

Zertifikate-Check: Garantie-Zertifikate und Alternativen

Gast: Matthias Steinhauer, CONCEPT Vermögensmanagement, 2. Juni 2003



Obwohl sich die Indices von den im März erreichten Tiefs wieder deutlich gelöst haben, ist das Sicherheitsbedürfnis vieler Anleger weiter sehr deutlich ausgeprägt. Die mehrjährige Aktienbaisse steckt allen noch irgendwie in den Knochen und trübt den Blick nach vorn. Derart verängstigt suchen nicht wenige neues Glück in Rentenpapieren oder in Tagesgeld. Die weltweit gesunkenen Zinsen haben allerdings die Attraktivität dieser Anlagen sehr beeinträchtigt.

Der verunsicherte Anleger findet Trost bei den zahlreichen Zertifikate-Anbietern, die zum einen die Absicherung seines Vermögens und zum anderen dennoch hohe Renditechancen versprechen.

Das Argument zieht offenbar durchaus: Insbesondere seit 2002 erleben Garantie-Zertifikate einen Absatz-Schub. $\frac{3}{4}$ aller heute gehandelten Garantie-Zertifikate und ähnlicher Variationen sind erst in den letzten beiden Jahren aufgelegt worden. Ein Trend also, der zumindest in die Zeit passt. Aber was nützt dem Aktieninvestor tatsächlich und welches sind sinnstiftende Alternativen?

I.

GARANTIE-ZERTIFIKATE kommen in unterschiedlichen Varianten auf den Markt. Dabei ist zunächst zu unterscheiden zwischen solchen mit 100%iger Kapitalgarantie und Zertifikaten, bei denen das Kapital nur solange zu 100% zurückgezahlt wird, wie ein vorher definierter Maximalverlust nicht überschritten wird. Letztere werden als Garantiespannen-Zertifikate bezeichnet.

Dabei muss selbstverständlich klar sein: 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! Eines der in diesem Zusammenhang zu nennenden Kriterien ist die so genannte Partizipationsrate. Sie gibt Aufschluss darüber, mit welchem prozentualen Anteil der Investor an Kurssteigerungen des zugrunde liegenden Index (Underlying) partizipiert.

Für die **Konditionengestaltung** bei Garantiezertifikaten sind insbesondere das aktuelle Zinsniveau sowie die Volatilität am Aktienmarkt von ausschlaggebender Bedeutung. Das Zertifikat besteht schließlich aus einem Zero-Bond – dieser bildet die Kapitalgarantie – sowie aus einer Call-Option auf das Underlying. Ein Beispiel:

Ein neu zu emittierendes Garantie-Zertifikat mit einer Laufzeit von 4 Jahren soll einen Preis von 100 € haben. Bei einem Zinsniveau von 4% kostet der enthaltene Zerobond 84,80 €. Für diesen Zerobond werden nach 4 Jahren 100 € zurückgezahlt. Die Kapitalgarantie kann also erfüllt werden, egal was mit den restlichen 15,20 € passiert. Diese 15,20 € stehen für die Investition in Optionen zur Verfügung. Nun sind Optionen umso teurer, je höher das Underlying schwankt. Diese Volatilität hat in den vergangenen Monaten eher am oberen Ende der historischen Bandbreite gelegen. Aus diesem Grund erhält der Käufer von Optionen heute also recht wenig Option für sein Geld. Er muss für die Chance auf Kurssteigerungen vorab bereits einen kräftigen Obolus entrichten, der sich zunächst einmal amortisieren muss, bevor ein Gewinn eingefahren werden kann.

Eine Empfehlung in diesem Zusammenhang:

Ein Garantiezertifikat kann sich im Grunde genommen jeder selbst zusammenstellen. – Berechnen Sie, wie sich die sicheren Anlagen aus Ihrem Vermögen innerhalb Ihres Zeithorizontes entwickeln werden. Diese (höhere) Zahl dividieren Sie durch Ihr jetzt vorhandenes Vermögen (niedrigere Zahl). Nun wiederum dividieren Sie Ihr jetzt vorhandenes Vermögen durch den eben errechneten Quotienten. Das Ergebnis ist der prozentuale Anteil Ihres Anlagevolumens, welcher sicher angelegt bleiben muss, um am Ende Ihres Zeithorizontes wieder das Anfangsvolumen zu erreichen. Für den Rest des Vermögens kaufen Sie sich Optionen, Turbo-Zertifikate oder einfach nur Index-Zertifikate (je nach Risikoneigung). Und schon haben Sie Ihre eigenkreierte und preisgünstigere Garantieanlage. Beispielrechnung:

Anfangsvermögen 50.000 € in festverzinslichen Wertpapieren mit einer Rendite von 4%. Der Zeithorizont betrage 4 Jahre. Die 50.000 € ergeben in 4 Jahren (einschl. Zinseszins) 58.492,93 €. Nun ist dieser Betrag durch das Anfangsvolumen zu teilen – also 58.492,93 geteilt durch 50.000. Der Quotient ist 1,1699. Nun ist das Anfangsvolumen durch diesen Quotienten zu teilen: $50.000 : 1,1699 = 42.738,70$ €. – Dieser Betrag muss also sicher angelegt bleiben. Er wird in vier Jahren wieder 50.000 € ergeben. Der Rest kann spekulativ eingesetzt werden und dennoch bleibt das Gesamtvermögen erhalten.

In diesem Zusammenhang ist leicht erkennbar, dass Garantie-Zertifikate eine Gelddruckmaschine für die Emittenten ist: Die Emissionskosten werden auf das gesamte Volumen berechnet. Dabei bildet den Löwenanteil aber ein einfacher Zero-Bond, der keinen Verwaltungsaufwand nach sich zieht. Kaum ein Anleger wäre wohl unter normalen Umständen bereit, für den Kauf eines festverzinslichen Papiers 1% (i.d.R. mehr) Transaktionskosten zu zahlen. Deshalb wird die (Mogel)Packung Garantiezertifikat darum drapiert, und schon zahlt die Anlegergemeinde ohne Murren.

Nun schließt sich der Kreis: Aus den vorgenannten Gründen (niedrige Zinsen, hohe Volatilitäten und hohe eingepreiste Kosten) sind die **Partizipationsraten** für Garantie-Zertifikate in der Vergangenheit eher unbefriedigend gering ausgefallen. Raten von unter 50% sind eher die Regel als die Ausnahme. Dagegen sprechen viele Emittenten aber gern von 100%-Partizipationen. Dies bezieht sich jedoch in der Regel der Fälle auf die durchschnittlichen, während der Laufzeit an verschiedenen Stichtagen gemessenen Indexstände und bedeutet somit ein gänzlich anderes Resultat als die volle Partizipation an der tatsächlichen Kurssteigerung des Index vom Emissions- bis zum Fälligkeitstag.

Ein weiterer Malus gesellt sich hinzu: Jede Anlage, die eine Kapitalrückzahlung garantiert, ist mit der vollen erzielten Rendite (der so genannten Marktrendite) **steuerpflichtig**. Dies sollte bei der Investitionsentscheidung auf jeden Fall berücksichtigt werden.

Nicht zuletzt ist bei Garantiezertifikaten (von wenigen Ausnahmen abgesehen) zu beachten, dass die Garantie tatsächlich nur zum Fälligkeitsdatum gegenständlich ist. Zwischenzeitlich kann der Kurs beachtliche Kapriolen schlagen und beim Investor für einen gehörigen Schrecken sorgen; zumindest aber dafür, dass zwischenzeitliche Verluste ausgesessen und das Zertifikat bis zum Ende der Laufzeit gehalten werden muss. Lediglich der "DAX-Renditejäger" von ABN Amro (aufgelegt im Mai 2003) ist mit einer dynamischen Kapitalgarantie ausgestattet und läuft gleichzeitig endlos. Auch hier verschreckt jedoch die dürftige Partizipationsrate von im Augenblick 42%.

Beides zusammen – geringe Partizipationsraten und die steuerliche Benachteiligung – sorgen für Ernüchterung beim Betrachten der zu erwartenden **Renditen aus Garantie-Zertifikaten:**

Nehmen wir das Beispiel einer "100%"-Partizipation an Durchschnitts(!)kursen und eine Steuerbelastung von 40%. Um eine Rendite von 6% nach Steuern zu erreichen, müsste sich in diesem Beispiel der Index um 19% in jedem Jahr entwickeln, in vier Jahren also mehr als verdoppeln. Bei 5% erwarteter Rendite wäre immer noch eine Indexperformance von 16% in jedem Jahr erforderlich. Der Euro Stoxx 50 (heute 2.400 Punkte) müsste also in 4 Jahren bei 4.320 stehen. Sofern sich zwischenzeitlich ein Knick – in Form einer Kurskorrektur oder auch nur eines zeitweisen Verharrens auf der Stelle – ergibt, so müsste der Indexendstand noch deutlich über den genannten Zahlen liegen, um die Zielrendite zu erreichen.

Soviel Wenn´s und Mühte´s, dass sich die Suche nach Alternativen aufdrängt. In diesem Zusammenhang stellt sich immer die Frage nach der Risikobereitschaft. Wer tatsächlich absolut kein Risiko eingehen möchte, ist mit den geschilderten Garantie-Zertifikaten im engeren Sinne sicher grundsätzlich gut bedient. Jedoch im gleichen Atemzug überproportionale Renditen zu erwarten, ist sicher verfehlt. Hier wird die Sicherheit – wie immer – mit dem Verzicht auf Chancen erkaufte. Ein kleines Bonbon für den Fall, dass sich die Aktienmärkte besonders gut entwickeln, muss dann als Sahnehäubchen genügen. Wer aber heute schon weiß, dass er in einem solchen Szenario den entgangenen Chancen nachtrauern wird, sollte darüber nachdenken, das Risikotürchen doch einen Spalt breit zu öffnen und auf diesem Weg attraktivere Renditen zu ermöglichen.

II.

Eine Alternative in diesem Zusammenhang sind **GARANTIESPANNEN-ZERTIFIKATE**. Hier wird die Garantie auf einen vorher festgelegten maximalen Risikofall (bspw. 25% Kursverlust) begrenzt. Solange der Verlust des Underlyings am Ende der Laufzeit diese Spanne nicht übersteigt, erhält der Investor den Nennwert (bzw. den Emissionspreis) des Zertifikates zurück. Hat das Underlying dagegen mehr verloren, so nimmt der Investor ab dem Überschreiten der Verlustspanne an den Verlusten teil. Im Ergebnis führt dies jedoch grundsätzlich dazu, dass das Risiko geringer ist, als im Underlying selbst. Für die Inkaufnahme von tatsächlichen Risiken erhält der Investor einige Vergünstigungen: Zum einen ist die **Partizipationsrate** an der Performance des Underlyings wesentlich höher (i.d.R. 100% Partizipation an einem Kursindex – also unter Ausschluss der Dividenden), zum anderen ist die Rendite **steuerfrei**, wenn das Zertifikat mehr als ein Jahr gehalten wird.

Ein Manko aber verbleibt auch bei Garantiespannen-Zertifikaten: Sofern sich das Underlying nicht positiv entwickelt, gibt´s auch keine Rendite. In den letzten drei Jahren wäre das Kapital zwar erhalten geblieben, ein Sparkonto hätte sich jedoch besser entwickelt.

Zwar gibt es mittlerweile etliche Zertifikate, bei denen – im Falle des Eintrittes bestimmter Ereignisse – eine zusätzliche Verzinsung gezahlt wird. Diese Ereignisse lassen in vielen Fällen jedoch sehr an Eintrittswahrscheinlichkeit missen, so dass im Augenblick geraten werden kann, sich den Aufwand für eine Selektion fairer Angebote aus diesem Sektor zu sparen.

III.

Neu und deutlich attraktiver dagegen sind Angebote von Sal. Oppenheim bzw. von der HypoVereinsbank, die man als **KNOCKOUT-BONUSZERTIFIKATE** bezeichnen kann:

Sal. Oppenheim machte im April den Anfang mit dem Euro Stoxx 50 PROTECT Bonus-Zertifikat. Die HypoVereinsbank schloss im Mai mit einer exakten Kopie, dem Euro Stoxx 50 Index-Bonus-Zertifikat auf. Das Beste in Kürze vorweg: Die Zertifikate ermöglichen mindestens 5,8% Rendite p.a., sofern der Index während der Laufzeit um nicht mehr als knapp 50% fällt. Zur **Mechanik**:

Die Rückzahlung der Zertifikate hängt von zwei Komponenten des Euro Stoxx 50 ab – zum einen vom Indexstand bei Fälligkeit und zum anderen vom Verlauf während der Laufzeit. Sofern der Index zu keinem Zeitpunkt während der Laufzeit der Zertifikate (6 Jahre) um 50% oder mehr unter dem Niveau vom Emissionstag liegt, ist nicht nur die Rückzahlung des Emissionsbetrages gesichert. Vielmehr gibt es darüber hinaus noch stolze 40% obendrauf. Daraus errechnen sich für diesen Fall schon einmal jährlich 5,8% Rendite. Wichtig ist in diesem Zusammenhang lediglich, dass die 50%-Hürde nicht gerissen wird. Dem Zertifikat wohnt eine Knockout-Barriere inne, die ausgelöst wird, sobald der Index – und sei es nur einmal ganz kurz – unter 50% seines Niveaus am Emissionstag fällt. Sollte dieser Fall eintreten, so funktioniert das Zertifikat anschließend wie ein normales Indexzertifikat und am Ende der Laufzeit wird der Index in Euro ausgezahlt. Im besseren Fall dagegen – also bei Indexanstiegen von über 40% - partizipiert der Investor in voller Höhe an der Index-Performance.

Die Frage nach dem Haken drängt sich förmlich auf - und ist schnell beantwortet: Der Investor muss auf die Dividende der im Euro Stoxx 50 enthaltenen Titel verzichten, denn das Zertifikat lautet auf den Kurs-Index. Angesichts des großen Risikopuffers und der hohen Eintrittswahrscheinlichkeit für eine deutlich über Geldmarktniveau liegende Verzinsung halten wir diesen Preis allerdings für gerechtfertigt. Ein weiterer Pluspunkt – insbesondere gegenüber voll garantierten Produkten – ist die Steuerfreiheit der Rendite, wenn

das Zertifikat länger als ein Jahr gehalten wird. Dazu ist wiederum zu raten, denn der Mechanismus funktioniert nur für denjenigen, der bis zur Fälligkeit engagiert bleibt. Lediglich eine exorbitant gute Index-Performance während der Laufzeit würde eine Gewinnrealisation angeraten erscheinen lassen.

Die besondere Attraktivität dieser Papiere liegt also neben der **hohen Partizipationsrate** in der **sehr attraktiven Verzinsung** begründet, die auch im Falle einer längeren Seitwärtsphase oder auch bei weiterer Schwächeneigung (nur halt nicht mehr als knapp 50%) erzielt wird. Damit könnte der Investor für die nächste Zeit ausgezeichnet gerüstet sein. Vergleichbare Alternativen gibt es am Markt derzeit nicht.

IV.

Eine weitere Alternative für den noch etwas risikogeneigteren Investor stellen **DISCOUNT-ZERTIFIKATE** dar. Hier ist etwas mehr Rendite – ebenfalls in Seitwärtsphasen – erzielbar. Jedoch ist das Verlustrisiko für den Fall einer Wiederaufnahme der Abwärtstendenz an den Märkten entsprechend höher. Auch hierzu ein Beispiel:

Ein Discount-Zertifikat von Trinkaus & Burkhardt auf den Euro Stoxx 50 mit einem Cap bei 2.400 Index-Punkten kostet heute ca. 19,10 Euro. Es bietet dann, wenn der Index am Fälligkeitstag, dem 23.9.2005, über 2.400 notiert, einen Ertrag von 4,90 €, also eine jährliche Verzinsung von maximal 10,3%. Sofern der Index auf heutigem Niveau stagniert, ergeben sich noch 8,6%. Unangenehm – nämlich in einem Verlust resultierend – wird das Geschäft dann, wenn der Euro Stoxx 50 am Fälligkeitstag gegenüber heute um mehr als 17,5% verloren hat. Ein Discount-Zertifikat ist also für denjenigen Investor die richtige Wahl, der zwischenzeitlich noch (begrenzte Verluste) einkalkuliert, per Saldo aber eine eher mäßig positive Indexentwicklung erwartet.

Gesamt-Fazit:

Wie so oft steht vor der Auswahl eines Zertifikates die Überprüfung der eigenen Risikoneigung. **Zuerst** sollten die eigenen Erwartungen (und Befürchtungen) recht genau umrissen werden. **Erst danach** beginnt sinnvollerweise die Suche nach dem geeigneten Produkt. Der Investor sollte sich dabei von blumigen Phrasen in den Broschüren weniger leiten lassen als von den bei der **Lektüre der Emissionsbroschüre** gewonnenen Fakten. Allein die Ausführungen des Beraters können sehr schnell missverstanden werden oder wichtige Fakten nicht enthalten.

Die aktuelle Entwicklung am Zertifikatemarkt erlaubt heute bereits einen sehr homogenen Abgleich zwischen eigenem Erwartungshorizont und dafür geeigneten Produkten. In die augenblickliche Phase der Ungewissheit und der niedrigen Zinsen passen die Neuentwicklungen von Sal. Oppenheim und HypoVereinsbank sehr gut hinein. Dem mutigeren und engagierteren Investor sind aber weiterhin Discount-Zertifikate zu empfehlen, deren kürzere Laufzeiten zudem eine höhere Flexibilität erlauben.

Generell ist im Zusammenhang mit Garantie-Produkten zu beachten:

- ❑ 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.
- ❑ Die Partizipation an **durchschnittlicher Performance** ist etwas ganz anderes als die Partizipation an der Index-Entwicklung zwischen Emissions- und Fälligkeitszeitpunkt.
- ❑ **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.

Interessante Zertifikate:

	WKN	Laufzeitende	Absicherungsniveau	Besonderheiten
I. Garantie-Zertifikate				
DAX-Renditejäger ABN-Amro	843.671	Endlos	90% des letzten DAX-Hochs seit Emission	Dynamische Absicherung. Greift auch während der Laufzeit
II. Garantiespannen-Zertifikate				
Euro Stoxx 50 Advanced Index Plus HypoVereinsbank	787.373	30.06.2008	Euro Stoxx 50 bei 1.783 Punkten	Partizipation nach oben = 115% von der tatsächlichen Indexperformance bis zum Fälligkeitstag
S2Mart World II Index Basket UBS	179.114	09.04.2008	75% des Basket-Preises vom 9.4.03 / Der Basket besteht aus S&P 500, Euro Stoxx 50, SMI und Nikkei 225	Partizipation nach oben = 100% von der tatsächlichen Indexperformance bis zum Fälligkeitstag / Währungsgesichert
III. Knockout-Bonuszertifikate				
Euro Stoxx 50 PROTECT Bonus-Zertifikat Sal. Oppenheim	951.517	17.04.2009	Euro Stoxx 50 bei 1.130 Punkten	Wird 1:1-Indexzertifikat, wenn EStoxx50 einmal während der Laufzeit unter 1.130 / Ansonsten Rückzahlung 140% vom Nennw. + ggf. darüber hinaus gehende Index-Performance
Euro Stoxx 50 (Kurs) Index-Bonus-Zertifikat HypoVereinsbk.	787.371	07.05.2009	Euro Stoxx 50 bei 1.157 Punkten	Wird 1:1-Indexzertifikat, wenn EStoxx50 einmal während der Laufzeit unter 1.157 / Ansonsten Rückzahlung 140% vom Nennw. + ggf. darüber hinaus gehende Index-Performance
IV. Discount-Zertifikate				
Euro Stoxx 50 Discount-Zertifikat Trinkaus & Burkhardt	682.618	23.09.2005	Euro Stoxx 50 bei 1.910 Punkten	

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.