

Zertifikate-Check: Weniger kann mehr sein.

Gast: Matthias Steinhauer, ConceptT Vermögensmanagement, Bielefeld



Nach dem kleinen Kursfeuerwerk der letzten Wochen – immerhin hatte sich z.B. der DAX seit seinem Tief am 9.10. um über 20% verbessert – ist die Frage erlaubt, ob die erfreuliche Tendenz dieses Mal länger anhält. Und für den Fall, dass wir weiter steigende Kurse sehen – wie lange noch? Denn zweifellos steht jedem Argument, welches für weiter anziehende Kurse in´s Feld geführt wird mindestens eines gegenüber welches beschreibt, warum genau das Gegenteil passieren könnte. Das Risiko, dass Aktien in den nächsten Jahren per Saldo keine Renditen erzielen, ist leider nicht von der Hand zu weisen. Es gilt, sich im persönlichen Anlageverhalten auch auf ein solches wenig ermutigendes Szenario einzustellen.

In der Tat stehen wir augenblicklich vor einer Patt-Situation positiver wie negativer Argumente für die Marktlage der nächsten Monate:

Die Konjunktoren erholen sich nicht, das Vertrauen von Investoren und Verbrauchern ist auf historischen Tiefpunkten angelangt. Anhaltende politische (sprich: militärische) Risiken lähmen längerfristige Planungen. Die langfristigen Aufwärtstrends, die Ihren Ursprung zu Beginn der 80-er Jahre hatten, sind im Sommer 2002 gebrochen worden. Das Leistungsbilanzdefizit in den USA steigt dramatisch; die Verschuldung großer europäischer Länder stellt die Konvergenzkriterien vor eine ernsthafte Belastungsprobe. Mithin ist der Spielraum der Politik gering. Der verbliebene Zinssenkungsspielraum für die Notenbank(en) ist – gerade in Amerika – nur noch minimal. Ein Deflations-Szenario muss zumindest als Option im Hinterkopf verankert werden. Auf der anderen Seite sind die Märkte inzwischen historisch billig, wenn auch etliche Gewinnerwartungen noch zu optimistisch sein dürften. Insgesamt aber verbessern sich die Ergebnisveröffentlichungen qualitativ. Gewinnenttäuschungen werden weniger, positive Überraschungen dagegen gibt es öfter. Dennoch: Zur Beendigung einer mehrjährigen Baisse gehört aus der bisherigen Erfahrung ein Ausverkaufsszenario. Daran gemessen, sind Aktien eigentlich noch nicht billig genug. Die Markttechnik aber hat in den letzten Wochen sehr an Qualität gewonnen. Negative Nachrichten schlagen nicht mehr nachhaltig auf die Stimmung. Die Liquiditätshaltung ist sehr hoch, der Pessimismus ebenso. Alternativen zu Aktien sind rar. In einer solchen Situation sind – trotz negativer Rahmendaten – durchaus schon Haussen geboren worden.

Es verbleibt aber ein gemischtes bis getrübtetes Gesamtbild. Auch haben die Kursverluste der letzten 2 ½ Jahre erhebliche Wunden hervorgerufen, die bei der Aufwärtsbewegung wieder aufreißen dürften. Soll heißen: Immer wieder muß damit gerechnet werden, dass Aufwärtsbewegungen von massiven Widerständen ausgebremst werden. Es wäre in der Historie nicht das erste Mal, dass an eine Baisse eine Konsolidierungsphase anschließt, die das erreichte Niveau bestätigt und festigt, bevor neue Aufwärtstrends etabliert werden können. Es ist also auch dieses Mal nicht auszuschließen, dass uns zunächst eine mehrjährige Zitterpartie bevorsteht. – Eine für Aktieninvestoren äußerst unbefriedigende Situation! Bei hohem Risiko werden kaum Renditen erzielt. Die Alternative Rentenmarkt fällt wegen unter die Armutsgrenze fallender Renditen jedoch nahezu aus. Höher rentierende Anleihen wackeliger Schuldner wiederum weisen in dieser Zeit nahezu das Risikoprofil von Aktien auf.

Vor diesem Hintergrund sind Anlagevehikel gesucht, die eine fein gesteuerte Anpassung der Relation Chance : Risiko gestatten:

- Der durchaus **risikobewußte Aktieninvestor** sucht eine Anlage, die – wenn sie schon das Risiko nur wenig abzufedern vermag – eine Rendite auch für den Fall sichert, dass sich die Märkte per Saldo kaum bewegen, nicht nach oben und nicht nach unten.
- Der eher **risikoscheue Anleger**, welcher heute eine Alternative zu Aktien sucht gleichzeitig aber festverzinsliche Titel für unattraktiv hält, erwartet dagegen eine Anlage, die mit hoher Wahrscheinlichkeit eine Mehrrendite gegenüber Anleihen bei gleichzeitiger steuerlicher Begünstigung ermöglicht. Renditemaximierung tritt für diesen Anleger gegenüber einer höheren Sicherheit in den Hintergrund.

Für beide Anlegercharaktere hält der Markt Investitionsmöglichkeiten bereit. **Discount-Zertifikate** auf Aktien – besser aber auf Aktienindices – sind gerade für das geschilderte Erwartungsszeario eine äußerst interessante Anlagealternative.

Zur Begriffsklärung:

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 (Cap). Im Gegenzug notiert das Zertifikat günstiger als der Index.¹

Es sind zu unterscheiden Zertifikate, deren Cap nahe am aktuellen Indexniveau oder darüber liegt - Low-Discount-Zertifikate - und solche Zertifikate, deren Cap deutlich unter dem aktuellen Index-Niveau liegt - Deep-Discount-Zertifikate. Letztere beinhalten ein deutlich geringeres Risiko, haben aber im Gegenzug auch ein wesentlich eingeschränktes Gewinnpotential.

Ein Beispiel sagt mehr als tausend Worte:

Einen besseren Eindruck von der Funktionsweise und den Mechanismen von Discount-Zertifikaten vermitteln zwei konkrete, mit Zahlen gefüllte Beispiele:

Low-Discount-Zertifikat für den risikobewußten Anleger:

EuroStoxx, Cap 2.400, von Trinkaus & Burkhardt, WKN 682.610. Die relevanten Parameter sind:

| | |
|---|------------|
| Aktueller Indexstand: | 2.414 Pkt. |
| maximaler Rückzahlungsbetrag (Cap): | 2.400 Pkt. |
| Laufzeit bis zum: | 25.06.2004 |
| Kaufpreis (1/100 Zertifikat): | 19,55 € |

Der Preisabschlag gegenüber dem Euro Stoxx 50 beträgt 19%. Um diesen Puffer also könnte der Index bis zum Fälligkeitstag im Sommer 2004 fallen, ohne dass das eingesetzte Kapital in Gefahr geriete. – Ein deutlicher Vorzug gegenüber einem Direktinvestment. Gleichzeitig wird die Maximalrendite auch für den Fall erzielt, dass sich der Index per Saldo überhaupt nicht bewegt, der Direktinvestor also keine positive Veränderung erreicht. Da die Maximalrendite (Rückzahlungsobergrenze 2.400 geteilt durch Kapitaleinsatz 1.955) 22,7% erreicht (mithin 14,7% p.a.), kann dies eine sehr reizvolle und sinnvolle Alternative zum Direktinvestment sein. Der Anlage haftet jedoch gleichzeitig der Malus der Gewinnbegrenzung an: Mehr als 22,7% sind nicht erreichbar.

¹ 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.

Selbst dieser Maximalbetrag wird aber erst am Ende der Laufzeit erreicht. Wer also annimmt, auch eine sehr positive Indexentwicklung sei in den nächsten 1 ½ Jahren möglich, der überlege genau, welche Gewichtung ein solches Zertifikat im Gesamtportfolio einnehmen soll.

Deep-Discount-Zertifikat für den risikoaversen Anleger:

DAX, Cap 1.500, von UBS, WKN 736.106. Die relevanten Parameter sind:

| | |
|---|------------|
| Aktueller Indexstand: | 3.027 Pkt. |
| maximaler Rückzahlungsbetrag (Cap): | 1.500 Pkt. |
| Laufzeit bis zum: | 19.12.2003 |
| Kaufpreis (1/100 Zertifikat): | 14,33 € |

Der Preisabschlag gegenüber dem DAX beträgt 53%. Im Gegenzug ist der Rückzahlungsbetrag limitiert bei 1.500 DAX-Punkten resp. 15,00 €. Dieser Betrag wird auch dann noch gezahlt, wenn der DAX von heute aus gesehen um 50% fällt. Dieser gewaltige Risikopuffer ist Indiz dafür, dass die sich errechnende Maximalrendite in Höhe von 4,7% absolut bzw. 4,3% p.a. mit großer Sicherheit tatsächlich am 19.12.03 vereinnahmt werden kann.

Sofern der DAX an diesem Tag allerdings unter 1.500 Punkten notiert, wird 1/100 des DAX ausbezahlt. Bei einer Notierung unterhalb des Kaufpreises (also unterhalb 1.433 Punkten) beginnt Kapitalverlust.

Unbegrenzte Variationsmöglichkeiten:

Discount-Zertifikate können Anlageinstrumente für jeden Geschmack darstellen. Mit den zur Verfügung stehenden Variablen Underlying, Basispreis und Fälligkeit lässt sich die gewünschte Balance zwischen Chance und Risiko sehr fein einstellen.

Steuern:

Ein großer Vorzug von Discount-Zertifikaten insbesondere gegenüber festverzinslichen Alternativen liegt bisher in der Steuerfreiheit der Ergebnisse, nachdem die Spekulationsfrist verstrichen ist. Vermutlich wird es diesbezüglich zu bedeutenden Veränderungen kommen. Möglicherweise wird die Spekulationsfrist erheblich verlängert oder die Freistellung von Erträgen außerhalb der Frist wird völlig abgeschafft. Nach bisheriger Lesart dürfte für Discount-Zertifikate (wie auch für andere Index-Zertifikate) dann das Halbeinkünfteverfahren gelten.

In diesem Fall wären die dann zur Hälfte besteuerten Discount-Zertifikate gegenüber den in voller Höhe besteuerten Anleihen aber noch immer deutlich im Vorteil.

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. – Auf die sich verändernde Gesetzgebung achten!!
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.
8. Die **Kursentwicklung verläuft nicht linear**. Vielmehr wird der Kurs im Verlauf von verschiedenen Parametern, so insbesondere vom Kursverlauf und der Volatilität des Underlyings, beeinflusst.