

TELEBÖRSE 03.05.2004

## Zertifikate-Check:

### Timing-Problem gelöst? – Lock-In-Zertifikate

Gast: Matthias Steinhauer, CONCEPT VERMÖGENSMANAGEMENT, Bielefeld



**Kaufen und Liegen lassen, sich nicht um den optimalen Ein- oder Ausstiegszeitpunkt kümmern müssen, dennoch die maximal mögliche Indexperformance sichern. – Eine unerfüllbare Vorstellung naiver Träumer?**

**Nein, in den vergangenen Monaten haben sich am Zertifikatemarkt tatsächlich Angebote etabliert, die eben dieses Ruhepolster versprechen – und (mit Einschränkungen) einlösen.**

Neben der grundsätzlichen Abwägung, welchen Anlageinstrumenten bei der Geldanlage wie viel Gewicht beigemessen werden sollte, entscheidet ganz wesentlich über die erreichbare Rendite, ob es dem Anleger gelingt, Gewinne aus

Aktieninvestitionen rechtzeitig zu sichern und vor größeren Kursabschwüngen "draußen zu sein". Ein Versuch der regelmäßig nicht gelingt, wie die meisten aus schmerzhafter Erfahrung selbst wissen.

Wie gut also, dass sich findige Köpfe dieses Problems angenommen haben und Produkte kreiert haben, welche diese entscheidende Frage lösen helfen. Dabei gilt es, zwei Grundprinzipien bei der Ausgestaltung entsprechender Zertifikate zu unterscheiden: Einige Anbieter ermöglichen dem Investor eine bestimmte Partizipation am während der Laufzeit erreichten Höchststand des Underlying, also bspw. des Euro Stoxx 50. Andere bieten das Einfrieren von zwischenzeitlich erreichten und in mehreren Schritten abgestuften Performanceergebnissen an. Klingt beides ähnlich, ergibt im Resultat aber dennoch entscheidende Unterschiede in Bezug auf Chance und Risiko. Zu den Details:

#### I. Zertifikate mit Partizipation am Kursmaximum (Index-Lock-In's):

Bei diesen Angeboten wird der Investor am Ende der jeweiligen Laufzeit rückwirkend so gestellt, als wäre er zum während der Laufzeit erreichten höchsten Kurs ausgestiegen. Wo ist der Haken? Hier: In der Regel wird dem Anleger nicht die volle positive Index-Partizipation gewährt, sondern lediglich ein bestimmter Prozentsatz. Aus diesem Verzichtsposten wird das Sicherheitsnetz bezahlt. Zudem ist bei diesen Angeboten um einige Ecken zu denken, denn der Begriff "Partizipation" ist hier sehr irreführend. Zugleich ist leider nicht erkennbar, dass die Emittenten sich wirklich bemühen würden, dieser Irreleitung in ihren Broschüren deutlich entgegenzuwirken. Dazu später mehr.

Die Zertifikate sichern während der Laufzeit das höchste zwischenzeitlich erreichte Indexniveau ab. Die Erhebung der Daten ist dabei unterschiedlich. Mal werden Monatsschlusskurse herangezogen, mal Monatsdurchschnittskurse. Immer wenn der Index in einem der Laufzeitmonate einen neuen Höchststand erreicht, wird dieser Wert - gewichtet mit der Partizipationsrate – festgehalten und eingefroren. Am Ende erhält der Investor diesen höchsten erreichten Indexstand multipliziert mit der definierten Partizipationsrate ausbezahlt.

Nun zum schon oben angesprochenen latenten Missverständnis: Zu unterscheiden ist zwischen der Partizipation an der Maximal-Performance eines Index (sicher die Ursprungsvermutung des Anlegers) und der Partizipation an einem maximal erreichten Indexhöchststand im Verhältnis zu seinem Ausgangsniveau. Sie sehen keinen Unterschied? – Der Bezug auf den Indexstand statt auf die Performance bedeutet, dass die Basis (also das Startniveau Ihrer Investition) in die Berechnung mit einbezogen wird.

Dadurch verschlechtert sich die Relation zwischen Emissionskurs und Rückzahlungspreis. Ein Beispiel sagt mehr als tausend Worte. Bedienen wir uns des jetzt zur Zeichnung aufliegenden TopRend Tracker auf den Euro Stoxx 50 der DZ-Bank:

Bis zum Ende der Laufzeit im Juni 2009 wird jeweils am Monatsende der Schlusskurs des Euro Stoxx 50 gemessen und dokumentiert. Am Ende wird überprüft, welcher Schlussstand der höchste in dieser Zeit notierte war. Dieser gewichtet mit der Partizipationsrate ergibt den Rückzahlungsbetrag. Die genaue Höhe der Partizipationsrate wird bei Zeichnungsschluss festgelegt und wird in den Broschüren mit 86% angenommen. Der Vergleich zwischen maximaler Indexperformance und auszuzahlender Zertifikateperformance dürfte überraschen. Der Einfachheit halber rechnen wir hier mit einem Beispielindex, der zum Beginn der Laufzeit - genauso wie das Zertifikat – bei 100 notiert:

<b>TopRend Tracker der DZ auf den Euro Stoxx 50 (Indiziert auf 100)</b>				
<b>"Partizipations"-Rate</b>	<b>86%</b>	<b>86%</b>	<b>86%</b>	<b>86%</b>
Index bei Start	100,00	100,00	100,00	100,00
Maximal erreichter Indexstand	160,00	180,00	100,00	90,00
<b>Maximal erreichte Indexperformance</b>	<b>60%</b>	<b>80%</b>	<b>0%</b>	<b>-10%</b>
Rückzahlungsbetrag für das Zertifikat	137,60	154,80	86,00	77,40
Performance des Zertifikates	38%	55%	-14%	-23%
<b>Anteil des Zertifikateinhabers an der maximalen Indexperformance</b>	<b>63%</b>	<b>69%</b>		<b>226%</b>

Es wird erkennbar, dass die tatsächliche Partizipation an der Performance deutlich geringer ausfällt, als die definierte "Partizipations"-Rate vermuten lässt. Die Echtpartizipation verläuft also progressiv – je besser die Entwicklung des Index, desto größer die tatsächliche Partizipation an der Performance. Gleichzeitig wird das Risikoprofil dieser Anlage sehr deutlich: Einer Minderpartizipation an steigenden Kursen steht eine deutliche Überpartizipation für den – zugegebenermaßen – unwahrscheinlicheren Fall gegenüber, dass die Kurse sofort nach der Emission fallen und sich bis zum Ende der Laufzeit nicht wieder bis über das Ausgangsniveau erholen. Allein ein Verharren des Höchststandes auf Emissionsniveau beschert dem Investor einen Verlust in Höhe von 14%. Befänden sich die Kurse am ersten Feststellungstag bereits 10% unter Emissionsniveau und würde sich der Index nicht wieder über dieses Niveau hinausbewegen, so ergäbe sich für den Investor gar ein Verlust von 23%.

Dies ist die Kehrseite einer auf den ersten Blick sehr attraktiven Anlagevariante. Neben dem Verzicht auf die Dividende, den der Investor üben muss, sollte außerdem im Blick bleiben, dass das Underlying sich schon spürbar nach vorn bewegen muss – im vorliegenden Beispiel um gut 17%, damit der Anleger zum Laufzeitende nicht einen Verlust erleidet. Der Euro Stoxx 50 muss sich also von seinem heutigen Stand bei ca. 2.800 auf mindestens 3.275 entwickeln.

## Zertifikate mit Lock-In bei Performancefortschritten (Performance-Lock-In's)

Grundsätzlich anders funktionieren Lock-In-Zertifikate, welche die tatsächlich erreichte Performance sichern. In diesem Fall wird von vornherein festgelegt, in welchen Abständen das Einziehen von Sicherungsnetzen geschieht. Sind diese Performancefortschritte einmal während der Laufzeit erzielt, so kann das Ergebnis für den Investor nicht mehr unter dieses Niveau zurückfallen. Dabei bleibt die volle Partizipation an über die definierten Gewinnstufen hinaus erzielbaren Kursgewinnen erhalten, denn die Gewinnstufen stellen lediglich die jeweilige Mindestrückzahlung dar.

Ein gutes Beispiel ist das im März dieses Jahres von Goldman Sachs emittierte Lock-In auf den Euro Stoxx 50. Hier wird das Gewinnniveau in vier 25%-Schritten bis zu 100% gesichert. Immer, wenn eine der Gewinnstufen erreicht wird, ist damit der Mindestauszahlungsbetrag definiert. Am 15.03.2010 wird das Maximum aus der höchsten erreichten Gewinnstufe und der tatsächlichen Indexperformance ausbezahlt. Ein einfaches Prinzip, welches anhand des Szenarios, das wir bereits für das oben erwähnte Zertifikat gewählt haben, ein völlig anderes Auszahlungsprofil aufweist:

<b>Goldman Sachs Lock-In auf den Euro Stoxx 50 (Indiziert auf 100)</b>				
<b>Sicherungsstufen alle in 25%-Schritten bis 100%</b>				
Index bei Start	100,00	100,00	100,00	100,00
Maximal erreichter Indexstand	160,00	180,00	100,00	90,00
<b>Maximal erreichte Indexperformance</b>	<b>60%</b>	<b>80%</b>	<b>0%</b>	<b>-10%</b>
Mindest-Rückzahlungsbetrag für das Zertifikat	150,00	175,00	100,00	90,00
Mindest-Performance des Zertifikates	50%	75%	0%	-10%
<b>Anteil des Zertifikateinhabers an der maximalen Indexperformance</b>	<b>83%</b>	<b>94%</b>	<b>100%</b>	

Hier ist der Dividendenverzicht offensichtlich deutlich besser investiert als im oben genannten Beispiel. Aber auch dieses Zertifikat hat einen Malus: Bis zur ersten Sicherungsstufe muss sich der Euro Stoxx 50 von seinem Ausgangsniveau bei Emission (2.770) auf immerhin 3.462,50 Punkte bequemen. Ein ganz schönes Stück, für dessen Bewältigung jedoch lange Zeit bleibt, die aber angesichts der unsicheren geopolitischen wie auch wirtschaftlichen Lage vielleicht auch benötigt wird.

Bevor eine attraktive Sonderform dieser Lock-In-Variante angesprochen wird, sollten wir einmal unser Augenmerk auf die steuerliche Regelung für die Investitionen lenken. Dabei ist zu beachten, dass der Erfolg von Anlagen, bei denen kein Risiko eines Totalverlustes besteht, voll zu versteuern ist. Besteht dagegen ein Verlustrisiko, so sind die Anlageergebnisse nach einer Mindesthaltedauer von einem Jahr steuerfrei. Deshalb haben die Mathematikingenieure bei den erstgenannten Partizipations-Lock-In's festgelegt, dass vom Zeitpunkt der Emission bis zum ersten Bewertungsdatum ein paar Wochen vergehen. In der Regel liegt das erste Bewertungsdatum einen Monat nach Emission. Ob dieser kurze Zeitraum – und mithin die nur begrenzte Wahrscheinlichkeit eines Totalverlustes – tatsächlich ausreicht, um die Mannen um den Finanzminister gütig zu stimmen, sei dahin gestellt. Jedenfalls sind die Emittenten mit eben dieser Aussage sehr mutig. Kritisch dagegen dürften diese Investitionen regelmäßig für den Investor sein, der die Zertifikate nach Verstreichen des ersten Bewertungstermins erwirbt. Dann

nämlich steht der maximale Verlust bereits unverrückbar fest und der Anleger erwirbt de facto ein – steuerpflichtiges – Garantiezertifikat.

Wesentlich gefälliger kommen da Lock-In´s der Art daher, wie sie am Beispiel des Goldman Sachs-Zertifikates geschildert wurde. Wie lange es dauert, bis die erste Gewinnstufe erreicht ist, bleibt genauso ungewiss wie die Frage, ob sie überhaupt je erreicht wird. Mithin ist diese Investition bis zum Erreichen der ersten Gewinnstufe nach heutigem Stand der Dinge ohne steuerliches Risiko. Anders sieht es aber auch hier wieder für den Investor aus, der das Zertifikat nach Erreichen der ersten Gewinnstufe erwirbt. Auch in diesem Fall handelt es sich dann um ein Garantiezertifikat.

Nun zu einer attraktiven Sonderform der Performance-Lock-In´s:

Die Raiffeisen Central Bank in Wien hat bereits im Dezember letzten Jahres ein Zertifikat nach Art des geschilderten Goldman Sachs-Titels begeben. Mit zwei Unterschieden: Die Einlockmarken liegen wesentlich weiter auseinander. Die erste Gewinnsicherung erfolgt erst bei 40% Performance des Index und die nächsten Sicherungsstufen setzen bei 180% und 220% ein, was das Investment auf den ersten Blick unattraktiver erscheinen lässt. Das zweite Unterscheidungsmerkmal liegt aber auf der positiven Seite: Sollte während der Laufzeit keine Gewinnstufe erreicht werden, der Index aber auch zu keinem Zeitpunkt um mehr als 30% gegenüber dem Emissionsniveau von 2.720 gefallen sein, so erhält der Investor sein Kapital zurück. Der Malus breiter abgestufter Sicherungsstufen wird also durch eine Teilsicherungskonstruktion aufgewogen.

Bei allen zu treffenden Abwägungen bei der Auswahl eines geeigneten Lock-In-Zertifikates ist ein Erfordernis sehr klar: Lock-In-Zertifikate (welcher Ausgestaltung auch immer) haben nur dann einen Reiz, wenn der betreffende Index während der Laufzeit stark ansteigt. Anleger, die an dieser Stelle bereits zweifeln, dürften mit großer Wahrscheinlichkeit mit Discount-Strategien oder Bonus-Zertifikaten besser bedient sein.

Abschließend eine Übersicht über die wichtigsten derzeit gehandelten Lock-In-Zertifikate.

Gattung	WKN	Bank	Laufzeit- Beginn/ Ende	Partizipation bzw. Gewinn- absicherungs- intervall	Art	Region	Underlying	Anzahl Aktien	Anlage-Idee
Europa Strategie III	A0AHF8	CBK	16.02.04 23.02.09	75//100/125/1 50/175 usw.	Performance- Lock-In mit Airbag	Europa	Euro Stoxx 50	50	Steigende Kurse werden in 25%-Schritten auf Tagesschlusskursbasis gesichert. Der abgesicherte Betrag beläuft sich jedoch immer auf das eine Stufe niedrigere Sicherungsniveau. (Bei 25% Performance des Underlying ist Kapitalrückzahlung garantiert, bei 50% Performance sind 125% Rückzahlung garantiert usw.) Zum Laufzeitende über das letzte Sicherungsniveau hinausgehende Performance kommt ebenfalls dem Inhaber zugute. Zusätzlich Airbag bis Verlust des Underlying i.H.v. 25% (in diesem Fall Kapitalrückzahlung).
Welt Basket All Time High	314.777	HVB	21.01.04 04.02.11	90%	Index-Lock-In	Welt	DJ Global Titan	10 dividenden stärkste Titel	Am Lfzt.-Ende werden 90% des höchsten während der Laufzeit erreichten Korb-Wertes zurückgezahlt. (Monatsendwerte)
Euro Stoxx 50 Bonus Lock-In	815.734	RCB	16.12.03 15.12.08	70/140/180/2 20	Performance- Lock-In mit Airbag	Europa	Euro Stoxx 50	50	Steigende Kurse werden in 40%-Schritten auf Tagesschlusskursbasis gesichert. Zum Laufzeitende über das letzte Sicherungsniveau hinausgehende Performance kommt ebenfalls dem Inhaber zugute. Zusätzlich Airbag bis Verlust des Underlying i.H.v. 25% (in diesem Fall Kapitalrückzahlung).
Lock-In Euro Stoxx 50	GS0EMU	GoS	24.03.04 15.03.10	125/150/175/ 200	Performance- Lock-In	Europa	Euro Stoxx 50	50	Steigende Kurse werden in 25%-Schritten auf Tagesschlusskursbasis gesichert. Zum Laufzeitende über das letzte Sicherungsniveau hinausgehende Performance kommt ebenfalls dem Inhaber zugute.
Euro- Basket Alltime- High	HV0AYG	HVB	16.03.04 07.04.11	90%	Index-Lock-In	Europa	Euro Stoxx 50	10 dividenden stärkste Titel	90% des höchsten während der Laufzeit erreichten Monatschlusskurses des Basket werden gesichert.
Best-End Advanced Index	A0AQHR	CBK	16.03.04 30.03.10	85%	Index-Lock-In Quanto	Europa, Amerika, Japan	Euro Stoxx 50 S&P 500 Nikkei 225 zu je 1/3	50	85% des höchsten während der Laufzeit erreichten Monatsanfangskurses werden gesichert. Am Ende der Laufzeit wird - sofern der Index oberhalb 85% des bisherigen Höchststandes notiert - volle Indexpartizipation gewährt. Innovativ ist die Kick Up-Chance am Ende - d.h. volle Partizipation, wenn Index über Absicherungslevel.
Best-End IV	A0AQGX	CBK	26.04.04 07.05.09	90%	Index-Lock-In Quanto	Europa, Amerika, Japan	Euro Stoxx 50 S&P 500 Nikkei 225 zu je 1/3	50	90% des höchsten während der Laufzeit erreichten Monatsdurchschnittskurses werden gesichert.
Europa Dynamic Unlimited Zertifikat TopRend Tracker Euro Stoxx 50	A0AMSQ	CBK	04.03.04 endlos	87%	Index-Lock-In	Europa	Euro Stoxx 50	50	87% des höchsten während der Laufzeit erreichten Tagesschlusskurse werden gesichert. Rückzahltermine sind jeweils März, Juni, Sept., Dez. Jährliches Kündigungsrecht seitens des Emittenten zum 31.3. ab 31.3.06.
	DZ0AY8	DZB	28.05.04 04.06.09	ca. 86%	Index-Lock-In	Europa	Euro Stoxx 50	50	ca. 86% des höchsten während der Laufzeit erreichten Monatschlusskurses des Basket werden gesichert. (Genauere Festlegung der Partizipation bei Zeichnungsschluss).