

Zertifikate-Check: Garantie-Zertifikate

Gast: Matthias Steinhauer, CONCEPT Vermögensmanagement



Maximale Rendite bei geringstem Risiko! – Gerade in diesen Monaten ist das der Traum aller schlaflosen Nächte der Aktienanleger. Ein Trend, den auch die Emissionshäuser seit einiger Zeit erkannt und so genannte Garantie-Zertifikate kreiert haben.

Insbesondere seit Mitte letzten Jahres erleben diese Papiere einen Absatz-Schub. 2/3 aller gehandelten Garantie-Zertifikate sind nach der Halbjahreswende 2001 aufgelegt worden.

Ein Trend also, der zumindest in die Zeit passt. Aber nützt er dem Aktieninvestor – auf heutiger Basis – tatsächlich?

Die Garantie-Papiere kommen in unterschiedlichen Varianten auf den Markt. Folgende Grobunterscheidung lässt sich vornehmen:

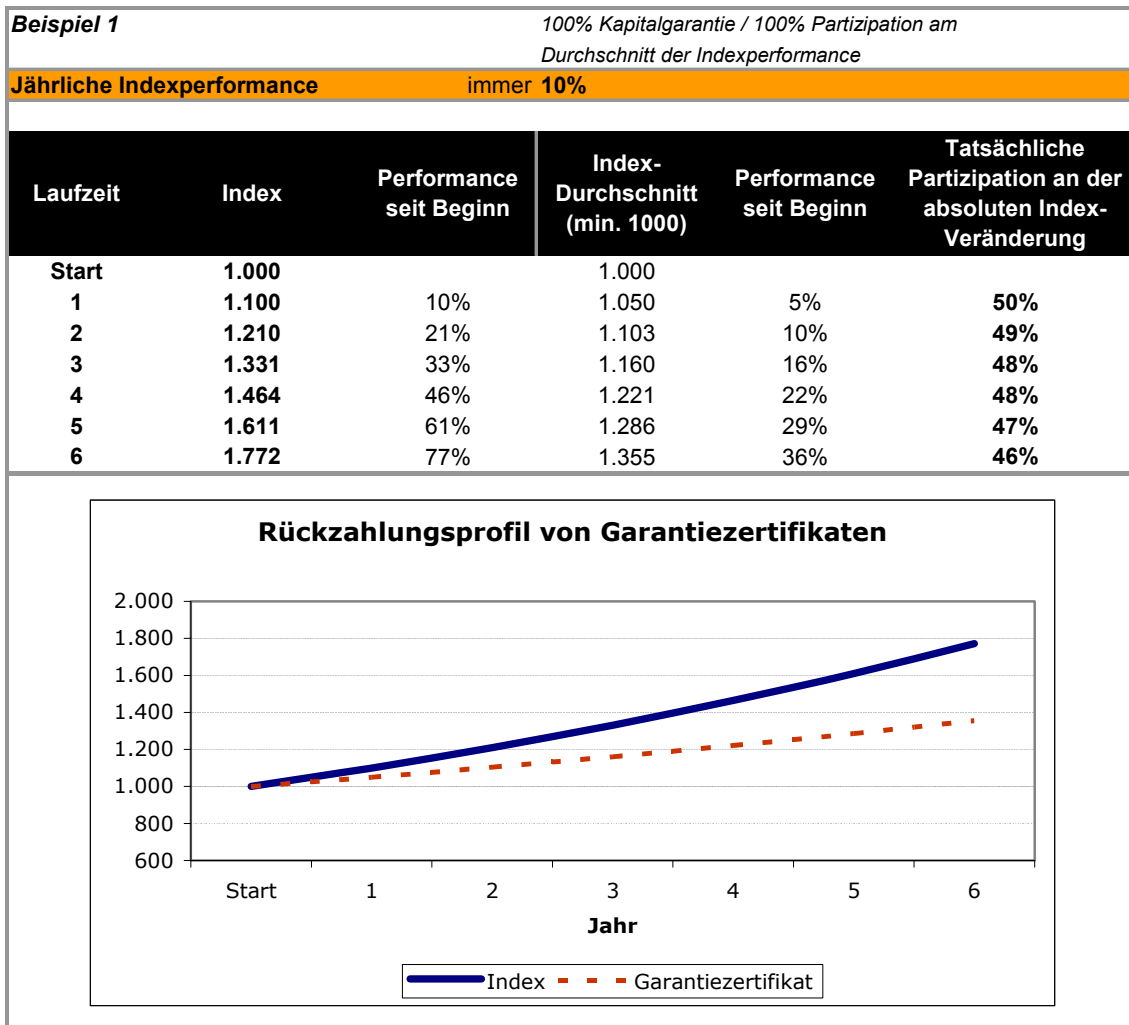
Garantie	Partizipation	Partizipationsgrundlage	Zusatzmerkmale	Steuermerkmale
100%	= 100%	<u>Durchschnittliche</u> Kurssteigerung des zugrunde liegenden Index		-pflichtig
100%	< 100 %	<u>Absolute</u> Kurssteigerung des zugrunde liegenden Index	Häufig: <input type="checkbox"/> Cap <input type="checkbox"/> Ausstiegsoption für Emittenten	-pflichtig
< 100%	> 100%	<u>Durchschnittliche</u> Kurssteigerung des zugrunde liegenden Index		-pflichtig
Garantie-Spanne (bspw. bis minus 25% des Underlyings <u>volle</u> Garantie, bei Verlusten darüber hinaus <u>keine</u> Garantie)	= 100%	<u>Absolute</u> Kurssteigerung des zugrunde liegenden Index		-frei ¹
100%	<< 100%	<u>Verzinsung innerhalb</u> eines engen Korridors		-pflichtig

Soviel vorab: Eine hundertprozentige Kapitalrückzahlungsgarantie bei gleichzeitiger hundertprozentiger Partizipation an den Kurssteigerungen des zugrunde liegenden Index **gibt es nicht**. Volle Chance bei Null Risiko bedeutete das Perpetuum Mobile des Kapitalmarktes. Also gilt: Je umfassender die Garantie sein soll, desto mehr Einschränkungen bei den Chancen muß der Anleger hinzunehmen bereit sein. Dabei sollte darauf geachtet werden, dass sich die Waage nicht unproportional zu Gunsten des Emittenten neigt! Nun zu einigen der o.g. Spielarten:

¹ Außerhalb der 12-Monats-Frist

1. 100% Garantie / 100% Partizipation am Durchschnitt

Einer der beliebtesten Werbeschlager der Emittenten: 100% Garantie bei 100% Chance! Gibt´s aber nicht (s.o.). Was tatsächlich verbrieft wird, ist eine 100%-ige Teilhabe an der durchschnittlichen Kursentwicklung. Dies ist aber – eine gleichmäßige Entwicklung des zugrunde liegenden Index vorausgesetzt – gleichbedeutend mit einer **maximal 50%-igen Teilhabe an der tatsächlichen Indexperformance**. Für eine solch mäßige Chance eine Kapitalrückzahlungsgarantie auszusprechen ist wahrlich nicht teuer und insofern für die Emittenten eine hervorragende Quelle für zusätzliche Erträge! Siehe Beispiel 1 ²:



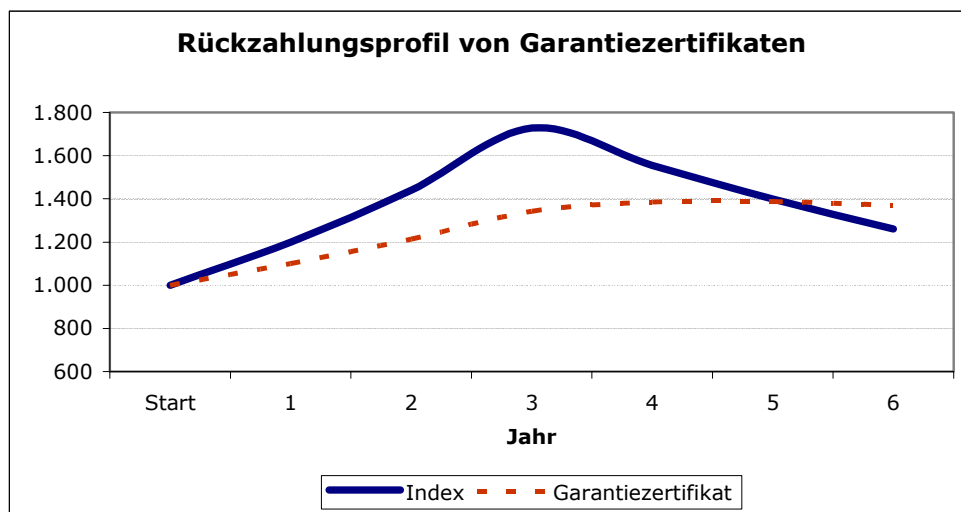
Insofern die klare Empfehlung, solche Titel im Rahmen einer Neuemission nicht zu kaufen. Sinnvoll dagegen kann der Einstieg zu einem späteren Zeitpunkt sein. Dazu unten mehr.

Tatsächliche Vorteile gegenüber vielen Garantie-Alternativen können solche Zertifikate bringen, wenn der zugrunde liegende Index sich am Anfang sofort positiv entwickelt, am Ende der Laufzeit aber im Minus endet. Hier können dann Teile der positiven Performancephasen konserviert werden und resultieren so in einer Minimalrendite zum Laufzeitende. Für ein solches Szenario benötigt jedoch niemand eine Garantie, ist doch ein zwischenzeitlicher Ausstieg zu komfortablen Kursen (und damit eine Vermögenssicherung) immer möglich. Siehe Beispiel 2:

² Die Darstellung der Auszahlungsprofile versteht sich linear und stimmt nur zum Ende der Laufzeit mit dem tatsächlichen Rückzahlungspreis überein. Die Kursbildung während der Laufzeit unterliegt – neben dem Preis für den zugrunde liegenden Index – den Optionspreismechanismen.

Beispiel 2100% Kapitalgarantie / 100% Partizipation am
Durchschnitt der Indexperformance**Jährliche Indexperformance**erst: **20%**dann: **-10%**

Laufzeit	Index	Performance seit Beginn	Index-Durchschnitt (min. 1000)	Performance seit Beginn	Tatsächliche Partizipation an der absoluten Index-Veränderung
Start	1.000		1.000		
1	1.200	20%	1.100	10%	50%
2	1.440	44%	1.213	21%	48%
3	1.728	73%	1.342	34%	47%
4	1.555	56%	1.385	38%	69%
5	1.400	40%	1.387	39%	97%
6	1.260	26%	1.369	37%	142%



Nahezu fatal für das Zertifikat wiederum ist es dagegen, wenn sich der Index zunächst negativ entwickelt. Eben diese Befürchtung ist aber gerade das Hauptmotiv des Käufers. Nach Jahren wieder anziehende Kurse helfen dem Durchschnitt jedenfalls nicht wieder auf die Beine, selbst wenn die anschließenden Kurssteigerungsphasen in der positiven Rendite doppelt so hoch sind, wie die vorangegangenen Phasen negativ rentiert haben. Siehe Beispiel 3:

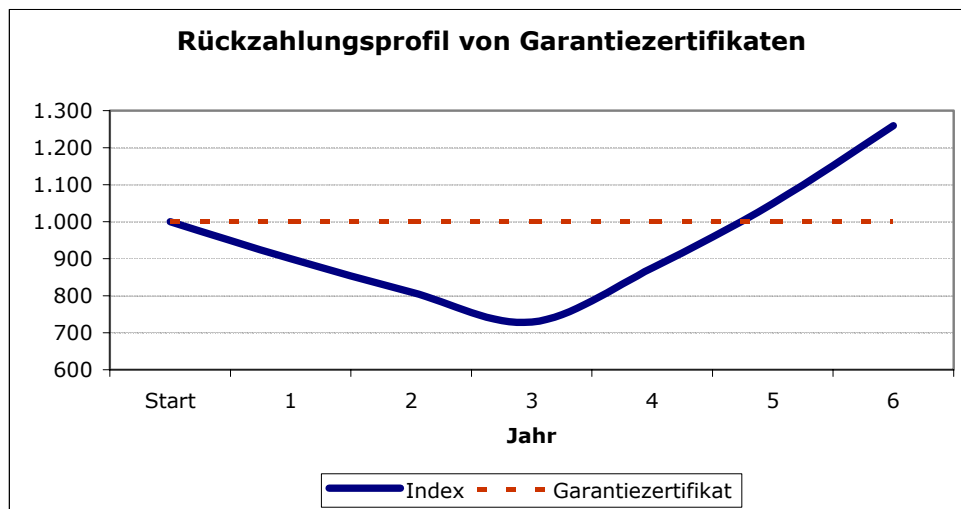
Beispiel 3

Jährliche Indexperformance

erst: -10%

dann: 20%

Laufzeit	Index	Performance seit Beginn	Index-Durchschnitt (min. 1000)	Performance seit Beginn	Tatsächliche Partizipation an der absoluten Index-Veränderung
Start	1.000		1.000		
1	900	-10%	1.000	0%	0%
2	810	-19%	1.000	0%	0%
3	729	-27%	1.000	0%	0%
4	875	-13%	1.000	0%	0%
5	1.050	5%	1.000	0%	0%
6	1.260	26%	1.000	0%	0%



Fazit für diese Variante:

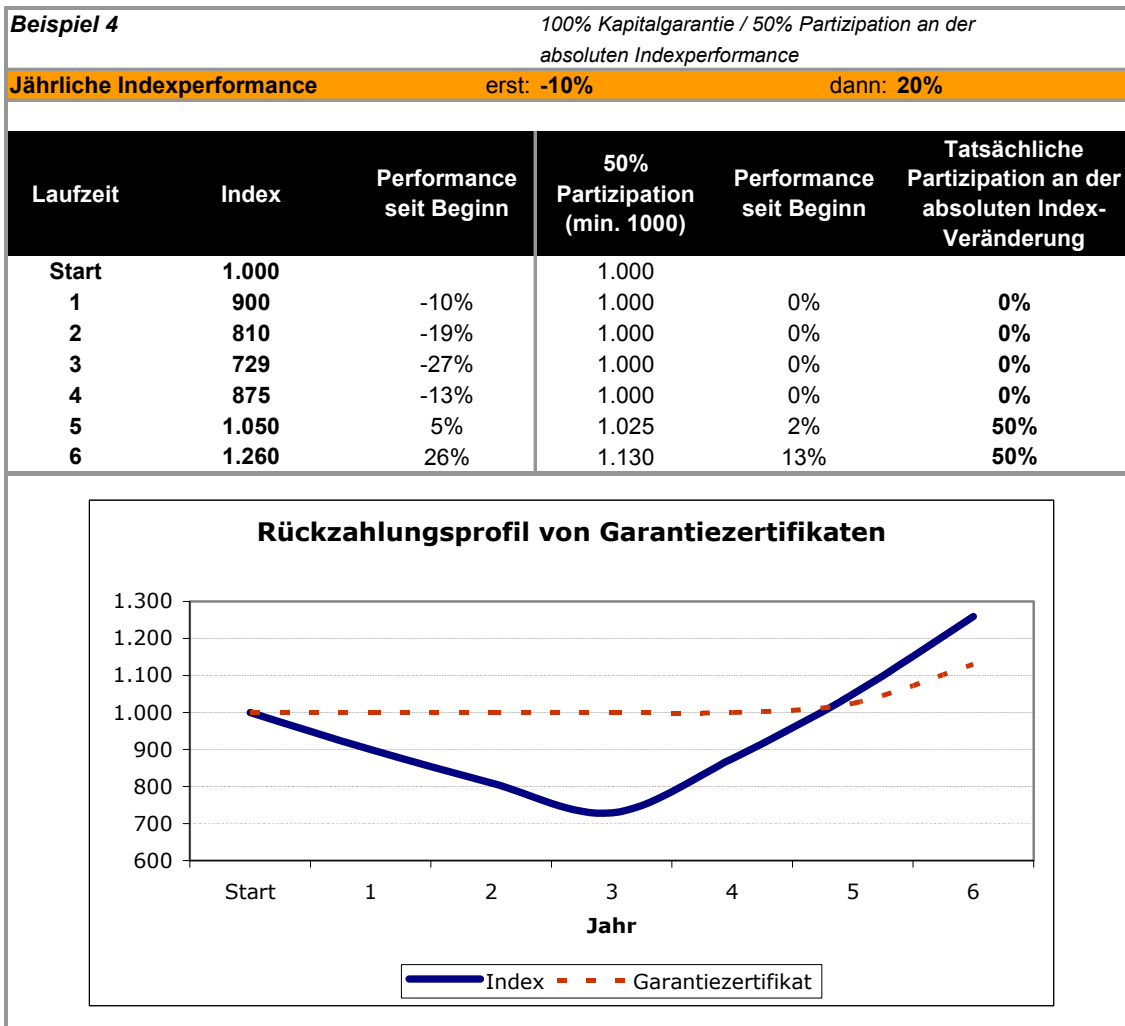
Der Nimbus einer nahezu genialen Möglichkeit, an steigenden Kursen zu partizipieren ohne Risiken eingehen zu müssen, ist dahin. Insbesondere solche Emissionen, die zu einem Zeitpunkt an den Markt gebracht werden, wo die Kurse in der jüngeren Vergangenheit bereits sehr stark gefallen sind und die Wahrscheinlichkeit eher wieder anziehender Kurse gegeben ist, sind nichts weiter als ein feiner Marketing-Gag der Emittenten. Die erzielten Ergebnisse sind zudem steuerpflichtig.

Zugrunde liegendes Zertifikat für diese Berechnung:
Dresdner Bank 100/100-EuroStoxx 50 Zertifikat WKN 174203

2. 100% Garantie / Teil-Partizipation an der absoluten Performance

Es gilt wieder einmal: Vermeintlich weniger kann tatsächlich doch mehr sein. Eine eingeschränkte Partizipation an der tatsächlichen Performance des Underlyings ist – oben geschildertes Angstszenario unterstellt – häufig werthaltiger als die dargestellte 100%-ige Durchschnittspartizipation.

Gerade für das zu vermutende Hauptmotiv des Käufers (Jetzt kaufen wollen, gleichzeitig aber Angst haben vor zunächst noch weiter fallenden Kursen), ist diese Variante weit besser geeignet. Fallende Kurse können dem Zertifikateeigner nichts anhaben; sollte das Underlying nach einiger Zeit dann aber doch noch die erwartete Kursralley hinlegen, ergibt sich doch noch eine sehr gute Chance auf eine – im Verhältnis zum Indexverlauf – ansprechende Rendite. Siehe Beispiel 4:



Manche Emittenten beschneiden die Partizipationsmöglichkeiten des Anlegers, indem entweder eine Obergrenze für die Performance definiert wird (z.B. bei 50% absolut) oder der Emittent sich eine Ausstiegsoption vorbehält, wie z.B. diese: Der Emittent kann das Zertifikat nach einem Jahr zu 110% des Nennwertes zurücknehmen, nach zwei Jahren zu 120%, nach drei Jahren zu 130%, nach vier Jahren zu 140%, nach 5 Jahren zu 150%. Nach sechs Jahren ist das Zertifikat fällig. Maximal lässt sich so eine Jahresrendite von 10% erzielen. Nimmt der Emittent das Zertifikat erst im Jahr 5 zu 150% des Nennwertes zurück, so ergibt sich sogar eine Jahresrendite von nur 8,4%. Diese Einschränkungen sollten Sie nicht akzeptieren und auf Angebote anderer Emittenten ausweichen!

Fazit:

Garantie-Zertifikate mit Partizipationsraten ab 50% ohne Cap sind eine ordentliche Anlagemöglichkeit für den absolut risikoaversen Aktieninvestor. Zu beachten ist jedoch – gegenüber der tatsächlichen Aktieninvestition – der deutliche Nachteil der Steuerpflicht. So muß die Index-Performance bei einer 6-jährigen Laufzeit wenigstens ca. 35% erreichen (bei 70% Partizipation also plus 17,5%), damit ein Anleger bei 50% Steuerprogression einen spürbar höheren Nach-Steuer-Ertrag als mit einer Bundesanleihe erzielt.

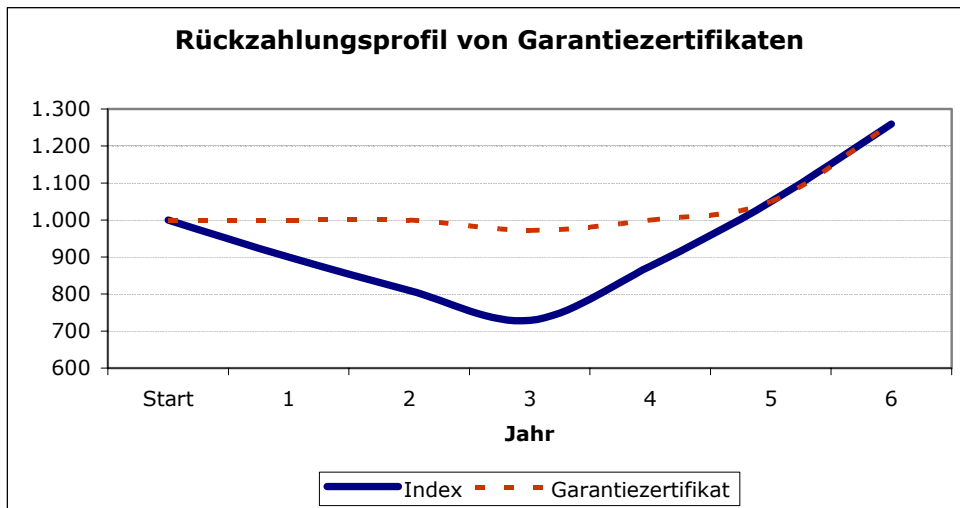
Zugrunde liegendes Zertifikat für diese Berechnung:
 UBS Warburg Euro Stoxx 50 Garantie-Zertifikat, WKN 764033

3. Garantiespanne / 100% Partizipation an der absoluten Performance

Eine weitere Variante besteht in einer nur begrenzten Absicherung. So kann zum Beispiel festgelegt sein, dass solange der Index am Fälligkeitstag gegenüber dem Laufzeitbeginn nicht mehr als 25% verloren hat, das Anfangskapital in voller Höhe zurückgezahlt wird. Sollte der Index zum Fälligkeitszeitpunkt jedoch mehr als 25% verloren haben, so schlägt dieser Verlust beim Investor durch – allerdings um die ersten 25% abgemildert. Als Ausgleich für den Malus der theoretisch gegebenen Möglichkeit eines Totalverlustes gibt es zweierlei: 1) In den meisten Fällen eine 100%-ige Partizipation an steigenden Kursen und 2) Steuerfreiheit der Erträge, wenn die Investition mehr als 1 Jahr gehalten wird.

Es handelt sich hierbei um die Zertifikate-Art mit der höchsten Partizipationsrate, die sich aus dem Verzicht auf Totalabsicherung ergibt. Es ermöglicht die Absorption von historisch durchschnittlichen Verlusten und schwächt darüber hinaus gehende Kursrückgänge in ihrer Wirkung deutlich ab. Im Falle des Eintritts der Erwartung steigender Kurse ergibt sich – abhängig vom Absicherungsniveau – eine rasche und vollwertige Partizipation.

Jährliche Indexperformance		Garantie bis minus 25%. Darüber hinaus abgedecktes Risiko. Aufwärtspartizipation = 100%.			
		erst: -10%		dann: 20%	
Laufzeit	Index	Performance seit Beginn	100% Partizipation (Netz bis -25%)	Performance seit Beginn	Tatsächliche Partizipation an der absoluten Index-Veränderung
Start	1.000		1.000		
1	900	-10%	1.000	0%	0%
2	810	-19%	1.000	0%	0%
3	729	-27%	972	-3%	10%
4	875	-13%	1.000	0%	0%
5	1.050	5%	1.050	5%	100%
6	1.260	26%	1.260	26%	100%

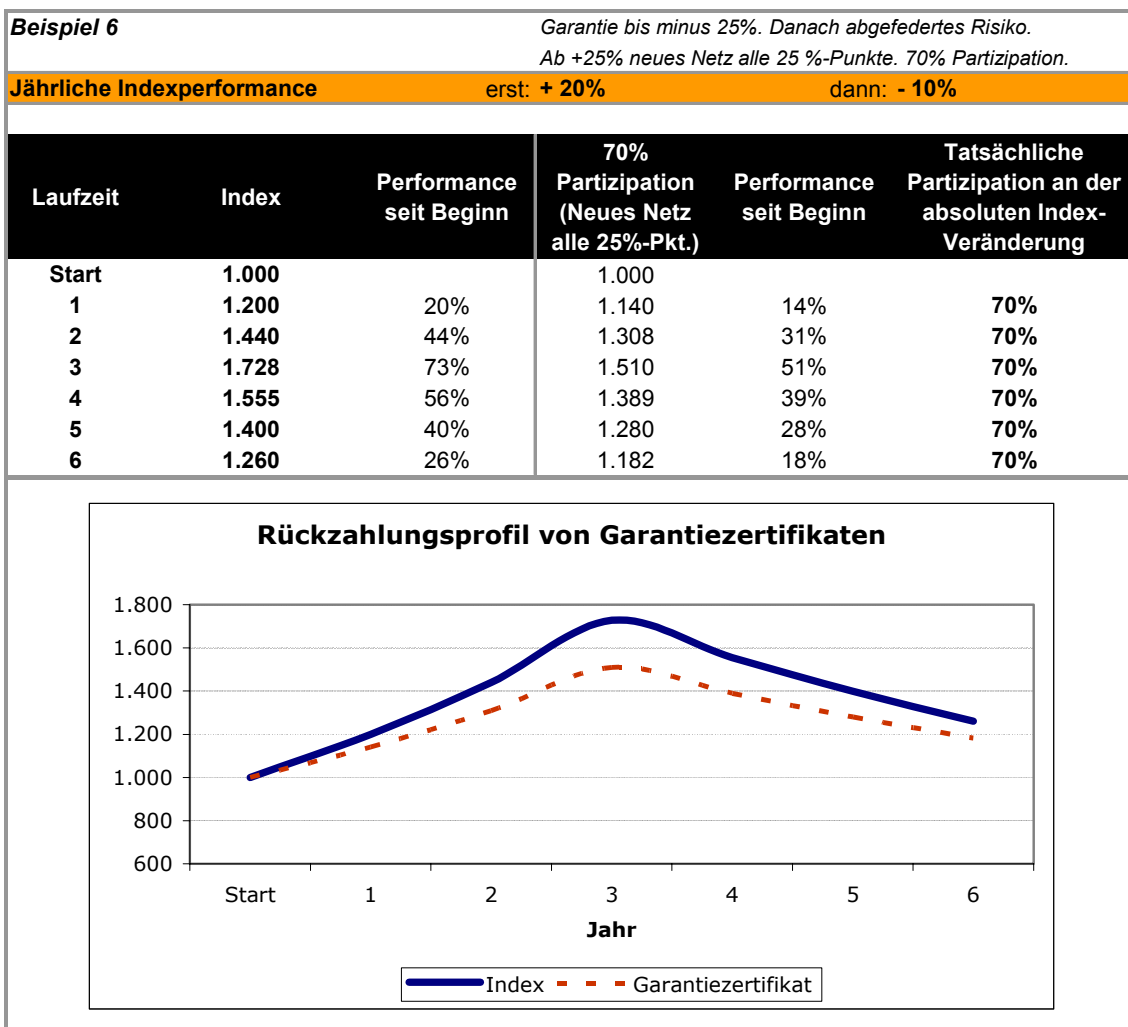


Im Sekundärhandel werden solche Zertifikate bei zunächst noch fallenden Kursen jedoch relativ schnell uninteressant, weil der Verlustpuffer, innerhalb dessen das Kapital garantiert ist, rasch kleiner wird.

Zugrunde liegendes Zertifikat für diese Berechnung:
CSFB Euro Stoxx 50-Index Absorber Zertifikat, WKN 846697

4. Garantiespanne / Teil-Partizipation an der absoluten Performance / Zusatzabsicherung erreichter Kursaufschwünge

Eine spannende Variante der Garantiespannen-Zertifikate ist die, bei der Kursaufschwünge von immer höher gehängten Absicherungsnetzen begleitet werden. Da es an der Börse nichts umsonst gibt, muß der geneigte Investor sich mit einer nur teilweisen Partizipation an steigenden Kursen zufrieden geben. Nun kommt es darauf an, dass das Höherhängen der Absicherungen bei zwischendurch erreichten Hochs so effektiv erfolgt, dass ein Rückschlag möglichst bald abgedefert wird. In der vorgestellten Variante (mehr gibt es am Markt derzeit nicht) ist das nicht der Fall (Beispiel 6). Hier müssten die Kurse schon sehr, sehr kräftig steigen und danach wieder sehr deutlich fallen, damit das zusätzliche Sicherheitsnetz tatsächlich eine Wirkung hat. Die dabei unterstellten Volatilitäten haben Seltenheitswert.



Zugrunde liegendes Zertifikat für diese Berechnung:
Commerzbank Europa Strategie Zertifikat, WKN 719468

5. "Gebrauchte" Zertifikate – Betrachtung unter verändertem Blickwinkel

Für den aufmerksamen Beobachter kann die Kursentwicklung von Garantie-Zertifikaten, die bereits seit einiger Zeit am Markt notieren, von Interesse sein. So sind heute nahezu alle 100%-Garantie-Zertifikate nicht mehr nur mit einer 100%igen Kapitalgarantie, sondern zusätzlich mit einer Mindestverzinsung ausgestattet. Einige Zertifikate können so durchaus eine Festgeldanlage ersetzen und sind darüber hinaus mit einer attraktiven Option auf zusätzliche Gewinne versehen. Ein Beispiel:

Bei dem unter Pkt. 1 genannten 100/100-Zertifikat der Dresdner Bank ergibt sich aktuell folgende Konstellation:

Kurs heute ca. 870 €, Rückzahlung mind. 1.000 €, was bei einer Laufzeit von noch 4,4 Jahren eine Mindestrendite von 3,2% ergibt. Zusätzlich ergibt sich eine Chance auf Teilhabe an der Performance des Eurostoxx. Damit dieser Zusatzertrag zusammen mit der Mindestverzinsung die Rendite von Anleihen überzeugend schlägt, müsste der EuroStoxx jedoch recht bald wieder kräftig zu steigen beginnen. Aber wer weiß?!

Gesamt-Fazit:

Bei allen Spielarten ist besonders wichtig, sich genau über die Bedingungen, welche dem einzelnen Zertifikat zugrunde liegen, zu informieren. **In diesem Zusammenhang ist die Lektüre der Emissionsbroschüre unerlässlich.** Allein die Ausführungen des Beraters können sehr schnell missverstanden werden oder wichtige Fakten nicht enthalten.

Zu beachten ist weiterhin:

- ❑ Der **Absicherungseffekt ergibt sich erst am Ende der Laufzeit.**
Zwischenzeitlich schwankt der Kurs des Zertifikates in beide Richtungen.
Kapitalbedarf während der Laufzeit kann die Realisation von Verlusten erforderlich machen.
- ❑ Beim Kauf bereits länger existierender Zertifikate ist besonders wichtig, sich über das Absicherungsniveau zu informieren. So ist es leicht möglich, dass nach einer Phase steigender Kurse kaum noch ein Zertifikat mit ausreichender Absicherung verfügbar ist.
- ❑ Umgekehrt ist nach zurückliegenden Phasen stärkeren Kursverfalls in vielen Fällen ein Rückzahlungsbetrag über dem Emissionspreis realistisch nicht mehr zu erwarten, eine Partizipation am Indexverlauf also faktisch nicht mehr gegeben.
- ❑ **Fast immer sind Garantie-Zertifikate steuerpflichtig.** Lediglich wenn zum Emissionszeitpunkt das theoretische Risiko eines Totalverlustes gegeben war, ist eine der wesentlichen Voraussetzungen für steuerfreie Renditen gegeben.

Noch ein Hinweis:

Auf der Internet-Seite www.c-vm.com können Sie eigene Berechnungsbeispiele zu den hier vorgestellten Zertifikatemechanismen ausprobieren.

Alle Angaben erfolgten nach bestem Wissen. Eine Gewähr für die sachliche Richtigkeit der Berechnungen kann nicht übernommen werden. Der Autor haftet nicht für finanzielle Verluste, die durch die Umsetzung von Empfehlungen entstehen.