärtstendierenden Märkten</li> <li>+ Vorzeitige Rückzahlung zum Nennwert + Zusatzertrag</li> <li>+ Schutz vor ersten Kursverlusten durch Barriere</li> <li>- Begrenzte Gewinnmöglichkeiten durch festgelegten Auszahlungsbetrag</li> </ul>	
	Discount-Zertifikate	→ ↗	<ul style="list-style-type: none"> <li>+ Gewinnchancen bei seitwärtstendierenden Märkten</li> <li>+ Rabatt (Discount) auf Basiswertkurs (=Risikopuffer)</li> <li>+ Reduktion des Verlustpotenzials durch Discount</li> <li>- Begrenzte Gewinnmöglichkeit (Cup)</li> </ul>	
	Partizipation	Tracker-Zertifikat/ Partizipations-Zertifikate	↑	<ul style="list-style-type: none"> <li>+ Unbegrenzte Teilnahme an Kursgewinnen (1:1 Partizipation)</li> <li>- Unbegrenzte Teilnahme an Kursverlusten (1:1 Partizipation)</li> </ul>

Tab. 2: Zertifikatetypen im Überblick<sup>42</sup>

### 3 Charakteristika von Bonuszertifikaten

Bonuszertifikate sichern dem Anleger unter bestimmten Bedingungen am Laufzeitende zusätzlich zum anfänglich eingezahlten Kapital einen zuvor festgelegten Bonus. Dieser Bonus beruht auf einer bestimmten Wertentwicklung des Basiswertes und wird dem Anleger nur ausgezahlt, wenn im Beobachtungszeitraum eine zuvor festgelegte Kurschwelle, die sogenannte Barriere, nicht berührt oder unterschritten wurde.<sup>43</sup>

#### 3.1 Ausstattungsmerkmale und Kennzahlen

Im Folgenden werden die wesentlichen Ausstattungsmerkmale und Kennzahlen von Bonuszertifikaten näher erläutert, die entweder im Basisinformationsblatt des Emittenten

<sup>42</sup> Eigene Darstellung in Anlehnung an SVSP (2019), S. 2; Vgl. WestLB AG (o. J.), S. 13-24.

<sup>43</sup> Vgl. Deutscher Sparkassen Verlag GmbH (2017), S. 47.

aufgeführt werden oder die sich anhand des Basiswertkurses berechnen lassen. Durch die Kombination dieser Ausstattungsmerkmale entstehen die unterschiedlichsten Chance-Risiko-Profile, passend zu den jeweiligen Strategien des Anlegers.<sup>44</sup>

### 3.1.1 Basiswert

Der Basiswert, im englischen „Underlying“ genannt, beschreibt das einem Bonuszertifikat zugrunde liegende Bezugsobjekt, welches für den Preis des Zertifikats maßgeblich ist.<sup>45</sup> Der Erfolg des Zertifikats sowie die Höhe der Rückzahlung am Laufzeitende, hängen davon ab, wie sich der Basiswert entwickelt.<sup>46</sup>

Prinzipiell können als Basiswert alle Instrumente verwandt werden, bei denen die fortlaufende Festlegung eines Preises möglich ist. Zu den typischen Basiswerten zählen neben Aktien auch Rohstoffe (beispielsweise Öl oder Edelmetalle), Währungen (Währungswechselkurse wie zum Beispiel EUR/USD) und Indizes (beispielsweise DAX oder EURO STOXX 50<sup>47</sup>).<sup>48</sup> Bonuszertifikate können sich nicht nur auf einzelne Basiswerte, sondern unter anderem auf einen sog. „Basket“ (Korb) beziehen. In einem Basket werden von den Emittenten vor Produktstart verschiedene Basiswerte gebündelt.<sup>49</sup> Werden als Bestandteile beispielsweise Aktien bestimmter Branchen verwendet, wird dies als Aktienbasket (Aktienkorb) bezeichnet.

### 3.1.2 Bezugsverhältnis

Das Bezugsverhältnis gibt an, auf wie viele Einheiten des Basiswertes sich das Zertifikat bezieht.<sup>50</sup> Bei Bonuszertifikaten auf Aktien ist das Verhältnis oftmals 1:1 beziehungsweise 1,0. „Das bedeutet, dass der Anleger mit einem Bonuszertifikat an der Wertentwicklung genau einer Aktie partizipiert.“<sup>51</sup> Im Gegensatz dazu beträgt das Bezugsverhältnis bei Bonuszertifikaten auf Rohstoffe oder Indizes häufig 1:100 beziehungsweise 0,01.<sup>52</sup> Das Zertifikat bezieht sich dann auf ein Hundertstel der Index- oder Rohstoffbemessungsgrundlage und der Anleger muss für das Bonuszertifikat einen geringeren Geldbetrag investieren.<sup>53</sup> Wenn beispielsweise ein Bonuszertifikat auf den EURO STOXX 50 strukturiert wurde und der Indexstand bei 12.000 Punkten notiert und das Bezugsverhältnis bei 1:100 festgelegt wurde, ergibt sich am Laufzeitende eine Rückzahlung in Höhe von 120 Euro<sup>54,55</sup>

---

<sup>44</sup> Vgl. DZ Bank AG (2016), S. 6.

<sup>45</sup> Vgl. Commerzbank AG (2017), S. 32.

<sup>46</sup> Vgl. DZ Bank AG (2016), S. 4.

<sup>47</sup> Europäischer Aktienindex, der die fünfzig Unternehmen aus der Eurozone mit der größten Marktkapitalisierung beinhaltet. Vgl. Steiner/ Bruns/ Stöckl (2017), S.232.

<sup>48</sup> Vgl. Schmidt (2008), S. S. 31.

<sup>49</sup> Vgl. DDV (Hrsg.) (2016a), S. 7.

<sup>50</sup> Vgl. Börse Frankfurt/ Börse Stuttgart/ DDV (2015), S. 2.

<sup>51</sup> DZ Bank AG (2016), S. 6.

<sup>52</sup> Vgl. Bank Vontobel Europe AG (Hrsg.) (2018), S. 6.

<sup>53</sup> Vgl. HSBC Trinkaus & Burkhardt AG (Hrsg.) (2016), S. 158 f.

<sup>54</sup> Rechenweg:  $12.000 \cdot 0,01 = 120$  Euro.

<sup>55</sup> Vgl. Bank Vontobel Europe AG (Hrsg.) (2018), S. 6.

### 3.1.3 Barriere, Risikopuffer und Bonusrendite

Bonuszertifikate sind stets durch zwei Schwellen gekennzeichnet. Hierzu zählt unter anderem die Barriere, welche zum Emissionszeitpunkt unterhalb des aktuellen Basiswertkurses festgelegt wird.<sup>56</sup> Der Abstand zwischen der Barriere und dem aktuellen Basiswertkurs wird als „Risikopuffer“ bezeichnet.<sup>57</sup> Mithilfe dieser Kennzahl lässt sich das Risiko eines Bonuszertifikats einschätzen, da der Risikopuffer anzeigt, bis zu welcher Höhe Kursverluste des Basiswertes aufgefangen werden können und die Teilschutzfunktion<sup>58</sup> weiter bestehen bleibt.<sup>59</sup> Die Höhe des Risikopuffers lässt sich anhand der folgenden Formel<sup>60</sup> prozentual berechnen:

$$\text{Risikopuffer} = 1 - \left( \frac{\text{Barriere}}{\text{Kurs des Basiswertes}} \right)$$

Liegt die Barriere beispielsweise bei 40 Euro und der Basiswertkurs bei 80 Euro, ergibt sich anhand der Formel ein Risikopuffer und damit ein Abstand zur Barriere von 50 Prozent.<sup>61</sup> Fällt der Basiswertkurs, wie im obigen Beispiel errechnet, um mehr als 50 Prozent, wird der Risikopuffer vollständig verbraucht, der Teilschutz geht verloren und der Anspruch auf den sogenannten „Bonusbetrag“<sup>62</sup> entfällt aufgrund der Verletzung der Barriere.<sup>63</sup>

Bei der Wahl eines Bonuszertifikats stellen die Höhe der Barriere und der Risikopuffer folglich wichtige Entscheidungskriterien dar. Je tiefer die Barriere festgelegt wurde, desto höher fällt der Risikopuffer aus und „desto größer sind die Absicherung gegenüber Verlustrisiken und die Wahrscheinlichkeit, dass [...] am Laufzeitende“<sup>64</sup> mindestens der Bonusbetrag ausgezahlt wird. Entsprechend umgekehrt verhält es sich bei einer höheren Barriere.<sup>65</sup>

Neben dem Risikopuffer spielt die „Bonusrendite“ eine wichtige Rolle, da auch diese Kennzahl zur Einschätzung der Risiken und Chancen eines Bonuszertifikats eingesetzt wird.<sup>66</sup> Die Bonusrendite gibt an, welche Rendite der Anleger mindestens erwarten kann, wenn die Barriere bis zum Laufzeitende inaktiv ist, das heißt nicht verletzt wurde. Im Falle einer Verletzung der Barriere kann es zu Verlusten kommen. Sollte der Basiswertkurs über der zweiten Schwelle des Bonuszertifikats, dem Bonuslevel, liegen, wird die Bonusrendite übertroffen und der Anleger profitiert „vollumfänglich von der positiven Wertentwicklung des Basiswertes“.<sup>67</sup> Aus diesem Grund wird die Bonusrendite häufig auch als „Mindestrendite“<sup>68</sup> oder „Seitwärtsrendite“ bezeichnet, da sie die Ertragschancen

<sup>56</sup> Vgl. Brechmann u. a. (2008), S. 103.

<sup>57</sup> Vgl. Doll (2009), S. 59.

<sup>58</sup> Schutz des Anlegers vor Wertverlusten des Zertifikats infolge leicht fallender oder seitwärts tendierender Kurse, solange die Barriere unverletzt bleibt. Vgl. DDV (Hrsg.) (2016b), S. 38.

<sup>59</sup> Vgl. DDV (Hrsg.) (2016b), S. 39.

<sup>60</sup> Vgl. Schmidt (2008), S. 163.

<sup>61</sup> Rechenweg:  $1 - (40 \text{ Euro} / 80 \text{ Euro}) = 0,5 * 100 = 50 \%$ .

<sup>62</sup> Betrag, der gezahlt wird, falls die Barriere im Beobachtungszeitraum nicht verletzt wurde. Vgl. Börse Frankfurt/Börse Stuttgart/DDV (2015), S. 5.

<sup>63</sup> Vgl. HSBC Trinkaus & Burkhardt AG (Hrsg.) (2016), S. 197.

<sup>64</sup> Schmidt (2008), S.164 f.

<sup>65</sup> Vgl. Brechmann u. a. (2008), S. 103 f.; Vgl. Ebd., S. 164 f.

<sup>66</sup> Vgl. DDV (Hrsg.) (2016b), S: 39.

<sup>67</sup> Bank Vontobel Europe AG (Hrsg.) (2018), S. 7.

<sup>68</sup> Edb., S. 7.

des Bonuszertifikats bei einem seitlich laufenden Basiswertkurs zum Laufzeitende anzeigt.<sup>69</sup> Mithilfe der folgenden Formel<sup>70</sup> lässt sich die Bonusrendite prozentual berechnen:

$$\text{Bonusrendite} = \left( \frac{\text{Bonuslevel}}{\text{Kaufpreis des Bonuszertifikates}} \right) - 1$$

Wird ein Bonuszertifikat beispielsweise zu einem Preis von 50 Euro gekauft und liegt der Bonuslevel, bei 100 Euro, beträgt die Bonusrendite somit 100 Prozent, falls die Barriere nicht verletzt wird.<sup>71</sup>

Die beiden Kennzahlen, Risikopuffer und Bonusrendite, eignen sich außerdem zum direkten Vergleich von Bonuszertifikaten des gleichen Basiswertes und verhalten sich stets gegenläufig zueinander. Das bedeutet, dass ein höherer Risikopuffer gleichzeitig eine niedriger Bonusrendite mit sich bringt und umgekehrt.<sup>72</sup>

### 3.1.4 Bonuslevel

Der Bonuslevel, auch Bonusniveau genannt, stellt die zweite Schwelle eines Bonuszertifikats dar und wird zum Emissionszeitpunkt oberhalb des aktuellen Basiswertkurses fixiert.<sup>73</sup> Das Bonusniveau ist das charakteristische Ausstattungsmerkmal eines jeden Bonuszertifikats. Sollte die Barriere während der Laufzeit nicht verletzt werden, zeigt der Bonuslevel die Höhe der Rückzahlung an, die der Anleger mindestens erreicht.<sup>74</sup>

Sobald der Kurs des Basiswertes am Bewertungstag den Bonuslevel übertrifft, bedeutet dies für den Anleger, dass er anstelle der Bonuszahlung an der höheren Wertentwicklung des Basiswertes partizipiert.<sup>75</sup> Wenn am Bewertungstag der Basiswertkurs unter dem Bonuslevel notiert, wird der Bonusbetrag gezahlt, vorausgesetzt die Barriere wurde während der Laufzeit nicht verletzt.<sup>76</sup> Dementsprechend erreicht der Anleger mithilfe eines hohen Bonuslevel, auch im Falle einer Seitwärts- oder (leichten) Abwärtsbewegung des Basiswertes, eine attraktive Rendite.<sup>77</sup>

### 3.1.5 Laufzeit

Die Laufzeit, auch Maturity genannt, beschreibt den Zeitraum zwischen der Ausgabe des Bonuszertifikats und dem Fälligkeitstag.<sup>78</sup> Der Fälligkeitstag ist der Tag, an dem am Laufzeitende des Zertifikats die Zahlung beziehungsweise die Lieferung des Zertifikats vorgenommen wird.<sup>79</sup> Die Bewertung des Bonuszertifikats findet hingegen am Bewertungstag statt. An diesem Tag wird der Basiswert für die „Kalkulation des Auszahlungsbetrages“<sup>80</sup> bewertet und darüber entschieden, ob ein Cash Settlement oder ein Physical Delivery stattfindet. Im Gegensatz zu anderen Zertifikatetypen, wie beispielsweise Open-

<sup>69</sup> Vgl. DZ Bank AG (2016), S. 7.

<sup>70</sup> Vgl. Schmidt (2008), S. 163.

<sup>71</sup> Rechenweg:  $(100 \text{ Euro} / 50 \text{ Euro}) - 1 = 1 * 100 = 100 \%$ .

<sup>72</sup> Vgl. DDV (Hrsg.) (2016b), S. 39.

<sup>73</sup> Vgl. Bank Vontobel Europe AG (Hrsg.) (2018), S. 6.

<sup>74</sup> Vgl. DZ Bank AG (2016), S. 7.

<sup>75</sup> Vgl. Börse Frankfurt/ Börse Stuttgart/ DDV (2015), S. 5.

<sup>76</sup> Vgl. DDV (Hrsg.) (2016a), S. 9.

<sup>77</sup> Vgl. DDV (Hrsg.) (2016b), S. 38.

<sup>78</sup> Vgl. DDV (Hrsg.) (2016a), S. 39.

<sup>79</sup> Vgl. o. V. (o. J.a).

<sup>80</sup> Börse Frankfurt/ Börse Stuttgart/ DDV (2015), S. 2.

End-Zertifikate, besitzen Bonuszertifikate in der Regel „eine feste Fälligkeit, die weder verkürzt noch verlängert werden kann“.<sup>81</sup>

Zur Finanzierung der Konstruktion des Bonuszertifikats behalten die Emittenten die Dividenden und weitere Ausschüttungen ein.<sup>82</sup> Bonuszertifikate mit längeren Laufzeiten weisen dabei oftmals lukrativere Konditionen auf, als solche mit kürzeren Laufzeiten, da entsprechend häufiger Dividendenzahlungen erfolgen können.<sup>83</sup> Hiervon profitiert nicht nur der Emittent, sondern auch der Anleger, da im Gegenzug der Bonuslevel oder der Risikopuffer höher ausfällt.<sup>84</sup> Andererseits bedeutet eine längere Laufzeit auch, dass die Barriere mit einer höheren Wahrscheinlichkeit berührt wird, als bei einer kürzeren Laufzeit.<sup>85</sup>

### 3.2 Konstruktion und Auszahlungsprofil

Bonuszertifikate bestehen, wie oben dargestellt, aus einzelnen Komponenten, die zusammengesetzt das eigentliche Produkt ergeben. Da die Rückzahlung eines Bonuszertifikats am Laufzeitende erfolgt, werden bei der Konstruktion von Bonuszertifikaten ausschließlich europäische Optionen verwandt.<sup>86</sup>

Der Aufbau eines Bonuszertifikats besteht aus zwei Komponenten. Zum einen findet der Kauf eines Calls mit Basispreis (Strike) von Null (Zero) statt. Dieser sog. „Zero-Strike-Call“ ermöglicht die Partizipation am Kursverlauf des Basiswertes.<sup>87</sup> Da der Call, im Gegensatz zum Basiswert, keinen Dividendenanspruch beinhaltet, ist dieser günstiger als der Basiswert selbst.<sup>88</sup> Daraus ergibt sich ein Preisvorteil, der von den Emittenten zur Finanzierung der zweiten Option verwendet wird. Je höher die erwartete Dividende ausfällt, desto größer ist der Preisvorteil des Zero-Strike-Call gegenüber der Direktanlage in den Basiswert. Der vergleichsweise niedrigere Preis des Zero-Strike-Calls drückt auf diese Weise auf den Preis des Bonuszertifikats.<sup>89</sup>

Zum anderen wird ein Put in einer Sonderform, dem sogenannten „Down-and-out-Put“, gekauft. Dieser stellt das „bediente Rückzahlungsversprechen“<sup>90</sup> des Bonuszertifikats dar. Bei diesem Put handelt es sich um eine „exotische Option“ die, im Gegensatz zu gewöhnlichen Puts, unterhalb ihres Basispreises mit einer Barriere (Down-and-out) ausgestattet ist.<sup>91</sup> Diese Barriere wird auch als „Knock-out-Barriere“<sup>92</sup> bezeichnet, da sie einen eingebauten „Knock-out-Mechanismus“ besitzt. Bis zu dieser Barriere sichert der Put den Anleger vor Kursrückgängen ab. Wird die Barriere während der Laufzeit jedoch berührt oder unterschritten (down), wird der Knock-out-Mechanismus ausgelöst und der Put

<sup>81</sup> Brechmann u. a. (2008), S. 104.

<sup>82</sup> Vgl. HSBC Trinkaus & Burkhardt AG (Hrsg.) (2008), S. 6.

<sup>83</sup> Vgl. Brechmann u. a. (2008), S. 104.

<sup>84</sup> Vgl. HSBC Trinkaus & Burkhardt AG (Hrsg.) (2008), S. 6.

<sup>85</sup> Vgl. HSBC Trinkaus & Burkhardt AG (Hrsg.) (2008), S. 6.; Vgl. Brechmann u. a. (2008), S. 104.

<sup>86</sup> Vgl. Goldman Sachs International (Hrsg.) (2015), S. 12.

<sup>87</sup> Vgl. DZ Bank AG, S. 16.

<sup>88</sup> Vgl. Brechmann u. a. (2008), S. 104.

<sup>89</sup> Vgl. DZ Bank AG, S. 16.

<sup>90</sup> Brechmann u. a. (2008), S. 104.

<sup>91</sup> Vgl. Goldman Sachs International (Hrsg.) (2015), S. 12 f.

<sup>92</sup> DZ Bank AG, S. 16.

verfällt wertlos (out).<sup>93</sup> Der Inhaber des Bonuszertifikats besitzt ab diesem Zeitpunkt nur noch den Zero-Strike-Call und partizipiert am Laufzeitende 1:1 an der Wertentwicklung des Basiswertes, vergleichbar mit einem Partizipationszertifikat.<sup>94</sup> Dadurch ist der exotische Put zwar riskanter, aber im Gegenzug günstiger als klassische Put-Optionen. Die Knock-out-Barriere des Down-and-out-Put definiert die Barriere des Zertifikats, sein Basispreis entspricht dem Bonuslevel.<sup>95</sup> Anhand der beiden Optionen lässt sich letztendlich das Auszahlungsprofil eines Bonuszertifikats konstruieren, welches in Abb.1 dargestellt wird:

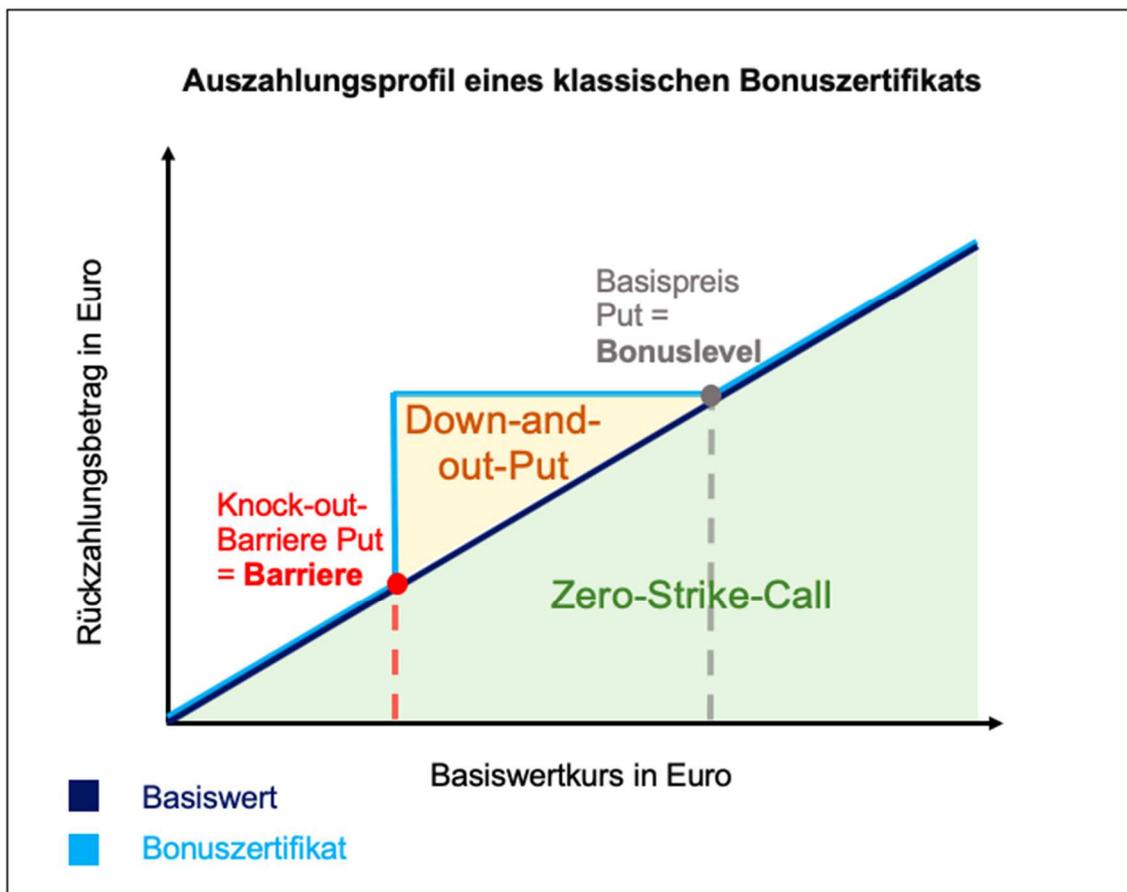


Abb. 1: Auszahlungsprofil eines klassischen Bonuszertifikats<sup>96</sup>

Wie in den theoretischen Grundlagen erwähnt, liegt bei Bonuszertifikaten somit eine lineare Auszahlungsstruktur vor, welche in Abb.1 zu erkennen ist.<sup>97</sup> Demnach weisen Bonuszertifikate keine „garantierte Mindestrückzahlung“ auf, sondern zielen auf das Erreichen des im Voraus festgelegten Bonusbetrags ab und ermöglichen innerhalb eines festgelegten Rahmens, die Partizipation an den Wertsteigerungen des Basiswertes.<sup>98</sup>

<sup>93</sup> Vgl. DZ Bank AG, S. 17.

<sup>94</sup> Vgl. Doll (2009), S. 61; Vgl. Brechmann u. a. (2008), S. 104.

<sup>95</sup> Vgl. Goldman Sachs International (Hrsg.) (2015), S. 13.

<sup>96</sup> Eigene Darstellung in Anlehnung an DZ Bank AG (2016), S. 16-18.

<sup>97</sup> Vgl. S. 4.

<sup>98</sup> Vgl. Juraj/ Hunziker (2010), S. 26.

### 3.3 Auszahlungsszenarien am Laufzeitende

Bonuszertifikate verbrieften ein „bedingtes Rückzahlungsversprechen“<sup>99</sup> am Laufzeitende.<sup>100</sup> Über die Auszahlungshöhe entscheidet dabei der Schlusskurs des Basiswertes am jeweiligen Bewertungstag.<sup>101</sup> Anhand eines praktischen Zahlenbeispiels sollen die Zusammenhänge verdeutlicht werden. Es wird nun ein beispielhaftes Bonuszertifikat auf eine fiktive „ABC-Aktie“ betrachtet, um die Zusammenhänge zu veranschaulichen. Am Laufzeitende erfolgt ein Cash Settlement. Die Ausstattungsmerkmale werden in Tab. 3 zusammengefasst:

<b>Basiswert</b>	ABC-Aktie
<b>Bezugsverhältnis</b>	1:1
<b>Ausgabepreis des Bonuszertifikats</b>	80 Euro
<b>Aktienkurs bei Emission</b>	80 Euro
<b>Barriere</b>	40 Euro
<b>Bonuslevel (Bonusbetrag)</b>	90 Euro
<b>Laufzeit</b>	2 Jahre
<b>Beobachtungszeitraum der Barriere</b>	kontinuierlich

Tab. 3: Ausstattungsmerkmale<sup>102</sup>

Zum Emissionszeitpunkt des Bonuszertifikats notiert die „ABC-Aktie“ bei 80 Euro. Das Bonuszertifikat soll zu einem Kurs von 80 Euro ausgegeben werden<sup>103</sup>. Die Laufzeit beträgt zwei Jahre. Die Barriere des Zertifikats wird bei 40 Euro und der Bonuslevel bei 90 Euro fixiert. Es ergibt sich ein Risikopuffer von 50 Prozent<sup>104</sup>. Bonuszertifikate lassen sich in drei Rückzahlungszonen, „Verlust“-Zone, „Bonus“-Zone und „1:1-Gewinn“-Zone, unterteilen.<sup>105</sup> Bei Kursverlusten über 50 Prozent wird die Barriere verletzt und der Kurs notiert 1:1 innerhalb der „Verlust“-Zone. Sollte die Barriere während der gesamten Laufzeit nicht verletzt werden und der Kurs der „ABC-Aktie“ am Bewertungstag innerhalb der „Bonus“-Zone notieren, erfolgt am Fälligkeitstag die Rückzahlung in Höhe des Bonuslevels zu 90 Euro. In diesem Fall beträgt die Bonusrendite 12,5 Prozent.<sup>106</sup> Wenn der Kurs hingegen innerhalb der „1:1-Gewinn“-Zone notiert, partizipiert der Anleger 1:1 an den Kursgewinnen der „ABC-Aktie“. Mithilfe der beispielhaften Ausstattungsmerkmale entsteht das folgende Auszahlungsprofil (Vgl. Abb. 2).

<sup>99</sup> Brechmann u. a. (2008), S. 101.

<sup>100</sup> Vgl. Kapitel 3.2, S. 14.

<sup>101</sup> Vgl. DDV (Hrsg.) (2016b), S. 40.

<sup>102</sup> Eigene Darstellung.

<sup>103</sup> Ein Aufgeld wird im Beispielfall nicht erhoben. Hierbei handelt es sich um einen Aufpreis, den der Anleger bei dem tatsächlich zu zahlenden, höheren Kurs gegenüber dem Nennwert bezahlen muss. Vgl. DDV (2016a), S.4.

<sup>104</sup> Rechenweg:  $1 - 40 \text{ Euro} / 80 \text{ Euro} = 0,5 * 100 = 50 \%$ .

<sup>105</sup> Doll (2009), S. 55-56.

<sup>106</sup> Rechenweg:  $(90 \text{ Euro} / 80 \text{ Euro}) - 1 = 0,125 * 100 = 12,5 \%$ .

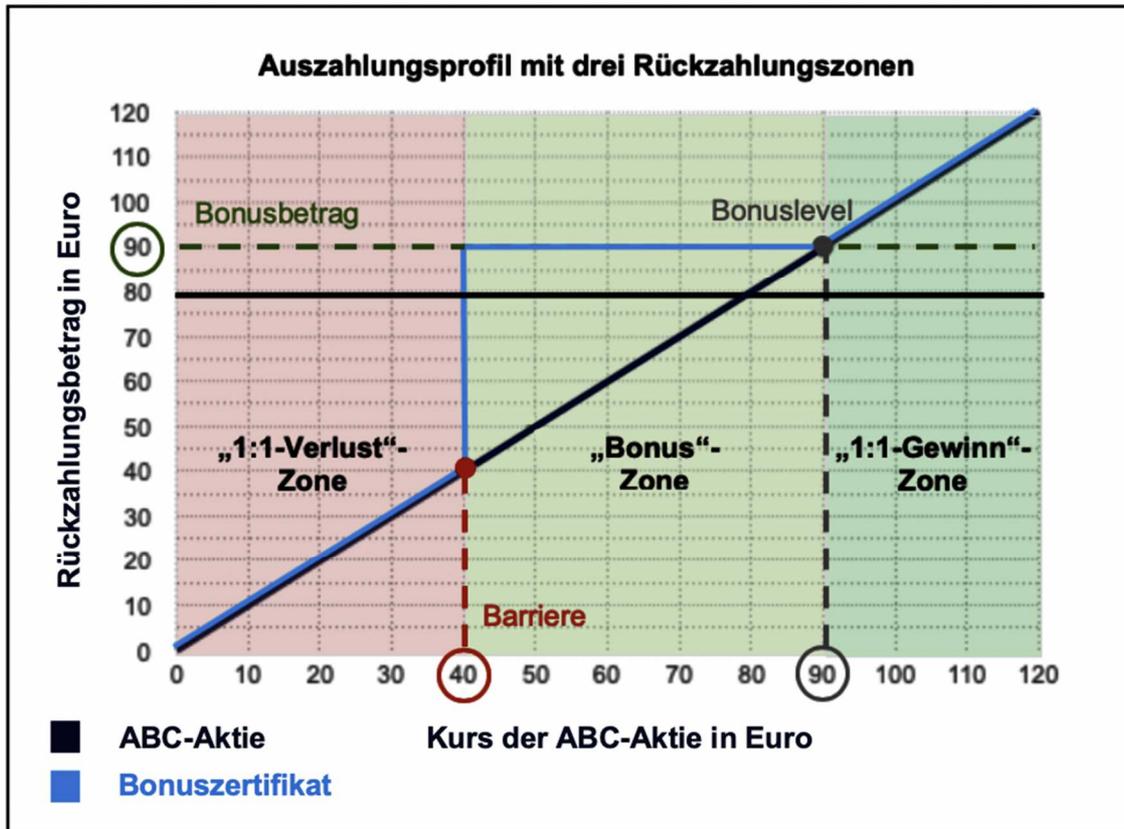


Abb. 2: Auszahlungsprofil mit drei Rückzahlungszonen<sup>107</sup>

Hinsichtlich der Auszahlung ergeben sich am Laufzeitende unter anderem folgende Szenarien, unterteilt in positiv, neutral und negativ<sup>108</sup>:

#### Positive Szenarien:

- 1) Deutlicher Kursanstieg: Die Notierung der „ABC-Aktie“ verletzt während der Laufzeit nie die Barriere und liegt am Bewertungstag bei 110 Euro. Der Aktienkurs ist demnach um 30 Euro gestiegen. Der Anleger partizipiert somit 1:1 an den Kursgewinnen der Aktie und das Bonuszertifikat wird zu 110 Euro zurückgezahlt. Die Rückzahlung liegt damit über dem Bonuslevel.
- 2) Leichter Kursanstieg: Die Notierung der „ABC-Aktie“ verletzt während der Laufzeit nie die Barriere und liegt am Bewertungstag bei 85 Euro. Der Aktienkurs ist demnach um 5 Euro gestiegen und notiert innerhalb der Bonuszone. Der Anleger erhält eine Rückzahlung in Höhe des Bonuslevels von 90 Euro.
- 3) Kursverfall: Die Notierung der „ABC-Aktie“ verletzt während der Laufzeit nie die Barriere und liegt am Bewertungstag bei 60 Euro. Der Aktienkurs ist demnach um 20 Euro gesunken, notiert jedoch innerhalb der Bonuszone. Der Anleger erhält somit eine Rückzahlung in Höhe des Bonuslevels von 90 Euro.

<sup>107</sup> Eigene Darstellung in Anlehnung an Doll (2009), S. 56.

<sup>108</sup> Vgl. Deutsche Bank AG (Hrsg.) (2018), S. 22.

- 
- 4) Vorübergehender Kurseinbruch: Die Notierung der „ABC-Aktie“ hat während der Laufzeit die Barriere mindestens einmal berührt und notiert am Bewertungstag bei 100 Euro. Obwohl die Aktie die Barriere zwischenzeitlich verletzt hat, erhält der Anleger, entsprechend dem aktuellen Aktienkurs, eine Rückzahlung in Höhe von 100 Euro und erfährt keinerlei Verluste. Grund hierfür ist der erneute Anstieg des Aktienkurses, sodass dieser über dem Ausgabepreises von 80 Euro liegt.

Neutrales Szenario:

- 5) Vorübergehender Kurseinbruch: Siehe „Positives Szenario: 4.)“: Der Aktienkurs liegt jetzt jedoch bei 80 Euro. Somit erfährt der Anleger weder einen Verlust noch einen Gewinn, obwohl die Barriere verletzt wurde.

Negatives Szenario:

- 6) Deutlicher Kursverfall: Die Notierung der „ABC-Aktie“ verletzt während der Laufzeit mindestens einmal die Barriere und liegt am Bewertungstag bei 30 Euro. Der Anspruch auf den Bonusbetrag von 90 Euro verfällt und der Anleger partizipiert 1:1 am Kursverlust des Basiswertes. Somit erhält der Anleger den Rückkaufswert von 30 Euro. Demnach entsteht für den Anleger, bezogen auf das eingesetzte Kapital, ein Verlust in Höhe von 50 Euro, da die Aktie am Bewertungstag unterhalb des Ausgabepreises von 80 Euro notiert.

In Abb. 3 werden die beschriebenen Szenarien noch einmal zusammenfassend veranschaulicht:

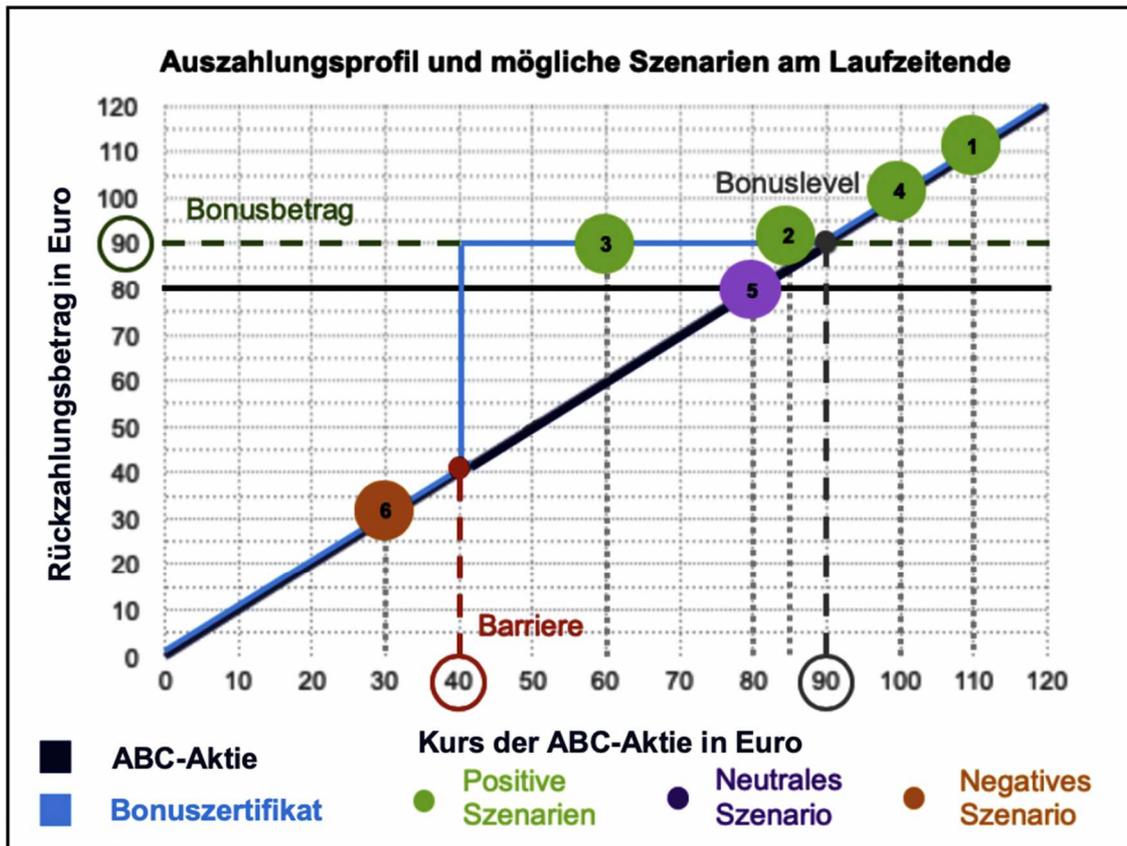


Abb. 3: Auszahlungsprofil und mögliche Szenarien am Laufzeitende<sup>109</sup>

Der Szenarienvergleich zeigt, dass der Anleger beim Erwerb dieser Bonuszertifikate lediglich bei einer der sechs beschriebenen Konstellationen Kursverluste erleidet. Dies ist bei Szenario 6.) der Fall, wenn der Basiswertkurs während der Laufzeit stark eingebrochen ist. In den Szenarien 1), 2), 3) und 4) hingegen erzielt der Anleger Gewinne und in Szenario 5) erhält er zumindest das eingesetzte Kapital zurück und erleidet dadurch keinen Verlust. Allerdings ist im Verlustszenario der Fall eines anhaltenden Kursrückgangs – wie etwa der Aktie der Deutschen Telekom AG nach 2001– zu beachten, worin eine besondere Problematik liegen kann: Auf einer Talfahrt kann zunächst eine Barriere gerissen werden und im weiteren Verlauf wachsen die Verluste weiter an. Dies kann gerade für den konservativen Anleger von Nachteil sein, der gerade dann schutzlos ist, wenn er den Schutz am nötigsten hätte.

### 3.4 Kurseinflussfaktoren während der Laufzeit

Der Kurs von Bonuszertifikaten wird während der Laufzeit hauptsächlich von der Kursentwicklung des zugrundeliegenden Basiswertes beeinflusst. Neben dem Basiswertkurs

<sup>109</sup> Eigene Darstellung in Anlehnung an Commerzbank AG (Hrsg.) (2017), S. 12.

können weitere Faktoren Einfluss auf den Kurs von Bonuszertifikaten nehmen. Hierbei werden die folgenden Erläuterungen unter der Annahme getätigt, dass sich jeweils nur der zu untersuchende Faktor verändert, während alle übrigen Faktoren konstant gesetzt werden.

### **3.4.1 Kurs des Basiswertes**

Der Erfolg des Bonuszertifikats hängt davon ab, ob die Barriere während der Laufzeit inaktiv ist.<sup>110</sup> Wie die Szenarienbetrachtung in Kapitel 3.3 zeigt, wirkt sich ein Anstieg des Basiswertkurses prinzipiell positiv auf die Entwicklung des Bonuszertifikats aus, da die Wahrscheinlichkeit einer Verletzung der Barriere abnimmt und das Bonuszertifikat an Kurssteigerungen oberhalb des Bonuslevels partizipieren kann. Reichen Kursgewinne über das Bonuslevel hinaus, „verliert der Down-and-out-Put an Wert“.<sup>111</sup> In diesem Fall steigt der Preis des Bonuszertifikats insgesamt jedoch an, da dieser hauptsächlich durch den Zero-Strike-Call bestimmt wird.<sup>112</sup> Umgekehrt verhält es sich bei Kursrückgängen.<sup>113</sup> Diese bewirken eine Preissenkung des Bonuszertifikats, da die Wahrscheinlichkeit der Barriereverletzung zunimmt.

### **3.4.2 Implizierte Volatilität des Basiswertes**

Als implizierte Volatilität wird „die zukünftig erwartete Schwankungsbreite eines Basiswertes innerhalb eines bestimmten Zeitraums“<sup>114</sup> definiert. Demnach ist die Volatilität umso höher, je stärker der Basiswert schwankt.<sup>115</sup> Bei der Beurteilung der Volatilität „ist die Notierung des Basiswertes bezogen auf die Barriere und den Bonuslevel“<sup>116</sup> von großer Bedeutung. Notiert der Basiswert nahe der inaktiven Barriere, reagiert der Kurs des Bonuszertifikats negativ auf eine steigende Volatilität, da bei höheren Schwankungen die Wahrscheinlichkeit der Barriereverletzung und somit der Verlust der Bonuszahlung steigt.<sup>117</sup> Eine umgekehrte Wirkung ergibt sich bei einer sinkenden Volatilität<sup>118</sup>, da sich das Risiko einer Barriereverletzung verringert und damit der Kurs des Bonuszertifikats steigt.<sup>119</sup>

Gesetzt den Fall der Basiswert notiert nahe dem Bonuslevel, wirkt sich eine steigende Volatilität positiv auf den Kurs des Bonuszertifikats aus, weil die Teilhabe an Kursgewinnen über den Bonuslevel hinaus wahrscheinlicher wird. Eine sinkende Volatilität hingegen bewirkt, dass der Kurs des Bonuszertifikats sinkt. Wurde die Barriere jedoch verletzt, hat die Volatilität keinerlei Einfluss mehr auf den Kurs und damit auf den Preis des

---

<sup>110</sup> Vgl. Commerzbank AG (Hrsg.) (2016), S. 19.

<sup>111</sup> DZ Bank AG (2016), S. 19.

<sup>112</sup> Vgl. DZ Bank AG (2016), S. 19.

<sup>113</sup> Vgl. DDV (Hrsg.) (2016b), S. 43.

<sup>114</sup> Brechmann u. a. (2008), S. 43.

<sup>115</sup> Vgl. Commerzbank AG (2016), S. 20.

<sup>116</sup> Ebd., S. 20.

<sup>117</sup> Vgl. Ebd., S. 20.

<sup>118</sup> Vgl. HSBC Trinkaus & Burkhardt AG (Hrsg.) (2016), S. 204.

<sup>119</sup> Vgl. Commerzbank AG (2016), S. 20.

Bonuszertifikats, da die Wertentwicklung des Bonuszertifikates der Wertentwicklung des Basiswertes folgt.<sup>120</sup>

### 3.4.3 Dividendenerwartung des Basiswertes

Obwohl der Anleger keinen Anspruch auf Dividendenzahlungen des Basiswertes hat<sup>121</sup>, fließt die während der Laufzeit erwartete Dividende bei der Preisberechnung des Bonuszertifikates mit ein.<sup>122</sup> Eine steigende Dividendenerwartung hat zur Folge, dass der Kurs und damit der Preis des Bonuszertifikats sinkt, da die Dividenden dem Inhaber des Bonuszertifikats nicht zugerechnet werden.<sup>123</sup> Fallende Dividendenerwartungen oder ein unerwarteter Ausfall von Dividendenzahlungen üben hingegen eine positive Wirkung auf den Kurs des Bonuszertifikats aus und führen zu einer Preissteigerung.<sup>124</sup>

### 3.4.4 Entwicklung der Kapitalmarktzinsen

Entscheidend ist, ob eine Änderung der Kapitalmarktzinsen zum Zeitpunkt der Emission bereits bekannt ist beziehungsweise ob diese stärker oder schwächer als erwartet ausfällt. Sofern die Zinsänderung bereits bekannt ist, hat dies keine große Auswirkung auf den Kurs des Bonuszertifikats.<sup>125</sup> „Fallen Zinsänderung jedoch stärker oder schwächer aus als erwartet, so können sich diese auf den Wert des Bonuszertifikates auswirken“.<sup>126</sup> Prinzipiell führen steigende Zinsen zu einer Wertminderung des Bonuszertifikats, da „der Bonusbetrag bezogen auf die Restlaufzeit abgezinst wird“.<sup>127</sup> Zinssenkungen hingegen führen zu einer Wertsteigerung und damit zu steigenden Kursen des Bonuszertifikats.<sup>128</sup> Steigt die Wahrscheinlichkeit zur Auszahlung des Bonusbetrags am Laufzeitende, steigt damit auch der Einfluss der Zinsen auf das Kursverhalten des Bonuszertifikats.<sup>129</sup>

### 3.4.5 Restlaufzeit der Zertifikate

Zu Beginn der Laufzeit verhält sich das Bonuszertifikat fast 1:1 zum Basiswert.<sup>130</sup> Bleibt die Barriere unverletzt, führt eine abnehmende Restlaufzeit zu einer Wertsteigerung des Bonuszertifikats. Grund hierfür ist die steigende Wahrscheinlichkeit, dass der Basiswert bis zum Fälligkeitstag oberhalb der Barriere notiert, und sich damit die Chance auf den Bonusbetrag erhöht.<sup>131</sup> Mit fortschreitender Laufzeit kann es jedoch zu stärkeren Preisschwankungen kommen, wenn sich der Basiswert der Barriere nähert.<sup>132</sup> Bei einer verletzten Barriere wirkt sich die Restlaufzeit hingegen kaum auf den Kurs des Bonuszertifikats

---

<sup>120</sup> Vgl. Commerzbank AG (2016), S. 20.

<sup>121</sup> Vgl. Kapitel 3.1.5., S. 13.

<sup>122</sup> Vgl. Commerzbank AG (2016), S. 20.

<sup>123</sup> Vgl. HSBC Trinkaus & Burkhardt AG (Hrsg.) (2008), S. 16.

<sup>124</sup> Vgl. Deutsche Bank AG (Hrsg.) (2018), S. 23.

<sup>125</sup> Vgl. HSBC Trinkaus & Burkhardt AG (Hrsg.) (2008), S. 16.

<sup>126</sup> Ebd., S. 16.

<sup>127</sup> Commerzbank AG (2016), S. 20.

<sup>128</sup> Vgl. BaFin (2016).

<sup>129</sup> Vgl. Commerzbank AG (2016), S. 20.

<sup>130</sup> Vgl. Brechmann u. a. (2008), S. 104.

<sup>131</sup> Vgl. Commerzbank AG (Hrsg.) (2016), S. 19.

<sup>132</sup> Vgl. Deutsche Bank AG (Hrsg.) (2018), S. 23.

aus, da das Zertifikat die Kursbewegung des Basiswertes, wie zu Beginn der Laufzeit, 1:1 nachvollzieht.<sup>133</sup>

### 3.5 Varianten von Bonuszertifikaten

Neben den klassischen Bonuszertifikaten stehen dem Investor noch viele weitere Varianten<sup>134</sup> als Anlagealternativen zur Auswahl. Das Besondere der verschiedenen Varianten ist, dass sie dem Anleger für unterschiedliche Markterwartungen die passende Anlagemöglichkeit bieten können, ohne sich wesentlich von der Grundstruktur der klassischen Variante zu unterscheiden.<sup>135</sup>

#### 3.5.1 Multi Bonuszertifikate

Den Multi Bonuszertifikaten, auch Basket Bonuszertifikate genannt, liegt im Vergleich zu den herkömmlichen Bonuszertifikaten, nicht nur ein einzelner Basiswert zugrunde, sondern sie beziehen sich auf eine Auswahl von Einzelwerten.<sup>136</sup> Das Risiko dieser Variante ist deutlich höher als das der klassischen Variante, da bei einem Basket das „Worst-of“-Prinzip gilt. Bei diesem Prinzip wird der Bonusmechanismus deaktiviert und der Anspruch auf eine Bonuszahlung geht verloren, wenn bereits der Kurs eines der Basiswerte die Barriere verletzt.<sup>137</sup> Demzufolge richtet sich der Rückzahlungsbetrag am Laufzeitende nach dem Basiswertkurs mit der schwächsten Wertentwicklung.<sup>138</sup> Verletzt keiner der Basiswerte während dem Beobachtungszeitraum die Barriere, erfolgt die Auszahlung am Laufzeitende, wie bei der klassischen Variante auch, mindestens in Höhe des Bonusbetrags.<sup>139</sup>

#### 3.5.2 Reverse Bonuszertifikate

Das Besondere an Reverse-Bonuszertifikaten deutet sich bereits im Namen des Zertifikats an. Diese Variante setzt, entgegen der klassischen Variante, auf fallende Kursbewegungen des zugrundeliegenden Basiswertes.<sup>140</sup> Wie die klassischen Bonuszertifikate, besitzt auch diese Variante ein Bonuslevel und eine Barriere, jedoch findet der Bonusmechanismus in umgekehrter Form statt. Deshalb ist die Barriere zum Emissionszeitpunkt deutlich oberhalb und der Bonuslevel unterhalb des Basiswertkurses fixiert.<sup>141</sup> Wird die Barriere während dem Beobachtungszeitraum nicht verletzt, erfolgt die Auszahlung am Laufzeitende mindestens in Höhe des Bonusbetrags.<sup>142</sup> Gegenüber den klassischen Varianten ist Vorsicht geboten, denn dieses Zertifikat ist in seiner maximalen Auszahlungshöhe von

---

<sup>133</sup> Vgl. Commerzbank AG (Hrsg.) (2016), S. 19.

<sup>134</sup> Vgl. Bösenberg (o. J.), S. 18.

<sup>135</sup> Vgl. Brechmann u. a. (2008), S. 110.

<sup>136</sup> Vgl. HSBC Trinkaus & Burkhardt AG (Hrsg.) (2016), S. 210.

<sup>137</sup> Vgl. Goldman Sachs International (Hrsg.) (2015), S. 24.

<sup>138</sup> Vgl. Brechmann u. a. (2008), S. 111.

<sup>139</sup> Vgl. HSBC Trinkaus & Burkhardt AG (Hrsg.) (2008), S. 21.

<sup>140</sup> Vgl. DZ Bank AG (2016), S. 27.

<sup>141</sup> Vgl. BNP Paribas (Hrsg.) (2010), S. 3.

<sup>142</sup> Vgl. Brechmann u. a. (2008), S. 110.

vornherein auf 100 Prozent begrenzt, da der Basiswertkurs maximal auf 0 fallen kann. Hinzu kommt das wesentlich höhere Risiko eines Totalverlustes, wenn sich der Basiswertkurs, entgegen der Erwartungen, bei Fälligkeit verdoppelt hat.<sup>143</sup>

### **3.5.3 Bonus-Pro-Zertifikate**

Bonus-Pro-Zertifikate gehören zu den „defensiven Alternativen“<sup>144</sup> der herkömmlichen Bonuszertifikate und unterscheiden sich lediglich anhand des Beobachtungszeitraums der Barriere. Während bei den klassischen Varianten die Barriere über die gesamte Laufzeit des Zertifikats betrachtet wird, ist die Barriere beim Bonus-Pro-Zertifikat nur innerhalb eines verkürzten Zeitfensters, meist über die letzten ein bis drei Monate, relevant. Außerhalb dieses Betrachtungszeitraums hat die Verletzung der Barriere daher keinerlei Einfluss auf den Anspruch der Bonuszahlung oder den Risikopuffer des Zertifikats.<sup>145</sup> Entscheidend ist somit nur, dass der Basiswert innerhalb dieses Zeitraumes oberhalb der Barriere liegt.<sup>146</sup>

Die eben erläuterten Varianten, sowie die klassischen Bonuszertifikate, können von den Emittenten weiter abgewandelt werden, indem sie mit einem sogenannten „Cap“ ausgestattet werden. Bei einem Cap handelt es sich um eine zusätzliche Gewinnobergrenze, meist auf Höhe des Bonuslevels. Dadurch wird die höchstmögliche Rückzahlung auch im Fall einer Kurssteigerung des Basiswerts über den Bonuslevel, auf die Höhe des Caps begrenzt.<sup>147</sup> Abgesehen davon funktionieren Bonuszertifikate mit Cap genau wie die klassischen Varianten. Im Gegenzug zur begrenzten Gewinnchance können diese Zertifikate von den Emittenten zu einem günstigeren Preis angeboten oder mit einem höherer Risikopuffer ausgestattet werden.<sup>148</sup>

## **4. Chancen und Risiken von Bonuszertifikaten aus Anlegersicht**

### **4.1 Chancen aus Anlegersicht**

Bonuszertifikate bieten dem Anleger die Chance, bei steigenden, unveränderten und sogar leicht fallenden Kursen attraktive Gewinne zu erzielen. Sie eignen sich damit für weitaus mehr Börsenphasen als etwa eine Direktinvestition, beispielsweise in eine Aktie. Kursgewinne bei Aktieninvestitionen können prinzipiell nur dann erzielt werden, wenn die Märkte nach einem Kauf einen Aufwärtstrend folgen. Sobald der Aktienkurs unter das Einstiegsniveau sinkt, erleidet der Anleger einen Verlust. Somit geht der Anleger ab dem Zeitpunkt des Aktienerwerbs immer ein „direktes und unmittelbares Risiko“<sup>149</sup> ein. Mit Bonuszertifikaten kann sich der Anleger hingegen am Laufzeitende nicht nur eine Bonusrendite sichern, sondern wird für den Fall eines fallenden Kurses zusätzlich durch den eingebauten Risikopuffer ein Stück weit abgesichert. Dadurch erfährt der Anleger

---

<sup>143</sup> Vgl. Goldman Sachs International (Hrsg.) (2015), S. 21.

<sup>144</sup> DZ Bank AG (2016), S. 26.

<sup>145</sup> Vgl. DDV (Hrsg.) (2016b), S. 23.

<sup>146</sup> Vgl. DZ Bank AG (2016), S. 26.

<sup>147</sup> Vgl. Bank Vontobel Europe AG (Hrsg.) (2018), S. 6.

<sup>148</sup> Vgl. Deutsche Bank AG (Hrsg.) (2018), S. 23.

<sup>149</sup> Brechmann u. a. (2008), S. 109.

etwa im Falle geringerer Kursverluste positive Erträge. Aus diesem Grund können Bonuszertifikate auch für konservative Anleger geeignet sein, da sie die Möglichkeit bieten, das Verlustrisiko im Vergleich zur Direktinvestition zu vermindern. Dabei ist der Inhaber eines Bonuszertifikats oftmals besser gestellt als der Aktieninhaber. Im Gegensatz zum Aktieninhaber verzichtet der Zertifikateinhaber zwar auf jegliche Dividendenzahlungen, es ergibt sich hieraus jedoch ein weiterer Vorteil. Besonders hohe Dividendenerwartungen der Aktie bedeuten für den sicherheitsorientierten Anleger, dass der Risikopuffer ebenfalls entsprechend höher gestaltet werden und somit eine höhere Absicherung erfolgen kann. Ist der Anleger hingegen an einer höheren Rendite interessiert, ermöglicht eine höhere Dividendenerwartung einen höheren Bonuslevel und damit einen erhöhten Bonusbetrag. Wie die Szenarienbetrachtung in Kapitel 3.3 zeigt, bieten Bonuszertifikate allerdings nicht nur Aussicht auf den charakteristischen Bonusbetrag für den Fall, dass die Barriere unversehrt bleibt, sondern geben dem Anleger zusätzlich die Chance auf eine unbegrenzte Gewinnmöglichkeit. Sobald der Basiswert über den Bonuslevel hinaus notiert, profitiert der Anleger im Verhältnis 1:1 an den Kursgewinnen des Basiswertes, wodurch seine Renditechancen weiter steigen. Da sich der Kurs der Bonuszertifikate am Basiswertkurs orientiert, liegt ein weiterer Vorteil zugunsten der Anleger darin, dass Bonuszertifikate nicht nur einfach zu verstehen sind, sondern auch transparent sind, da sie sich bei verschiedenen Emittenten in ihrem Aufbau kaum unterscheiden. Dadurch ist ein Produktvergleich jederzeit möglich und ein geeignetes Produkt lässt sich leichter finden.<sup>150</sup> Zudem sind sie sehr vielfältig. Dem Anleger bietet sich die Möglichkeit, aus einer Vielzahl unterschiedlicher Variationen, die für seine Anlagestrategie passenden Bonuszertifikate zu wählen. Über die verschiedenen Ausstattungsmerkmale können Anleger den erzielbaren Ertrag entsprechend optimieren und „durch Festlegung der Barrieren zwischen unterschiedlichen Risikoprofilen wählen.“<sup>151</sup> Bonuszertifikate verschaffen dem Anleger auch eine gewisse Flexibilität. Sie sind leicht handelbar und können sowohl an der Börse als auch OTC gehandelt werden.<sup>152</sup> Zudem stehen dem Anleger insgesamt mehr als 235.000 verschiedene Basiswerte, größtenteils Aktien, zur Verfügung.<sup>153</sup> Neben Aktien kann der Anleger allerdings auch Basiswerte wie Rohstoffe oder Indizes wählen, welche für Privatanleger sonst nur schwer oder überhaupt nicht handelbar sind.<sup>154</sup> Dadurch erschließt sich für den Anleger die Investition in bisher unbekannte Märkte. Diesen Chancen stehen allerdings auch Risiken gegenüber.

#### **4.2 Risiken aus Anlegersicht**

Da mit dem Erwerb eines Bonuszertifikats kein Anspruch auf einen festen Auszahlungsbetrag am Laufzeitende besteht und die Kursentwicklung des Bonuszertifikats sich an der Kursentwicklung des zugrundeliegenden Basiswertes orientiert, besteht ein Wertverfallrisiko.<sup>155</sup> Dies ist der Fall, wenn der Basiswertkurs während der Laufzeit unter die Barriere

---

<sup>150</sup> Vgl. Brechmann u. a. (2008), S. 107.

<sup>151</sup> Commerzbank AG (2016), S. 22.

<sup>152</sup> Vgl. Kapitel 2.1, S. 4.

<sup>153</sup> Vgl. o. V. (o. J.b).

<sup>154</sup> Vgl. Brechmann u. a. (2008), S. 105.

<sup>155</sup> Vgl. Schmidt (2011), S. 180.

fällt.<sup>156</sup> Entwickelt sich der Basiswert etwa bis zum Laufzeitende stark negativ, können demzufolge auch ganz erhebliche Kursabschläge eintreten. Gerade also in Krisenzeiten der Kapitalmärkte stehen Anleger dann ohne Schutz da. Wird das Zertifikat zusätzlich mit einem Aufgeld erworben und liegt der Zertifikatewert am Laufzeitende deutlich unter dem Ausgabepreis, entstehen für den Anleger Verluste. Gegenüber der Direktanlage weisen Bonuszertifikate keine zusätzlichen Erträge in Form von Dividenden auf, weshalb Kursverluste dementsprechend höher ausfallen.<sup>157</sup> Im Vergleich zu Garantiezertifikaten beinhalten Bonuszertifikate keine Kapitalgarantie. Somit besteht ein Totalverlustrisiko, falls der Basiswert am Bewertungstag bei null notiert. Findet statt der Zahlung die physische Lieferung des Basiswertes statt, besteht auch hier das Risiko eines Totalverlustes, wenn der Anleger einen sofortigen Verkauf des wertlosen Basiswertes veranlassen würde.<sup>158</sup> Ein weiteres Risiko stellt das Korrelationsrisiko dar. Demnach können die Kursveränderungen des Basiswertes nicht 1:1 in der Kursveränderung des Bonuszertifikats wiedergespiegelt werden. Grund hierfür sind verschiedene Einflussfaktoren, durch die der Kurs des Bonuszertifikats während der Laufzeit Schwankungen ausgesetzt ist.<sup>159</sup> Somit verhält sich der Kurs des Bonuszertifikats nicht gleich wie der des Basiswertes, sodass eine Abweichung entstehen kann. Diese Abweichung ist insbesondere zum Laufzeitende umso größer, je stärker sich der Kurs des Basiswertes auf die Barriere zubewegt. In diesem Fall entscheiden bereits geringe Kursschwankungen des Basiswertes darüber, ob eine Bonuszahlung am Laufzeitende stattfindet.<sup>160</sup> Bonuszertifikate sind in der Regel auf feste Laufzeiten ausgerichtet. Der regelmäßige Handel während der Laufzeit kann jedoch nicht gewährleistet werden, wenn der Emittent oder der Market Maker die Kauf- und Verkaufspreise nicht zur Verfügung stellt. Aufgrund außergewöhnlicher Marktsituationen oder bei technischen Störungen, kann der Verkauf des Zertifikats vorübergehend erschwert oder unmöglich sein.<sup>161</sup> Bei einem vorzeitigen Verkauf verzichtet der Anleger zudem auf die mögliche Bonuszahlung am Laufzeitende. Des Weiteren wird die Handelbarkeit besonders eingeschränkt, wenn der Basiswert unter die Barriere gesunken ist, da dann im Umkehrschluss auch das Interesse an diesem Zertifikat verloren geht. Hierbei wird von dem sogenannten „Liquiditätsrisiko“ gesprochen.<sup>162</sup>

Neben den produktspezifischen Risiken trägt der Anleger auch allgemeine Risiken. Da es sich bei Zertifikaten um Inhaberschuldverschreibungen handelt, erwirbt der Anleger beim Kauf eines Bonuszertifikats einen Rückzahlungsanspruch gegenüber dem Emittenten.<sup>163</sup> Verschlechtert sich die Bonität des Emittenten, kann der Anspruch gefährdet sein, wenn der Emittent seiner Verpflichtung aufgrund von Zahlungsunfähigkeit nicht nachkommen kann. Demnach sollten Anleger, besonders im Falle längerer Laufzeiten, die Bonität des jeweiligen Emittenten genau im Auge behalten, um Totalverluste nach Möglichkeit zu

---

<sup>156</sup> Vgl. Kapitel 3.3, S. 18 f.

<sup>157</sup> Vgl. Schmidt (2011), S. 162.

<sup>158</sup> Vgl. Schmidt (2011), S. 180.

<sup>159</sup> Vgl. Kapitel 3.4, S. 20-23.

<sup>160</sup> Vgl. Schmidt (2011), S. 180.

<sup>161</sup> Vgl. Deutscher Sparkassen Verlag GmbH (2017), S. 41.

<sup>162</sup> Vgl. Schmidt (2011), S. 180.

<sup>163</sup> Vgl. Kapitel 2.1, S. 4.

vermeiden. Allerdings kann, wie der Fall der Investmentbank „Lehman Brothers“ im September 2008 gezeigt hat, ein Ausfall eines Emittenten nie vollkommen ausgeschlossen werden.<sup>164</sup> In diesem Zusammenhang spielen auch das Länder- und Branchenrisiko bei der Risikoauswertung eine wichtige Rolle. Werden nicht inländische, sondern ausländische Unternehmen oder Banken als Emittenten von Bonuszertifikaten gewählt, droht auch hier die Gefahr eines Verlustes. Aufgrund einer wirtschaftlichen Krise oder politischer Instabilität im jeweiligen Land kann dies dazu führen, dass die Erfüllung der Rückzahlungspflicht des Basiswertes durch den Emittenten teilweise oder vollständig ausfällt. In diesem Fall wird von einem Länderrisiko gesprochen.<sup>165</sup> Wird der Basiswert an seiner Heimatbörse nicht in Euro gehandelt, besteht für den heimischen Anleger ein Währungsrisiko<sup>166</sup>, wenn der Anleger im Besitz eines nicht währungsgesicherten Bonuszertifikats ist. Hierbei handelt es sich um ein Bonuszertifikat, das nicht gegen einen Werteverlust durch Wechselkursschwankungen abgesichert ist. Bonuszertifikate mit dem Zusatz „Quanto“ können das Währungsrisiko jedoch ausschalten.<sup>167</sup>

## 5. Handlungsempfehlungen

Bei der Zusammenstellung eines Portfolios ist darauf zu achten, dass die Risikoneigung des Anlegers berücksichtigt und das Vermögen breit gestreut wird. In unsicheren Marktphasen ist zudem eine Portfolioabsicherung empfehlenswert. Insbesondere wenn Anleger weder hohe Kursgewinne noch stärkere Kursverluste erwarten – die Märkte also einschätzungsgemäß einem Seitwärtstrend folgen – eignet sich eine Beimischung von Bonuszertifikaten dazu, das Risiko eines Portfolios – und perspektivisch auch dessen Ertrag – positiv zu beeinflussen. Defensive Anleger sollten das Augenmerk auf Strukturen mit einem höheren Risikopuffer legen. Dadurch können sie das Risiko einer Barriereverletzung reduzieren.<sup>168</sup> Zudem wird empfohlen, den Bonuslevel auf Höhe des aktuellen Basiswertkurses festzulegen, um eine höhere Absicherung bei fallenden Kursen zu ermöglichen. Allerdings wirkt sich dies zu Lasten der Rendite aus.<sup>169</sup> Sind Anleger hingegen bereit, ein etwas höheres Risiko einzugehen und bevorzugen eine große Bonusrendite, empfiehlt es sich, die Barriere höher und damit näher am aktuellen Basiswertkurs zu fixieren, da im Gegenzug der Bonuslevel höher angesetzt werden kann.<sup>170</sup>

Die klassische Variante kann u.U. für unerfahrenere Anleger in Frage kommen. Aufgrund der relativ einfachen Funktionsweise und der transparenten Auszahlungsstruktur lassen sie sich vergleichsweise gut darstellen. Andere Varianten, darunter die in diesem Beitrag vorgestellten Alternativen eignen sich hingegen ausschließlich für erfahrene und aufgeklärte Anleger, da die über eine fundierte und dezidierte Markteinschätzung verfügen.<sup>171</sup>

---

<sup>164</sup> Vgl. o. V. (2018).

<sup>165</sup> Vgl. Geissmann (1991), S. 51 f.

<sup>166</sup> Vgl. BaFin (2016).

<sup>167</sup> Vgl. Commerzbank AG (2017), S. 5.

<sup>168</sup> Vgl. HSBC Trinkaus & Burkhardt AG (Hrsg.) (2008), S. 17.

<sup>169</sup> Vgl. Brechmann u. a. (2008), S. 108.

<sup>170</sup> Vgl. Doll (2009), S. 61.

<sup>171</sup> Vgl. Brechmann u. a. (2008), S. 112.

## 6. Schlussbetrachtung

Mithilfe von Bonuszertifikaten lassen sich gewinnversprechende Anlagestrategien in unterschiedlichen Marktphasen verwirklichen. Hierfür stehen dem Anleger neben der klassischen Produktvariante eine Vielzahl von Abwandlungen zur Verfügung. Speziell bei steigenden, leicht fallenden und seitwärtstendierenden Kursen können Anleger mithilfe einer eingebauten Teilschutzfunktion auf das eingesetzte Kapital Gewinne erzielen und ihre Depotperformance auch bei bröckelnder Notierung absichern. Ermöglicht wird dies durch die Ausgestaltung der Bonuszertifikate mit den zwei charakteristischen Merkmalen; der Barriere und dem Bonuslevel. Je nach Positionierung dieser beiden Merkmale lassen sich individuelle Auszahlungsprofile, entsprechend der Markterwartung, Risikoeigung und dem Schutzbedürfnis des Kunden, zusammenstellen. Die Szenarienbetrachtung zeigt auf, dass Anleger, in jedem Fall eine positive Rendite erzielen, die durch die Höhe des Bonusbetrags bestimmt, dies allerdings unter der strengen Voraussetzung, dass die Barriere während der Laufzeit nicht verletzt wird. In solchen Marktphasen sind Bonuszertifikate als Anlagealternative im Vergleich zu einer Anlage besonders attraktiv: Unterhalb des Bonuslevels ist ihre Performance ggf. deutlich stärker und bei Kurssteigerungen jenseits des Bonuslevels ist ihr Dividendennachteil angesichts beachtlicher Kursgewinne verkraftbar.

Vor dem Erwerb eines Bonuszertifikats sollten sich Anleger jedoch eingehend mit den Risiken befassen. Zwar ist es Anlegern möglich, anhand einer fundierten Markterwartung und eines gezielten Einsatzes in der jeweiligen Marktsituation entsprechend Gewinne zu erzielen und gewisse Risiken zu minimieren, völlig auszuschließen sind diese allerdings nicht. Dazu gehören insbesondere das Emittenten-, Länder- und Branchenrisiko, welche unabhängig von der Kursentwicklung des Basiswertes drohen können. Zu warnen ist auch vor einem Szenario des „freien Kursfalls“: Zunächst reißt die Barriere und danach schwellen die Verluste weiter an. Der Verlustfall mag zwar selten sein, wenn er jedoch eintritt, sind massive Verluste nicht unplausibel. Aus diesem Grund muss jeder Anleger selbst sorgfältig abwägen, ob das Verhältnis zwischen Chancen und Risiken für ihn akzeptabel ist und seinen Vorstellungen gerecht wird.

## Literaturverzeichnis

**BaFin (2016):** *Schuldverschreibungen auf einen Blick*, online im Internet, [https://www.bafin.de/DE/Verbraucher/Finanzwissen/WA/Schuldverschreibungen/Schuldverschreibung\\_node.html](https://www.bafin.de/DE/Verbraucher/Finanzwissen/WA/Schuldverschreibungen/Schuldverschreibung_node.html); Abfrage vom 26.08.2019.

**Bank Vontobel Europe AG (Hrsg.) (2018):** *Bonus-Zertifikate – Als Zugabe gibt es den Bonus*, online im Internet, <https://zertifikate.vontobel.com/DE/Services/Broschueren>; Abfrage vom 26.08.2019.

**Bloss, Michael/ Ernst, Dietmar (2008):** *Derivate – Handbuch für Finanzintermediäre und Investoren*, München: Oldenbourg Wissenschaftsverlag GmbH, 2008.

**Börse Frankfurt/ Börse Stuttgart/ DDV (2015):** *Fachbegriffe für Zertifikate, Aktienanleihen und Optionsscheine*, online im Internet, <https://www.derivateverband.de/DEU/Publikationen/Broschueren/DDV>; Abfrage vom 26.08.2019.

**Bösch, Martin (2014):** *Derivate Verstehen, anwenden und bewerten*, 3. Aufl., München: Verlag Franz Vahlen GmbH, 2014.

**Bösenberg, Peter (o. J.):** *Das Beste aus zwei Welten – Das Societe Generale Einsteigerbuch*, online im Internet, <https://www.deutscher-derivate-verband.de/de/Media-Library/Document/Studies/SG%20Einsteigerbuch.pdf>; Abfrage vom 26.08.2019.

**Brechmann, Arnd u. a. (2008):** *Erfolgsweg Zertifikate – Strukturierte Produkte in der Beratungspraxis*, Stuttgart: Gabler – GWV Fachverlag GmbH, 2008.

**Commerzbank AG (Hrsg.) (2016):** *Bonus-Zertifikate – Das Extra für Ihr Depot*, online im Internet, <https://www.zertifikate.commerzbank.de/service/publikationen/broschueren>; Abfrage vom 26.08.2019.

**Commerzbank AG (Hrsg.) (2017):** *Das 1x1 der Optionsscheine, Zertifikate und Aktienanleihen*, online im Internet, [https://www.zertifikate.commerzbank.de/SiteContent/1/1/2/450/91/COBA170124\\_BRO\\_1x1\\_Options-scheine.pdf](https://www.zertifikate.commerzbank.de/SiteContent/1/1/2/450/91/COBA170124_BRO_1x1_Options-scheine.pdf); Abfrage vom 26.08.2019.

**DDV (Hrsg.) (2016a):** *Das Zertifikate und Börsen ABC*, online im Internet, [https://www.derivateverband.de/MediaLibrary/Document/16-48-036%20%20ABC\\_01.pdf](https://www.derivateverband.de/MediaLibrary/Document/16-48-036%20%20ABC_01.pdf); Abfrage vom 26.08.2019.

**DDV (Hrsg.) (2016b):** *Kompass Strukturierte Produkte – Alles was Sie über Anlage- und Hebelprodukte wissen sollten, um erfolgreich zu investieren*, online im Internet, [https://www.derivateverband.de/DEU/Publikationen/Kompass\\_Strukturierte\\_Produnkte](https://www.derivateverband.de/DEU/Publikationen/Kompass_Strukturierte_Produnkte); Abfrage vom 26.08.2019.

**DDV (Hrsg.) (2017):** *Die Derivate-Liga – Strukturierte Produkte für Ihren Anlageerfolg*, online im Internet, <https://www.derivateverband.de/DE/MediaLibrary/Document/Broschueren/Liga%20Broschüre.pdf>; Abfrage vom 26.08.2019.

**DDV (Hrsg.) (2019a):** *Börsenumsätze von strukturierten Wertpapieren – Umsatzschub am Zertifikatemarkt*, online im Internet, <https://www.derivateverband.de/DE/MediaLibrary/Document/Statistics/2019/07%20Börsenumsatzstatistik%20Juli%202019.pdf>; Abfrage vom 26.08.2019.

**DDV (Hrsg.) (2019b):** *Marktvolumen von strukturierten Wertpapieren – Zertifikatemarkt legt zu*; online im Internet, <https://www.derivateverband.de/DE/MediaLibrary/Document/Statistics/2019/06%20PM%20Marktvolumen%20Juni%202019.pdf>; Abfrage vom 26.08.2019.

**DDV (Hrsg.) (2019c):** *Wozu braucht man eigentlich Zertifikate?*, online im Internet, <https://www.derivateverband.de/DE/MediaLibrary/Document/13%2007%2016%20%20Daten,%20Fakten,%20Argumente%20%20Nr.%201,%20Wozu%20braucht%20man%20eigentlich%20Zertifikate%20.pdf>; Abfrage vom 26.08.2019.

**DDV (Hrsg.) (o. J.):** *Zertifikate: Eine deutsche Erfolgsgeschichte*, online im Internet, <https://www.deutscher-derivate-verband.de/de/MediaLibrary/Document/Service/09%2007%2022%20Zertifikate%20-%20Eine%20deutsche%20Erfolgsgeschichte.pdf>; Abfrage vom 26.08.2019.

**Deutsche Bank AG (Hrsg.) (2018):** *Anlagezertifikate – Smarte Alternative zur Aktie – X-markets Zertifikate und Anleihen*, online im Internet, <https://www.xmarkets.db.com/DE/Services/Broschueren>; Abfrage vom 26.08.2019.

**Deutsche Bank AG (Hrsg.) (2019):** *Kurse und Märkte – News auf DAX*, online im Internet, <https://www.xmarkets.db.com/DE/Kurse-und-Maerkte/News?isin=DE0008469008>; Abfrage vom 26.08.2019.

**Deutscher Sparkassen Verlag GmbH (2017):** *Basisinformationen über Wertpapiere und weitere Kapitalanlagen – Grundlagen, wirtschaftliche Zusammenhänge, Möglichkeiten und Risiken*, 13. Aufl., Köln: Bank-Verlag GmbH, 2017.

**Doll, Georg Friedrich (2009):** *Aktien-Zertifikate – Anlagestrategien, Gewinnprofile, Zusammenhänge*, Wiesbaden: Gabler - GWV Fachverlag GmbH, 2009.

**DZ Bank AG (2016):** *Bonuszertifikate – Attraktive Renditen bei seitwärts oder aufwärts tendierenden Märkten*, online im Internet, [https://www.dzbank-derivate.de/filedb/deliver/xuuid/10012ca836ca05da41f2aa7cf3f0fa8ec26f/name/GS\\_Bonuszertifikate.pdf](https://www.dzbank-derivate.de/filedb/deliver/xuuid/10012ca836ca05da41f2aa7cf3f0fa8ec26f/name/GS_Bonuszertifikate.pdf); Abfrage vom 26.08.2019.

**Gantenbein, Pascal/ Spremann, Klaus (2014):** *Zinsen, Anleihen, Kredite*, München: Oldenbourg Wissenschaftsverlag GmbH, 2014.

**Geissmann, Bruno (1991):** *Kreditrisiko im Auslandsgeschäft - aus Sicht der Revision*, Stuttgart: Verlag Paul und Bern und Stuttgart, (1991).

**Gerke, Wolfgang (2002):** *Gerke Börsen Lexikon*, Wiesbaden: Betriebswirtschaftlicher Verlag Dr. Th. Gabler GmbH, (2002).

**Geyer, Christoph/ Uttner, Volker (2007):** *Praxishandbuch Börsentermingeschäfte – erfolgreich mit Optionen, Optionsscheinen und Futures*, Wiesbaden: Betriebswirtschaftlicher Verlag Dr. Th. Gabler – GWV Fachverlag GmbH, 2007.

**Goldman Sachs International (Hrsg.) (2015):** *Bonus-Kompass – Theorie & Praxis - Geldanlage mit Bonuszertifikaten*, online im Internet, <https://www.goldmansachs.com/worldwide/germany/>; Abfrage vom 26.08.2019.

**HSBC Trinkaus & Burkhardt AG (Hrsg.) (2008):** *Bonus-Zertifikate – die clevere Alternative zu Aktien*, online im Internet, <https://www.hsbc-zertifikate.de/home/produkte/anlagezertifikate/bonus-zertifikate.html>; Abfrage vom 26.08.2019.

**HSBC Trinkaus & Burkhardt AG (Hrsg.) (2016):** *Zertifikate und Optionsscheine*, online im Internet, <https://www.hsbc-zertifikate.de/home/produkte/anlagezertifikate/bonus-zertifikate.html>; Abfrage vom 26.08.2019.

**Hull, John C. (2012):** *Optionen, Futures und andere Derivate*, 8., aktualisierte Aufl., München: Pearson Deutschland GmbH, 2012.

**Juraj, Janos/ Hunziker, Stefan (Hrsg.) (2010):** *Rendite und Risiken von Zertifikaten – Bewertung und Beurteilung von strukturierten Finanzprodukte*, Berlin: Erich Schmidt Verlag, 2010.

**o. V. (2018):** „*Too big to fail*“ - *Der Fall der Investmentbanker Lehman Brothers*, online im Internet, <https://www.wiwo.de/unternehmen/banken/too-big-to-fail-der-fall-der-investmentbank-lehman-brothers/23057408.html>; Abfrage vom 26.08.2019.

**o. V. (o. J.a):** *Börsenlexikon*, online im Internet, <http://www.finanztreff.de/wissen/boersenlexikon/faelligkeitstag/6678>; Abfrage vom 26.08.2019.

**o. V. (o. J.b):** *Zertifikate-Matrix*, online im Internet, <https://www.finanzen.net/zertifikate/zertifikatematrix>; Abfrage vom 26.08.2019.

**Schmidt, Sebastian (2008):** *Handbuch der Zertifikate*, 4. Aufl., Berlin: d&s Consulting GmbH, 2008.

**Schmidt, Wolfgang (2011):** *Anlage in Wertpapieren*, in: Berufsbildungswerk der Deutschen Versicherungswirtschaft (BWV) e.V. (Hrsg.), *Finanzdienstleistungen für Privat- und Gewerbekunden*, Karlsruhe: Verlag Versicherungswirtschaft GmbH, 2011, S. 60-194.

**Steiner, Manfred/ Bruns, Christoph/ Stöckl, Stefan (2017):** *Wertpapiermanagement – Professionelle Wertpapieranalyse und Portfoliostrukturierung*, 11. Aufl., Stuttgart: Schäffer-Poeschel Verlag Stuttgart, 2017.

**SVSP (Hrsg.) (2019):** *SVSP Swiss Derivate Map 2019*, online im Internet, <https://www.svsp-verband.ch/strukturierte-produkte/>; Abfrage vom 26.08.2019.

**Treu, Sabrina (2012):** *Fragen und Antworten zu Anlagezertifikaten und Hebelprodukten*, online im Internet, <https://www.hsbc-zertifikate.de/home/produkte/anlagezertifikate/bonus-zertifikate.html>; Abfrage vom 26.08.2019.

**WestLB AG (Hrsg.) (o. J.):** *Grundwissen Zertifikate - Eine neue Anlagewelt entdecken*, online im Internet, <https://deutscherderivateverband.de/DE/Media-Library/Document/Studies/Finale%20Einsteigerbro-schüre%20WestLB%20Zertifikate.pdf>; Abfrage vom 26.08.



