

## Zertifikate-Check: Erfolgreiche Strategien

Gast: Matthias Steinhauer, Concept Vermögensmanagement



**Strategie-Zertifikate erfreuen sich – insbesondere bei den emittierenden Banken – zunehmender Beliebtheit. In Zeiten zunehmend unruhiger Märkte geht es dabei um den Versuch, mittels objektiv messbarer Kriterien langfristig die "richtigen" Aktien zu identifizieren und so eine Outperformance zu ermöglichen. Die dabei angewandten Methoden sind vielfältig; sie nachzuvollziehen ist nicht immer einfach, aber umso wichtiger. Matthias Steinhauer stellt die interessantesten Zertifikate vor.**

Neue Ideen braucht Ihr Kapital: Viele Anleger mussten in den letzten Monaten zusehen, wie über Jahre aufgebaute Vermögenszuwächse durch die langanhaltende Baisse an den internationalen Aktienmärkten wieder zunichte gemacht wurden.

Dabei wurden insbesondere die "stock picker" einmal mehr um die Erfahrung bereichert, dass der Versuch, die wenigen wirklich erfolgreichen Aktien aus einem Gesamtuniversum zu selektieren, regelmäßig an mathematischen Gesetzmäßigkeiten scheitert. Diesem Schicksal mit einer Anlage in Fonds auszuweichen, vermag in aller Regel die Schäden zu mindern; gleichwohl wird der teuer bezahlte Analyse- und Managementaufwand in der überwältigenden Mehrzahl aller Fälle mit einer mehr oder weniger ausgeprägten Underperformance gegenüber den gängigen Indices "entlohnt".

Dennoch liegt auf der Hand, dass es in allen Marktphasen Aktien gibt, die aufgrund ihrer momentanen Unterbewertung überdurchschnittliches Potential aufweisen. Es geht also um die Frage, die so alt ist, wie die Aktie selbst: Welches Hindernis versperrt immer wieder den Königsweg, der zur langfristigen und zuverlässigen Identifikation potentialstarker Werte führt? Das Hindernis ist der Mensch! - Der Mensch mit seiner Ungeduld, mit seinen Ängsten und Hoffnungen, mit dem Reichtum (gleichzeitig aber auch der Last) seiner Erfahrungen und mit seinem Hang zur emotionalen Interpretation nüchterner Daten. Dies zusammen genommen vermeidet sehr zuverlässig, dass von Menschen beeinflusste Entscheidungen langfristig bessere Ergebnisse bringen, als ein korrespondierender Index.

Erfolg versprechender als die Entscheidungsfindung anhand fundamentaler, dennoch aber subjektiver, Analyse ist der Versuch herauszufinden, welche objektiv messbaren Parameter in zurück liegenden Perioden die Identifikation unterbewerteter Aktien ermöglicht hätten. Ein solches Parameter stellt beispielsweise die Dividendenrendite einzelner Aktien dar. So schneiden z.B. längerfristig Aktien mit überdurchschnittlich hohen Dividendenrenditen besser ab, als der sie umgebende Markt. Eine einfache, aber umso überzeugendere Strategie.

Andere Kennziffern könnten bspw. das Kurs-Gewinn-Verhältnis oder das Kurs-Buchwert-Verhältnis sein. Ein sehr aussagekräftiges Kriterium stellt darüber hinaus das so genannte Momentum dar. Das **Momentum** misst die Stärke bzw. die Dynamik einer Bewegung. Dies kann die Entwicklung des Aktienkurses, aber auch die Entwicklung des Unternehmensgewinnes einer Aktie sein.

Die **Objektivierung der Anlageentscheidung** orientiert sich dabei an der These, dass ein festzustellender Trend – in welche Richtung auch immer – nie plötzlich gebrochen wird, sondern einem Trendwechsel zunächst immer eine abnehmende Dynamik der Bewegung vorausgeht. Anders gesagt: Bei Aktien mit hoher Richtungsstabilität im Kursverlauf ist die Wahrscheinlichkeit einer unmittelbaren Trendwende relativ gering. Nimmt die Dynamik dagegen ab, wird eine Aussage über den weiteren Verlauf schwieriger. Grundlage der Momentum-Strategie ist also die Aufstellung einer Rangfolge von Aktien mit möglichst großem positivem Momentum – entweder in der Kursentwicklung, in der Gewinnentwicklung des Unternehmens oder in beidem. Abgerundet wird dieser Ansatz häufig durch zusätzliche Filter, die die Zuverlässigkeit der Aussage erhöhen sollen.

Aber Achtung: Nicht überall, wo Momentum drauf steht ist auch Momentum drin; der Etikettenschwindel treibt Blüten. So bietet z.B. der König unter den Anbietern von Strategie-Zertifikaten, das Investmenthaus Merrill Lynch, trotz entsprechender Namensgebung kein echtes Momentum-Zertifikat an. Aber auch bei anderen Anbietern verkörpern die wenigsten sogenannten Momentum-Zertifikate tatsächlich reine Momentum-Strategien. Zu unterscheiden sind vielmehr folgende Ansätze:

1. Orientierung an den geschätzten Gewinnerwartungen für die Unternehmen. Dieses beruhen i.d.R. auf I/B/E/S-Veröffentlichungen <sup>1</sup>. Zu berücksichtigen ist hierbei, dass diese Daten aus subjektiv gefärbten Einzelwahrnehmungen von um Objektivität bemühten Analysten bestehen.
2. Orientierung am Verhältnis zwischen KGV (Kurs-Gewinn-Verhältnis) und den geschätzten Gewinnzuwächsen für die Zukunft. Danach gilt, dass ein hohes KGV gerechtfertigt wird durch entsprechend starke Gewinnzuwächse. Attraktiv ist ein Wert besonders bei einem trotz hohem Gewinnpotential niedrigen KGV.
3. Orientierung am Gewinnrend der Unternehmen. – Dies kennzeichnet die Suche nach stabil und zuverlässig wachsenden Werten.
4. Orientierung an der zurückliegenden Performance der Aktien.
5. Eine Kombination aus mehreren dieser Strategien.

Wichtig ist im Zusammenhang mit Strategie-Zertifikaten außerdem grundsätzlich, dass die jeweilige Zusammensetzung aufgrund festgelegter und **objektiv messbarer Kriterien** erfolgt. Im Markt werden darüber hinaus Zertifikate angeboten, deren Zusammensetzung "ein Anlageausschuss" oder ein "Managerindex" bestimmt. Hier ist wieder der Mensch im Spiel und Zufälligkeiten für das Anlageergebnis bestimmender, als gezielte Selektion.

Im Hinblick auf veröffentlichte **Backtests** ist gründliche Analyse angeraten: Je weniger Einzeltitel die Strategie bzw. das Universum umfasst, desto bessere Möglichkeiten bestehen, durch das Verstellen einzelner Schraubchen die Strategie profitabel darzustellen. Wie aussagefähig ein solcher Backtest dann für die Zukunft ist, sei dahingestellt.

---

<sup>1</sup> I/B/E/S: Institutional Brokers Estimate System International  
Diese Datenbank enthält Analysen von 800 Banken aus 52 Ländern und faßt die einzelnen Analystenerwartungen auf Basis von Unternehmen, Sektoren, Ländern und gesamten Märkten zusammen. I/B/E/S sammelt diese Daten für US-Unternehmen seit den 70er Jahren und für die wichtigsten internationalen Aktien seit Mitte der 80er Jahre.

Bezeichnung	• WKN • Fällig	Bank	Underlying	Backtest seit einschl.	• Spread • jährl. Gebühr • Divid.- teilhabe	• Anpas- sungs- kriterien • Anpas- sungen pro Jahr	Strategie
Euro-Momentum	• 292.835 • 08.04.06	ML	20 aus MSCI Europa (explizit D, F, I, E, NL)	1992	• 1% • keine • keine	• Gewinn-schätzungen I/B/E/S • 6x	Banaler Ansatz: Zählung der Gewinnrevisionen. Kennzahl = Differenz aus positiven und negativen Revisionen geteilt durch Anzahl der Revisionen.
Global-Momentum	• 319.436 • 28.10.06	ML	20 aus MSCI World	1993	• 1% • 0,5% • keine	• Gewinn-schätzungen I/B/E/S • 6x	siehe oben
Triathlon-Zertifikat	• 263.101 • 23.07.04	HLB	15 aus STOXX 50	1992	• n.b. • keine, aber 10% der Outperformance über STOXX 50 • keine	• I/B/E/S-Gewinn-schätzungen / • Kurs-Momentum / Dividendenrendite • 12x	5 Titel mit den höchsten positiven Gewinnrevisionen. 10 Titel mit größtem pos. Kursmomentum, nach Dividendenrend. aufsteigend
ESTOXX Sektoren Zertifikat	• 635.144 • 25.05.11	DRB	18 der 18 EuroStoxx Sektoren		• 2% • keine, aber 25% der Outperformance über STOXX 50 • ?	• Relative Stärke • 52x	Die Gewichtung der 18 Sektoren untereinander wird über ein nicht näher beschriebenes Modell dargestellt
EuroVision X-Zertifikat (DB)	• 709.376 • 22.05.07	DB	15 aus Euro Stoxx 50	1994	• 1,25% • 1,2% • 85%	• I/B/E/S • PEG-Ratio <sup>2</sup> • 1x	Rangfolge nach niedrigster PEG-Kennziffer.
Blue Diamond	• 687.895 • kein Laufzeitende	CSFB	Bis zu 30 aus 20.000 Aktien (Notiz in USA oder Europa)	1992	• 1% zu US-Börsenzeiten, sonst 3% • 1,95% • keine	• I/B/E/S-Gewinnreihen • PEG • 1x	Es werden nur Unternehmen mit intakten Gewinnrends identifiziert.
Europe PEG 20	• 631.942 • 04.04.06	UBS	20 aus STOXX	06/1993	• n.b. • 1,5% • keine	• I/B/E/S • PEG-Ratio • 4x	Rangfolge nach niedrigster PEG-Kennziffer.
DJ Euro STOXX 50 Momentum	• 604.337 • 28.03.03	DRB	10 aus Euro STOXX 50	kein	• 1% • keine • keine	• Monats-performance • 12x	Die Titel mit der höchsten Performance im Vormonat werden jeweils in das Zertifikat aufgenommen.

## **Zu den Zertifikaten im einzelnen:**

### Euromomentum / Global Momentum [Merrill Lynch]

Die beiden "Momentum-Zertifikate" von Merrill Lynch sind eigentlich gar keine. Das Auswahlkriterium bei beiden Zertifikaten bildet ein reiner Zählalgorithmus. Dazu werden alle zwei Monate die Ergebnisschätzungen sämtlicher Analysten, die Einschätzungen zu einem Wert abgeben, herangezogen. Nun wird die Anzahl der positiven Veränderungen in den Gewinnerwartungen von der Anzahl der negativen Veränderungen der Gewinnerwartungen subtrahiert. Das Ergebnis wird durch die Anzahl der abgegebenen Analysen geteilt. Der Wert mit der höchsten Kennzahl steht im Rang an erster Stelle.

Im Backtest mag das EuroMomentum-Zertifikat überzeugen, das GlobalMomentum-Zertifikat dagegen eher weniger.

Für diese recht banale Strategie verlangt ML in einem Fall kein und im anderen Fall 0,5% Verwaltungsvergütung. Auf die Dividenden muß der Anleger in jedem Fall verzichten.

### Triathlon-Zertifikat [Hamburger Landesbank]:

Hier soll durch eine Vorselektion erreicht werden, dass die 15 enthaltenen Titel eine Mischung darstellen aus Substanz- und Wachstumswerten. Dazu werden zunächst fünf Werte analog der Vorgehensweise beim Euro- und Globalmomentum von ML ausgewählt. Die nächsten zehn Titel werden durch einen mathematischen Momentumindikator (Formel nicht bekannt) identifiziert, innerhalb derer die Rangfolge durch die Dividendenrendite bestimmt wird.

Das Zertifikat hat im Backtest eine überzeugende und auch relativ phasenkonstante Outperformance ggü. dem EuroStoxx 50 erzielt, die auch erhalten bleibt, wenn man den Backtest auf der Zeitachse verschiebt. Von einer Fortsetzung dieses Erfolges ist der Emittent offenbar überzeugt. Kein Verwaltungshonorar, dafür aber eine 10%ige Partizipation des Emittenten an einer den EuroStoxx 50 übertreffenden Entwicklung.

### ESTOXX Sektoren Zertifikat [Dresdner Bank]:

Ein möglicherweise intelligenter Ansatz kommt bei diesem Zertifikat leider nicht voll zur Blüte: Die 18 Branchensektoren im Dow Jones EuroStoxx-Index werden hier nach ihrer jeweiligen relativen Stärke gewichtet. Darüber hinaus fließt eine Renditeerwartungsprognose in die Entscheidung über die Zusammensetzung ein. Der letztendliche Algorithmus, der über den Zertifikate-Inhalt entscheidet, liegt in einer Black-Box namens Roland Eller Asset Management Consulting (=Advisor) begraben.

Ein Viertel der erzielten Outperformance ggü. dem EuroStoxx 50 geht an den Advisor.

### EuroVision X-Zertifikat [Deutsche Bank]:

Dieses Zertifikat stellt einen Zusammenhang her zwischen dem Kursgewinnverhältnis einer Aktie (je niedriger, desto attraktiver) und dem erwarteten Gewinnwachstum nach I/B/E/S (je höher, desto attraktiver). Beide Kennziffern werden in Relation zu einandergesetzt (sog. PEG-Ratio). Abgesehen von der Subjektivität der I/B/E/S-Schätzungen ist dies ein sehr objektiver Ansatz. Der über 7 Jahre dargestellte Backtest scheint überzeugend – aber vielleicht doch etwas zu kurz: Seit Emission des Zertifikates verlor die Benchmark, der EuroStoxx 50, 21% an Wert. Das Zertifikat liegt um 27% daneben. Die hohe Verwaltungsvergütung i.H.v. 1,2% p.a. stößt angesichts des geringen Aufwands bei Konstruktion und Zusammensetzung des Zertifikates (eine Anpassung pro Jahr) etwas bitter auf. Als sehr positiv dagegen ist zu vermerken, dass die Deutsche Bank mit diesem Zertifikat als einziges Institut eine Dividendenteilhabe einräumt.

### Europe PEG 20 [UBS]:

Nach genau dem gleichen Strickmuster funktioniert dieses Zertifikat der UBS Warburg. Lediglich das Universum ist größer und Anpassungen werden vier mal jährlich vorgenommen. Ob dies ein jährliches Honorar i.H.v. 1,5% rechtfertigt, mag der Anleger entscheiden. Dividenden gibt's dafür jedenfalls nicht.

### Dow Jones Euro STOXX 50 Momentum [Dresdner Bank]:

Das Zertifikat folgt dem Motto "The Trend is Your Friend" oder anders gesagt: "Kaufen, was steigt!".

Es geht um ein reines Trendfolgemodell. Die Aktien, die im zurückliegenden Monat durch Outperformance gegläntzt haben, werden in das Zertifikat aufgenommen. Dabei liegt der – nachvollziehbare - Gedanke zugrunde, dass auf diese Weise die Titel gefunden werden können, die gerade am Beginn einer längeren Aufwärtsbewegung (oder relativen Outperformance) stehen. Bestätigt sich der positive Impuls nicht, so wird der Titel einen Monat später wieder aus dem Basket gestrichen und so faktisch gleichzeitig eine Stop-Loss-Strategie umgesetzt.

Das Zertifikat ist preisgünstig, hat allerdings den Schönheitsfehler einer extrem kurzen Laufzeit. – Insofern (leider) keine Empfehlung.

### Blue Diamond (CSFB):

Den nach unserem Eindruck interessantesten Ansatz verfolgt das **Blue Diamond-Zertifikat der CSFB**. Hier wurde offenbar eine Menge Gehirnschmalz verbraten:

Die Strategie deckt ein riesiges Universum von 20.000 Titeln ab. Wichtigstes Kriterium für ein Ranking ist eine intakte Gewinnreihe über 7 Jahre (5 rückwärts und für das aktuelle und nächste Jahr I/B/E/S-Schätzungen). Innerhalb dieser Datenreihe müssen ausschließlich Gewinne erzielt worden sein. Sind diese in einem Jahr um mehr als 15% rückläufig, so verliert der Titel seine Qualifikation. Beträgt ein etwaiger Gewinnrückgang mehr als 10% und weniger als 15%, so muß im Folgejahr wieder ein Gewinnzuwachs erzielt werden/worden sein, um den Titel dennoch zu qualifizieren. Das so gewonnene Filtrat wird in zwei Bestandteile zerlegt: 75% der Titel stammen aus dem Sector "Old Economy", die übrigen 25% repräsentieren Technologietitel. Die Extraktion von insgesamt 30 Titeln erfolgt aufgrund der Rangfolge des mittels einer PEG-Kennzahl ermittelten Kurspotentials jeder einzelnen Aktie.

Resultat ist ein beeindruckender Wertverlauf im Backtest: Bis einschl. 2000 schloß kein Jahr im Minus ab. Bis auf ein Jahr wurde eine beispielhafte Benchmark (½ Stoxx 50 und ½ Dow Jones) regelmäßig übertroffen. Es gab keine Ergebnisverfälschung durch eine Ausnahmepériode, in welcher ein überdurchschnittlich großer Abstand zu den Indices erreicht werden konnte. Lediglich in 2000 war die Strategie besonders überlegen. Aber auch unter Herausrechnung dieses Jahres bleibt es bei der regelmäßigen Outperformance. Zur Aussagefähigkeit von Backtests: Bei diesem Zertifikat halten wir den Backtest in sofern für aussagekräftig, als das Universum von über 20.000 Gattungen kaum einen Spielraum läßt, so lange an den Feineinstellungen zu schrauben, bis die Strategie – rückwärts betrachtet - paßt. Dies gelingt bei einem nur 50 Werte umfassenden Index viel eher. Nein, hier gibt es unseres Erachtens wenig Raum für Zufälligkeiten.

**Ein Zertifikat also, welches uns aufgrund des breiten Universums, des ausgefeilten Konzeptes, der uneingeschränkten Objektivität sämtlicher Entscheidungsparameter sowie nicht zuletzt aufgrund seiner zuverlässigen Outperformance überzeugt. Dieser tut auch die einzukalkulierende sehr hohe Verwaltungsvergütung keinen Abbruch; auch nach Kosten – Zahlen liegen uns vor – ist die Rendite der Strategie weit überdurchschnittlich.**

[Die Strategie in Details: [www.gewinnstrategie.com](http://www.gewinnstrategie.com)]

Alle Angaben erfolgten nach bestem Wissen. Der Autor haftet nicht für finanzielle Verluste, die durch die Umsetzung von Empfehlungen entstehen. Nähere Einzelheiten über die vorgestellten Zertifikate und Emissionsbedingungen unter [www.c-vm.com](http://www.c-vm.com) [MEDIEN/Exklusiv bei n-tv].

10. September 2001