

## Zertifikate-Check: Weniger kann mehr sein.

Gast: Matthias Steinhauer, ConceptT Vermögensmanagement, Bielefeld



Nach dem Kursfeuerwerk der letzten Wochen – immerhin hat sich z.B. der DAX seit seinem Tief am 21.9. um 40% verbessert – ist die Frage erlaubt, wie lange diese erfreuliche Tendenz anhält. Und für den Fall, dass uns weiter steigende Kurse gegeben sind – wie hoch werden sie steigen? Umgekehrt macht die Frage, ob die politischen und militärischen Entwicklungen der letzten Wochen an der Sicherheitslage der westlichen Welt etwas verändert haben, nicht unbedingt Mut. Unverändert schwingt die Angst vor weiteren terroristischen Angriffen in allem Tun und Denken mit. Dies mag auch für die Aktienmärkte weiterhin ein schwer kalkulierbares Risiko beinhalten.

Es geht – wie eigentlich immer – um die Grundfrage: Ist der Aktienmarkt eher oben oder eher unten? Ist er gar fair bewertet und damit verbunden die Wahrscheinlichkeit hoch, dass in einem Jahr nicht wesentlich andere Kurse notieren werden, als heute?

Vor dem Hintergrund dieser Fragestellungen werden Anlagevehikel interessant, die eine auskömmliche Rendite auch dann ermöglichen, wenn Aktienmärkte sich kaum oder nur mäßig entwickeln, und die sich darüber hinaus durch einen Risikopuffer für den Fall rückläufiger Kurse auszeichnen. Den so beschriebenen Charakter verkörpern **Discount-Zertifikate**.

### Zur Begriffsklärung:

Reine Index-Zertifikate sind Schuldverschreibungen (i.d.R. namhafter Banken), die eine vollständige Partizipation an der Entwicklung des zugrunde liegenden Index (bspw. des DAX) verbrieft. Sie sind häufig mit einer bestimmten Fälligkeit versehen; es gibt jedoch auch bereits zahlreiche Endlos-Zertifikate. Die vollständige Index-Partizipation versteht sich in beide Richtungen: Ein Kursanstieg des Index schlägt sich für den Zertifikate-Investor in einem Verhältnis von 1:1 nieder, ein Kursverfall dementsprechend.

Die Besonderheit von Discount-Zertifikaten liegt in der veränderten Chance-/Risikostruktur gegenüber reinen Index-Zertifikaten. Beide Seiten der Medaille – Gewinnchance und Verlustrisiko – werden beschnitten: Der Rückzahlungsbetrag wird auf einen bestimmten Höchstbetrag reduziert. Im Gegenzug notiert das Zertifikat günstiger als der Index.

Juristisch gesehen vereint das Discount-Zertifikat zwei miteinander kombinierte Geschäfte. Dies ist zum einen der Kauf des Index (Index-Long) und der gleichzeitige Verkauf einer Call-Option (Call-Short), wobei der Basispreis des Calls gleichzeitig den maximalen Rückzahlungsbetrag für das Zertifikat darstellt. Durch den verkauften Call wird das Gesamtgeschäft günstiger als die direkte Investition in einen Index.

## Ein Beispiel sagt mehr als tausend Worte:

Einen besseren Eindruck von der Funktionsweise und den Mechanismen von Discount-Zertifikaten vermittelt ein konkretes, mit Zahlen gefülltes Beispiel:

**Discount-Zertifikat auf den EuroStoxx50, Cap 4.000, von Trinkaus & Burkhardt, WKN 636.720.** Die relevanten Parameter sind:

Aktueller Indexstand: .....	3.750 Pkt.
maximaler Rückzahlungsbetrag (Cap): .....	4.000 Pkt.
Laufzeit bis zum: .....	20.06.2003
Kaufpreis: .....	3.304 €

### Maximaler Kursgewinn:

$$= \text{Cap} - \text{Kaufpreis} = 696 \text{ €} = \mathbf{21\%}^*)$$

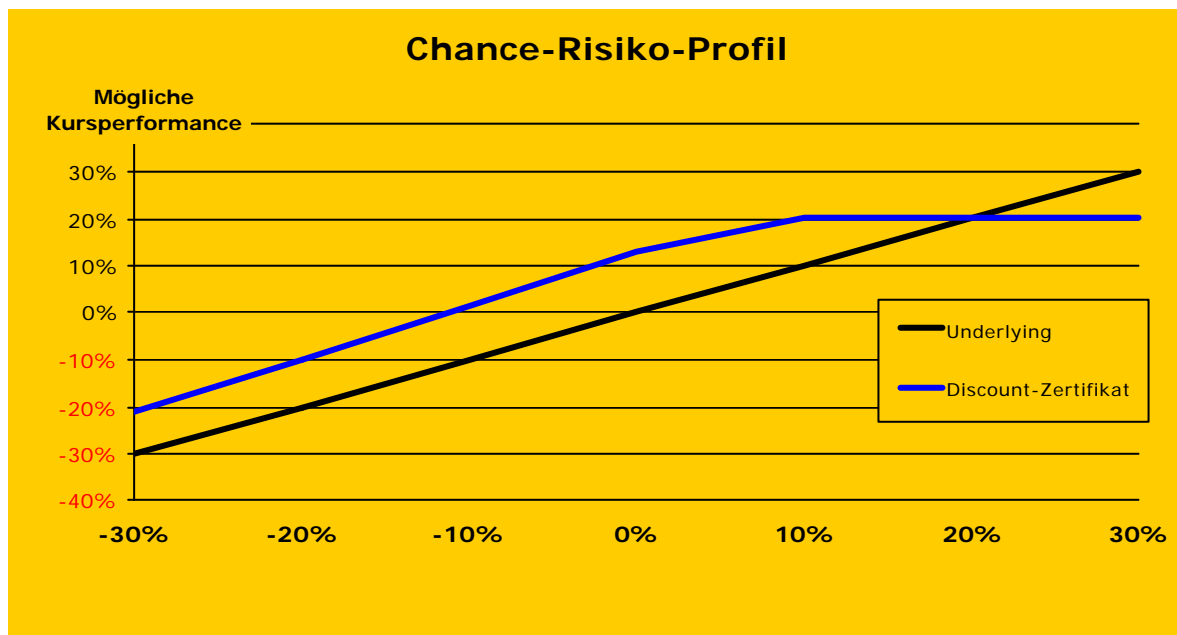
### Break-Even (Index-Niveau, ab dem eine reine Indexpartizipation profitabler wäre:

$$= \text{Aktueller Index} + 21\% = 3.750 \times 1,21 = \mathbf{4.537,50 \text{ Punkte}}^*)$$

### Risikopuffer (möglicher Index-Rückgang ohne Kursverlust im Discount-Zertifikat):

$$= \text{Aktueller Index} - \text{Kaufpreis} = 3.750 - 3.304 = \mathbf{446 \text{ Punkte oder } 11,9\%}^*)$$

<sup>\*)</sup> Alle Daten gelten zum Fälligkeitszeitpunkt. Das Wertpapier entwickelt sich nicht linear. Vielmehr wird der Kurs im Verlauf von verschiedenen Parametern, so insbesondere vom Kursverlauf und der Volatilität des Underlyings, beeinflusst.



## Nutzen und Einsatzmöglichkeiten des ersten Beispiels:

Der besondere Charme dieses Anlagebeispiels liegt zum einen in der parallel verschobenen Risikogerade (12% Puffer) und zum anderen in der Möglichkeit, auch bei einem stagnierenden Marktumfeld eine ansprechende Rendite erzielen zu können. Dies begrenzt auch gleichzeitig die Einsatzmöglichkeiten: Es handelt sich um das richtige Instrument für den Investor, der für die nächsten 1½ Jahre keine überdurchschnittlichen Kurszuwächse erwartet, gleichzeitig aber noch ein begrenztes Restrisiko im Markt sieht. Für von diesem Erwartungskorridor abweichende Markterwartungen müssen andere Instrumente gesucht werden.

## Unbegrenzte Variationsmöglichkeiten:

Discount-Zertifikate können Anlageinstrumente für jeden Geschmack darstellen. Mit den zur Verfügung stehenden Variablen Underlying, Basispreis und Fälligkeit lassen sich auch Strategien darstellen, die den risikoaversen Anleger ansprechen, welcher die Investition in Aktien eher scheut. So läßt sich bspw. ein so großer Discount wählen, dass das zu erwartende Kursverlaufsprofil eher an eine festverzinsliche Anlage in Form eines Zero-Bonds erinnert. Auch hierzu ein konkretes Beispiel:

### Discount-Zertifikat auf den DAX, Cap 4.000, Commerzbank, WKN 802.617.

Die relevanten Parameter sind:

Aktueller Indexstand: .....	5.164 Pkt.
maximaler Rückzahlungsbetrag (Cap): .....	4.000 Pkt.
Laufzeit bis zum: .....	26.03.2003
Kaufpreis: .....	3.662 €

Der maximale Rückzahlungsbetrag liegt deutlich unter dem aktuellen Indexstand, wodurch ein sehr großer Risikopuffer erreicht wird (s.u.).

#### Maximaler Kursgewinn:

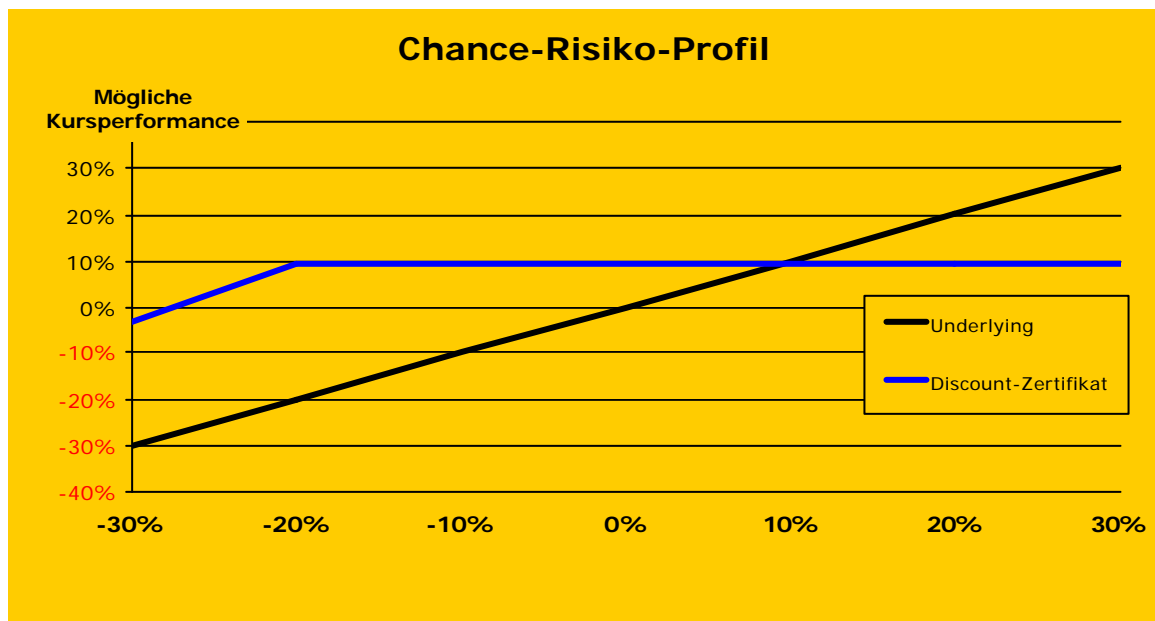
= Cap - Kaufpreis = 338 € = **9,22%** \*)

Den **Break-Even** gegenüber einer reinen Indexpartizipation zu berechnen, macht an dieser Stelle keinen Sinn, geht es doch um eine sicherheitsorientierte Anlage, die eher mit festverzinslichen Wertpapieren vergleichbar sein soll.

#### Risikopuffer (möglicher Index-Rückgang ohne Kursverlust im Discount-Zertifikat):

= Aktueller Index - Kaufpreis = 5.164 - 3.662 = **1.502 Punkte oder 29%** \*)

\*) Alle Daten gelten zum Fälligkeitszeitpunkt. Das Wertpapier entwickelt sich nicht linear. Vielmehr wird der Kurs im Verlauf von verschiedenen Parametern, so insbesondere vom Kursverlauf und der Volatilität des Underlyings, beeinflusst.



## Nutzen und Einsatzmöglichkeiten des zweiten Beispiels:

Auch hier zunächst ein Blick auf den Rendite-Risiko-Vergleich:

Die Rendite ist – in Relation zu anderen eher risikoarmen Anlagen – mit 9,2% absolut bzw. 6,7% annualisiert sehr attraktiv, liegt sie doch deutlich über der Rendite öffentlicher Anleihen. Der Preis für diese Attraktivität ist jedoch das gegenüber Anleihen oder auch gegenüber Immobilienfonds völlig veränderte Risikoprofil. So korreliert diese Anlage ganz klar mit dem Aktienmarkt, wenn auch ein Marktrisiko von 21% tatsächlich eintreten darf, ohne die erwartete Rendite zu gefährden. Dieser Risikopuffer erscheint jedoch ausreichend und die Wahrscheinlichkeit der Vereinnahmung der maximalen Rendite deshalb hoch. Gleichwohl haben die vergangenen Monate gelehrt, dass Märkte durchaus heftiger reagieren und ursprünglich kaum für möglich gehaltene Kursrückgänge real werden können. Ein doppelter Trost jedoch an dieser Stelle:

1. Das Risiko wird entlohnt mit – wenn erreicht – steuerfreien Renditen. Dies ist der wesentliche Grund dafür, warum Discount-Zertifikate sogenannten Aktien- oder Indexanleihen bzw. Reverse Convertible Bonds bevorzugt werden sollten. Voraussetzung ist allerdings eine Haltedauer von mindestens einem Jahr.
2. Im Risikofall – und diesen sollte der Investor konkret in seine Planung einbeziehen – wird aus dieser Anlage unbeabsichtigterweise eine reines Aktieninvestment. Es sollte im Ernstfall prolongiert und durchgehalten werden können, bis die Gegenbewegung im Underlying eine Rendite erbringt. Insofern ist zwingende Voraussetzung für eine sinnvolle Investition, dass der anvisierte zeitliche Horizont weit genug gefasst ist.

## Grundregeln für den Kauf von Discount-Zertifikaten:

1. Grundsätzlich sind **Zertifikate auf breite Indices** (DAX und Co.) solchen, die auf einzelne Aktien lauten, eindeutig vorzuziehen. Das Einzelwertrisiko ist überproportional höher als das Gesamtmarktrisiko.
2. Der Investor sollte seine **Markterwartung** konkret formulieren können und zielgerichtet nach einem zu dieser Erwartung passenden Zertifikat suchen.
3. Discount-Zertifikate sind als Kombiprodukte in der **Preisgestaltung** sehr intransparent. Deshalb sind Konditionenvergleiche zwischen unterschiedlichen Anbietern wichtig.
4. Der Investor sollte **die entscheidenden Parameter** wie Verlustschwelle und Gewinnmaximum **klar vor Augen** haben. Dazu dienlich ist die Anfertigung eines Chance-Risikoprofils in tabellarischer oder grafischer Form.
5. Die **Laufzeit** sollte aus steuerlichen Gründen mehr als ein Jahr betragen. Ideal sind Laufzeiten zwischen 15 und 24 Monaten. So bleibt nach Ablauf der Spekulationsfrist ausreichender Spielraum auch für eine sich anbietende Auflösung der Position vor Laufzeitende.
6. Der Markt für Discount-Zertifikate ist zuweilen recht illiquide. Ein **börslicher Handel** findet häufig nur einmal am Tag statt. Deshalb ist es wichtig, den Kauf über eine beratende Bank oder einen beratenden Discount-Broker, der direkt beim Emittenten ordern kann, abzuwickeln.
7. Zertifikate sind Inhaberschuldverschreibungen und bergen insofern ein **Emittentenrisiko**. Deshalb sind namhafte Banken als Schuldner zu bevorzugen.