

Zertifikate-Check: Outperformance-Zertifikate

Gast: Matthias Steinhauer, ConceptT Vermögensmanagement, 20.06.2005



Anleger, die wieder etwas optimistischer in die Zukunft blicken, mögen den Wunsch hegen, die in den vergangenen Jahren erlittenen Blessuren möglichst rasch wieder zu egalisieren. Mit der herkömmlichen Anlage in Aktien(Indices) oder Fonds bedarf es noch einer langen Phase steigender Kurse an den Weltbörsen, bis eines fernen Tages ehemalige Höchststände wieder erreicht werden. Inwieweit dies in absehbarer Zeit wahrscheinlich anmutet, sei der persönlichen Beurteilung des Lesers überlassen.

Grundsätzlich besteht seit jeher die Möglichkeit, den eigenen Anlageerfolg gegenüber den Referenzindices mittels Hebel-Produkten wie Knock-out-Zertifikaten oder Optionsscheinen zu beschleunigen. Diesen Papieren wohnen aber empfindliche Risiken inne, weshalb ihre Verwendung allenfalls dem sehr erfahrenen Investor zu empfehlen ist. Eine attraktive Alternative bieten die seit einiger Zeit handelbaren so genannten Outperformance-Zertifikate.

Der Zertifikatemarkt hat in den vergangenen Jahren einen Boom erlebt. Inzwischen ist es wenig wahrscheinlich geworden, ein Underlying oder eine Strategie zu finden oder zu ersinnen, die noch nicht über irgendein Zertifikat abgedeckt wird. Dennoch treibt der Erfindungsreichtum der Emittenten immer neue Blüten in die Artenvielfalt. Damit sind Vor- und Nachteile gleichermaßen verbunden. Der geneigte Investor findet für nahezu jeden Anlagewunsch ein entsprechendes Zertifikat. Gleichzeitig aber ist die Suche mühsam; der Anleger muss kritisch die jeweiligen Emissionsbedingungen durchleuchten und gerät dennoch in die Gefahr, am Ende einen anderen Inhalt im Depot zu finden, als ihm die Verpackung suggerierte. Durch die mannigfaltige Verwendung gleich lautender Bezeichnungen für unterschiedliche Strategien bzw. Mechaniken sind Fehlgriffe gleichsam vorprogrammiert.

So verhält es sich auch bei Outperformance-Zertifikaten (im Folgenden OP-Zertifikate), denen im Grundsatz eine gemeinsame Mechanik zugrunde liegt: Mit dem Verzicht auf Dividendenzahlungen aus dem Index während der Laufzeit wird der Kauf von Call-Optionen finanziert, die zusätzlich zum Underlying (einer Aktie oder einem Index) erworben werden. Dabei begünstigen die derzeit niedrigen Volatilitäten den Käufer dieser Papiere gegenüber dem Discount-Zertifikateinvestor. Während letzterer im Rahmen der Discount-Konstruktion Optionen verkauft und die augenblicklich (volabedingt) niedrigen Optionsprämien bedauert, bekommt der OP-Investor derzeit für wenig Geld viel Hebel. Wobei "Hebel" den Faktor darstellt, um den sein Zertifikat sich besser entwickelt als das zugrunde liegende Underlying. Die vorangegangene Erläuterung verdeutlicht einen weiteren Zusammenhang: Da der Hebel aus dem Dividendenverzicht finanziert wird, fällt er umso höher aus, je mehr Dividendentermine in die Laufzeit des Zertifikats fallen. Längere Laufzeiten ermöglichen also grundsätzlich höhere Partizipationsraten. Wer dagegen recht bald das Ergebnis seiner Anlage auch in Händen halten will, wird sich mit einem kleineren Hebel begnügen müssen.

An dieser Stelle ist noch einmal zurückzukommen auf das vergleichsweise geringere Risiko von OP-Zertifikaten gegenüber den oben genannten Knock-out-Zertifikaten und Optionsscheinen. Das Verlustpotential aus OP-Zertifikaten ist (zum Zeitpunkt der Emission) nicht größer als bei der Direktinvestition in die zugrunde liegende Aktie bzw. in den Index. Der Hebel funktioniert also nur in eine Richtung, nämlich vom Basispreis aus

nach oben (der Basispreis ist i.d.R. der Kurs des Underlyings am Emissionstag). Bei sich günstig entwickelndem Underlying – mithin sich überproportional entwickelndem OP-Zertifikatspreis – steigt natürlich wiederum das Verlustrisiko, welches mit einem Rückfall auf das Basisniveau verbunden ist, auch überproportional an. OP-Zertifikate sind also geeignet für Anleger, die ohne Netz und doppelten Boden auf einen Anstieg des Basiswertes setzen.

Es ist noch ein Hinweis zur Namensvielfalt im kleinen OP-Zertifikateuniversum anzubringen. Die reine Namenskultur – also das Outperformance-Zertifikat – findet sich umringt von Speedern, Sprintern, Phönixen, PEPP-Zertifikaten, Sprint Plus-, Bonus-Outperformance- und Protect-Outperformance-Zertifikaten. Wer sich nun darauf verlassen wollte, wenigstens der gleiche Name verkörpere dann auch immer die gleiche Mechanik, wäre bereits verlassen. So erhöht "Sprint" die Performance i.d.R. um den Faktor 2 – jedoch nur innerhalb einer festgelegten Spanne und bis zu einem festgelegten Höchstbetrag. "Sprint Plus" (made by UBS) meint dagegen eine sehr spekulative Ergänzung: Die Mechanik greift erst, wenn zuvor eine definierte und deutlich unter dem Emissionsniveau liegende Barriere des Underlyings nach unten durchbrochen wurde und dieses gleich Phönix aus der Asche wieder in neue Höhen aufsteigt. Identisch funktioniert wiederum auch das Zertifikat, welches sich mit eben diesem "sagen"haften Namen kleidet. Im Ergebnis jedoch sind Speeder und Sprinter eine sehr spezielle Variante – schneller Antritt, wenig Ausdauer -, die deshalb für den mittel- bis langfristig orientierten Investor eher ungeeignet erscheint und deshalb hier nicht vertiefend erläutert werden soll.

Sinngebender erscheinen Ergänzungen der Outperformance-Mechanik um einen Sicherungsmechanismus, wie er aus Bonuszertifikaten bekannt ist: Im Falle wider Erwarten fallender Kurse erhält der Investor am Ende der Laufzeit dennoch sein eingesetztes Kapital zurück, sofern eine bestimmte unter dem Emissionsniveau liegende Kursbarriere während der Laufzeit nicht berührt resp. nach unten durchstoßen wird. Selbstredend kostet ein solches Sicherheitspolster Rendite – der Partizipationsfaktor ist bei diesem Modell also grundsätzlich geringer, als bei OP-Zertifikaten ohne Zusatzsicherung. Die Wahl des "richtigen" Instruments obliegt hier der Markteinschätzung des Investors. In der Liste der vorgestellten Zertifikate wird der Unterschied bei den beiden Zertifikaten auf den Eurostoxx sehr gut deutlich.

Ein offenes Wort zur scheinbaren Verlockung "Outperformance-Zertifikate":

Ohne signifikante Kursanstiege ist damit nichts zu verdienen. Im Gegenteil: Im Falle einer Kursstagnation oder gar bei fallenden Kursen hat der Investor zusätzlich zum Kursrisiko sogar noch die Dividenden verschenkt! Das Underlying MUSS also steigen, damit die Investition einen Sinn ergibt. Deshalb sind Outperformer nach unserer Einschätzung immer Ergänzungen zu Bonus- oder auch Discount-Zertifikaten und bedürfen aufgrund des im Kursverlauf variierenden Risikos einer permanenten Beobachtung.

Sektor	Titel	WKN	Emittent	Basis	Partizip	Fällig	Kurs
Europa	Euro Stoxx 50 OP 3.078	DB0UU	DBK	3078,44	172%	2007	106,29
Europa	Euro Stoxx 50 Protect-OP 2.950	SAL2YP	Sal. Op.	2950/2100	130%	2008	32,38
Asien	Asien Outperformance (4 Indices)	DB16ES	DBK	100	140%	2009	108,48
Rohstoffe	GSCI-Index Reduced Energy-OP	GS0DYN	G.-Sachs	490 <u>USD</u>	145%	2006	43,02
Dividendenstory	DivDAX (Kurs) Outperformance	DB0UWK	DBK	98,27	190%	2008	106,07

Zu Pos 1. Das klassische Outperformance-Zertifikat. Der Index notiert ca. 3% über Emissionsniveau, das Zertifikat 6% höher. Daran wird erkennbar, dass während der Laufzeit die Preisbildung nicht nur von der Entwicklung des Underlyings sondern z.B. auch von der Volatilität, abhängig ist.

- Zu Pos 2. Die gleiche Strategie verbunden mit Sicherheitsnetz. Bis auf 2.100 kann der Euro Stoxx 50 während der Laufzeit fallen und der Investor bekommt dennoch mindestens das eingesetzte Kapital (hier 29,50 Euro Emissionspreis) zurück. Dies geht zu Lasten des Hebels – die Partizipation ist trotz Verlängerung der Laufzeit um ein Jahr wesentlich geringer. Da der Kurs bereits 10% oberhalb des Basis(Emissions)preises liegt, sollte der interessierte Investor ggf. die Emission eines neuen Titels auf dem dann aktuellen Marktniveau abwarten, um so tatsächlich wieder eine Absicherung auf Investitionskurs zu erreichen.
- Zu Pos 3. Die wirtschaftliche Zukunft der westlichen Welt hängt definitiv zunehmend vom Erfolg der Schwellenländer in Osteuropa, Asien und Lateinamerika ab. Weitsichtige Investoren begegnen der sich abzeichnenden Entwicklung bereits frühzeitig – also jetzt – durch die Erweiterung des Portfoliohorizonts um eben diese "neuen" Wachstumsmärkte. Denn wenn auch die etablierten amerikanischen und westeuropäischen Unternehmen einigen (monetären) Erfolg bei der Wegbereitung wirtschaftlicher Prosperität in den Schwellenländern verbuchen dürften: Ein Großteil der Profite wird vor Ort eingestrichen werden, weshalb es keine echte Alternative zu einem Direkt-Engagement in den jeweiligen Regionen gibt. Angesichts der Risiken, welche sich aus solchen Engagements insbesondere aufgrund der räumlichen Entfernung, der fremden Sprachen und Kulturen sowie nicht zuletzt aus der Intransparenz und Illiquidität der Märkte ergeben, sind Zertifikate häufig wieder einmal erste Wahl, wenn es um die Suche nach effizienten, preisgünstigen und die Märkte ideal repräsentierenden Investitionsmethoden geht: Mit Zertifikaten kann der Investor alle Werte eines – oder im Idealfall auch mehrerer – Indices in einer Transaktion erwerben.
Der vorgestellte Titel vereinigt vier Indices asiatischer Aufsteiger: den MSCI Singapore, den KOSPI 200 (Südkorea), den HSCEI (China) sowie den japanischen TOPIX.
- Zu Pos 4. Die Weltwirtschaft ist derzeit durch nichts so stark geprägt, wie durch die steigenden Kosten für Energie und Industrierohstoffe. Ausgelöst – und darum auch langfristig genährt – ist diese Entwicklung durch die sich boomartig entwickelnden Aufsteigermärkte in Asien, Lateinamerika und Osteuropa. Zwischenzeitliche Überhitzungserscheinungen (wie wohl gerade im Augenblick) und deren Korrekturen sind wohl zu berücksichtigen. In der langfristigen Prognose aber werden die wenigsten erwarten, dass sich eine anhaltende Umkehr des Trends ergeben könnte.
Im Beispiel liegt der GSCI-Index zugrunde, ein Rohstoff-Index, der den Durchschnitt aus 24 Rohstoffpreiskomponenten bildet. Da der Energiesektor in diesem Index ursprünglich sehr stark übergewichtet ist, greift der Emittent hier zu einer Hilfe, um diese Kopflastigkeit zu korrigieren: Der Anteil der Energiekomponenten wurde halbiert (deshalb "Reduced Energy") und der der Nicht-Energiekomponenten verdoppelt. So wird ein ausgewogener Mix erreicht und die Energielastigkeit umschifft. Nicht ausschließbar bei diesen Investitionen ist derzeit das Dollarrisiko.
- Zu Pos 5. Die Dividendenstrategie darf inzwischen als bekannt vorausgesetzt werden: Es konnte empirisch nachgewiesen werden, dass sich ein Portfolio derjenigen Aktien aus einem Index mit der höchsten Dividendenrendite über längere Zeiträume besser entwickelt, als der gesamte Index. Dem Drang vieler Investoren nach dieser Strategie ist die Börse gefolgt und offeriert seit einigen Monaten den so genannten Dividenden-DAX. Das vorgestellte Zertifikat verdeutlicht sehr anschaulich, welcher Hebel sich entwickeln lässt, wenn auf die Ausschüttung eben dieser Dividenden verzichtet wird.