

n-tv GELD:

Discount-Zertifikate - Eine Anlage für jede Tonart.

Gast: Matthias Steinhauer, ConceptT Vermögensmanagement, Bielefeld



Discount-Zertifikate ermöglichen Aktieninvestitionen zu Rabattkonditionen. Gleichzeitig sind die Ertragschancen begrenzt. Auf den ersten Blick also eine Anlage für risikoaverse Investoren, die mit seitwärts tendierenden Märkten rechnen.

Immerhin liegt die Frage nahe, ob nach den euphorischen Kursanstiegen der letzten Monate diese Energie nun tatsächlich durchgehalten werden kann. Den optimistischen Erwartungen der Börse müssen zunächst einmal harte wirtschaftliche Fakten folgen, welche wiederum die zurückliegenden Kurssteigerungen gerade einmal rechtfertigen könnten. Wie empfindlich die Börse noch immer auf kleinere Schatten im Gesamtbild reagiert, haben die kürzlichen Rückgänge gezeigt. Und wirklich 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 mäßig, das Vertrauen von Investoren und Verbrauchern hat sich von den Tiefpunkten gelöst, steht aber noch immer auf wackeligen Füßen. Die langfristigen Aufwärtstrends in den Aktienmärkten, 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 – auf ein Nichts geschrumpft. Ein Deflations-Szenario muss - zumindest als Option – noch immer im Hinterkopf verankert werden. Auf der anderen Seite verbessern sich die Ergebnisveröffentlichungen qualitativ. Gewinnenttäuschungen werden weniger, positive Überraschungen dagegen gibt es öfter. Die Markttechnik hat in den letzten Wochen sehr an Qualität gewonnen. Negative Nachrichten schlagen nicht mehr nachhaltig auf die Stimmung. Die Liquiditätshaltung ist recht hoch, einen breit angelegten Optimismus-Konsens gibt es noch nicht. Alternativen zu Aktien sind rar. In einer solchen Situation sind – trotz noch widersprüchlicher Rahmendaten – durchaus schon lang anhaltende Haussen geboren worden.

Es verbleibt aber ein gemischtes, noch leicht eingetrübtes Gesamtbild. Auch haben die Kursverluste der letzten 3 Jahre erhebliche Wunden hervorgerufen, die in der Aufwärtsbewegung immer wieder aufreißen könnten. Soll heißen: Immer wieder muss damit gerechnet werden, dass Kursanstiege 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 Erwartungsszenario eine äußerst charmante 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.

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.

So sind Discount-Zertifikate auch in steigende Märkte hinein eine nicht zu unterschätzende Alternative. Renditen von ca. 15% p.a., die ein Zertifikat mit 10%igem Discount aufweisen, müssen Aktien erst einmal vorweisen! Immerhin liegt dieser Satz deutlich über dem Durchschnitt der Aktienrenditen der letzten 20 Jahre.

Vor die Wahl gestellt – 1:1-Partizipation am Index oder Discount-Zertifikat – muss der Investor das jeweils gegebene Renditepotential jeweils aktuell ermitteln. Denn die Chance-/Risikorelation ist nicht immer konstant. Sie hängt vielmehr wesentlich von den am Markt gemessenen Kursschwankungen der Indices (also der Volatilität) ab. Je größer diese ist, je nervöser der Markt also ist, desto attraktiver sind die Renditen aus Discount-Zertifikaten. Beruhigt sich der Markt wieder – was nicht grundsätzlich mit wieder deutlich steigenden Kursen einhergehen muss – so erhöht sich der Preis von Discount-Zertifikaten schon allein aufgrund der abnehmenden Volatilität. Ein angenehmer Gewinn für denjenigen, der diesen Effekt im von ihm gehaltenen Zertifikat sieht. Gleichzeitig werden sie in solchen Phasen jedoch für Neuinvestoren unattraktiver. Der Blick auf die

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.

Renditeveränderungen ist also sehr wichtig. Eines ist natürlich wahr: Wer mit stetig steigenden Kursen rechnet und idealerweise mit dieser Vermutung bestätigt wird, ist natürlich mit einem Investment in den Index besser bedient.

In Zeiten fallender Märkte wiederum ist natürlich das profitablere Investment das Kopfkissen, wenngleich es auch dann noch Discount-Zertifikate gibt, die Renditen ermöglichen. Hier tatsächlich zu den Gewinnern zu gehören erfordert allerdings eine Gratwanderung, die auch einmal im Sicherungsseil enden kann – will sagen: Mit nur leichten Verlusten und einem blauen Auge. Je höher also die jeweilige aktuelle Risikoeinschätzung des Investors, desto größer muss der Abstand des maximalen Rückzahlungsbetrages (Cap) vom aktuellen Indexniveau und desto höher muss der Discount gegenüber dem Indexpreis sein. Der Discount ist schließlich der Risikopuffer. Hier ist dann auf Rendite eher zu verzichten – zu Gunsten höherer Sicherheit.

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 irgendwann zu Veränderungen kommen. – Irgendwann!

Möglicherweise wird dann die Spekulationsfrist erheblich verlängert oder die Freistellung von Erträgen außerhalb der Frist 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.

Attraktive Abwandlungen und Strategien:

Discount-Zertifikate erfreuen sich augenblicklich großer Beliebtheit, lassen sie doch eine große Variabilität zu und erlauben ein bisher nicht gekanntes Feintuning der Anlagen im Bezug auf die Risikoerwartung des Investors.

Nicht jeder mag nun aber permanent seine Discount-Zertifikate-Investments überwachen und regelmäßig anpassen. Dazu haben sich die Emittenten etwas einfallen lassen, wobei UBS hier den Weg freigemacht hat: Eine gute Lösung sind so genannte Rolling-Konzepte. In regelmäßigen Abständen – meist monatlich – wird das gewählte Discount-Zertifikat aufgelöst und in ein neues mit an das aktuelle Indexniveau angepasstem Basispreis investiert. Solche Rolling-Konzepte gibt es inzwischen auch für den behutsameren Investor (der Basispreis liegt dabei immer unter dem Indexniveau am Roll-Over-Termin). Darüber hinaus existieren so genannte Rolling-Flex-Strategien, wonach – je nach Trendverlauf des Index – aufgrund quantitativer Kriterien mal in Discounts mit Basispreisen über, auf oder unter dem aktuellen Indexniveau investiert wird.

Eine andere Spielart sind Bandbreiten-Discount-Zertifikate, die der geeignete Investor vor allem bei der Commerzbank findet. Hier gibt es zwei Orientierungspunkte: Den maximalen Rückzahlungsbetrag (Cap) und eine Indexuntergrenze, die vor dem Rückzahlungstermin nicht unterschritten werden sollte. Solange sich der Index also in der definierten Bandbreite bewegt, wird immer der maximale Rückzahlungsbetrag bezahlt, auch wenn der Index zur Fälligkeit darunter ist. Die Ertragschance dieser Zertifikate ist in der Regel höher. Das Risiko dagegen steigt in den meisten Fällen erst dann, wenn sich der Index der unteren Bandbreitenbegrenzung nähert. In diesem Fall ist der Kursverfall im Vergleich zum "klassischen" Discount-Zertifikat überproportional.

Am Ende ein Hinweis in Bezug auf die Laufzeit von Discount-Zertifikaten. Die zuletzt beschriebene Sonderform der Roll-Over-Konzepte gibt es mittlerweile endlos. Das sollte auch Ihre Wahl sein. Das klassische Discount-Zertifikat hat immer eine Endlaufzeit. Hier gilt, dass kürzere Laufzeiten komfortabler sind, weil sie die Flexibilität des Investors

erhöhen. Im übrigen sind kürzere Laufzeiten – aufgrund des Optionspreiscalgorithmus - auch rentabler. Jedoch muss natürlich in diesem Zusammenhang auf steuerliche Haltefristen geachtet werden.

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, einen beratenden Discount-Broker oder einen Vermögensverwalter, 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.

2. Oktober 2003