

APO-FOKUS



Auf der sicheren Seite –
Intelligente Absicherungsstrategien
für Aktienanlagen



Die Deutsche Apotheker- und Ärztebank eG, Düsseldorf, unterliegt der Aufsicht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Bonn / Frankfurt.

Die in diesem APO-Fokus enthaltenen Informationen stellen keine Anlageberatung dar. Sie zielen nicht auf das individuelle Anlageprofil des Empfängers ab, sondern enthalten allgemeine Informationen, die eine selbstständige Anlageentscheidung erleichtern sollen. Mit dem APO-Fokus ist keine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf verbunden.

Der APO-Fokus beruht auf von uns nicht überprüfbaren, allgemein zugänglichen Quellen, die wir für zuverlässig halten. Die vorliegende Publikation gibt unsere unverbindliche Auffassung über den Markt und die Produkte zum Zeitpunkt des Redaktionsschlusses wieder. Die Inhalte sind sorgfältig recherchiert. Eine Haftung / Gewähr für die Richtigkeit und Vollständigkeit kann im Einzelfall aber nicht übernommen werden.

Nachdruck nur mit Genehmigung der Deutschen Apotheker- und Ärztebank eG.

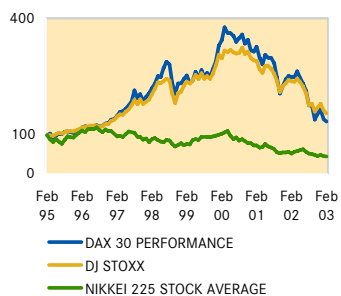
Inhalt

Einleitung	4
Originäre Absicherungsstrategien	4
Derivative Absicherungsstrategien	7
Sonstige Absicherungsstrategien	19
Zusammenfassung	20

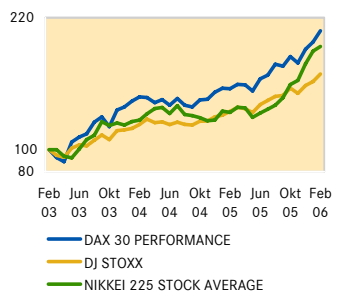


„Wer gut essen will, kauft Aktien. Wer gut schlafen will, kauft Anleihen.“
John D. Rockefeller

DAX, Dow Jones und Nikkei
1995 bis 2002



DAX, Dow Jones, Nikkei
2003 bis heute



„Gehen Sie an die Börse, und stecken Sie Ihr Geld in Aktien. Dazu kaufen Sie sich in einer Apotheke eine große Dosis Schlaftabletten. Nach vier Jahren wachen Sie als reicher Mann auf.“
André Kostolany

Einleitung

Den nebenstehenden Leitspruch hat sich in den letzten Jahren wohl so mancher Börsianer in seinen Terminkalender geschrieben und rot markiert. Nach der Goldgräberstimmung der Jahre 1997 bis 1999 und den Höchstkursen im März 2000 folgte zwangsläufig eine ausgeprägte Katerstimmung an den Aktienbörsen, die nochmals durch den schrecklichen Terroranschlag des 11. September 2001 verstärkt wurde.

Spätestens Anfang 2003 hatte sich wohl so mancher Aktienanleger geschworen, „nie wieder der Versuchung Aktie zu erliegen“. Nichtsdestotrotz war im März 2003 rückblickend der richtige Augenblick, wieder in die Märkte einzusteigen. Mit dem Ausbruch des 2. Irakkrieges wurden am 12. März 2003 die Tiefstkurse des damaligen Abwärtszyklus erreicht. Seitdem konnten sich die Kurse mehr als verdoppeln. So legte der deutsche Aktienindex DAX seitdem stolze 140% zu, andere Märkte, wie z. B. der japanische Aktienmarkt oder die Aktienmärkte in den Schwellenländern Asiens, Lateinamerikas oder Osteuropas, gewannen sogar noch deutlich mehr.

Alle diejenigen, die inzwischen früher oder später ihren Schwüren untreu geworden sind, fragen sich angesichts der immer noch nicht ganz vernarbten Wunden aus dem 2001er/2002er Debakel der Aktienmärkte zu Recht, was man diesmal besser machen könnte. Aus diesem Grund wollen wir in dieser Ausgabe des APO-Fokus ein wenig Licht auf (mehr oder weniger) nützliche Strategien der Gewinnsicherung im Aktienbereich werfen. Dabei spannen wir den Bogen von traditionellen Formen wie „Buy and Hold“ oder „Stop-Loss“ bis hin zu modernen, zertifikatsorientierten Sicherungsstrategien für den Privatanleger.

Originäre Absicherungsstrategien

Zu den originären Absicherungsstrategien zählt man die Absicherung von Gewinnen aus Aktien, ohne sich dabei anderer Anlageinstrumente zu bedienen. Lediglich konzeptionelle Ansätze und Denkmodelle sowie EDV-technische Hilfsmittel finden Verwendung.

„Buy and Hold-Strategie“ vs. „Market Timing“

Das Zitat des Börsengurus André Kostolany mag etwas hölzern wirken, natürlich hat er Recht! Kaufen und Liegenlassen ist in der Regel die richtige Alternative für ein Investment in Aktien, denn eine Investition im Aktienbereich sollte langfristig erfolgen und nicht von Tagesschwankungen und -stimmungen abhängig gemacht werden.

Zu Recht wird der Leser jedoch dazu anmerken, dass ein Investment in den deutschen Aktienmarkt Anfang des Jahres 1996 (bei einem DAX-Stand von 2.300 Punkten) über einen Zeitraum von sieben Jahren (bis März 2003) eine stolze langfristige Nullperformance ausgewiesen hat,

“If timing the market is such a great strategy, why haven't we seen the names of any market timers at the top of the Forbes list of richest Americans?”

Peter Lynch

obwohl zwischenzeitlich Buchgewinne von bis zu 250% (März 2000) erzielt worden waren. Aus diesem Grund möchten wir einen kleinen Schwenk in Richtung „Market Timing“ einfügen.

„Market Timing“ bedeutet, zum richtigen Zeitpunkt investiert, aber auch rechtzeitig wieder aus dem Aktienmarkt heraus zu sein. Market Timing ist die hohe Schule des Asset Managements. Die Frage, wie viel bzw. ob überhaupt durch „Market Timing“ ein Zusatzertrag im Aktienmarkt erzielt werden kann, trifft den Markt an seinem empfindlichsten Nerv. Aktive Fondsmanager und aktiv gemanagte Fonds leben von dem Versprechen, über erfolgreiches Timing von Vermögensanlagen (Aktie vs. Rente und Cash) einen Zusatzertrag für ihre Geldgeber zu erzielen. Auf der anderen Seite stehen Anleger wie der legendäre langjährige Manager des Fidelity Magellan Fonds, Peter Lynch, der „Market Timing“ grundsätzlich ablehnt.

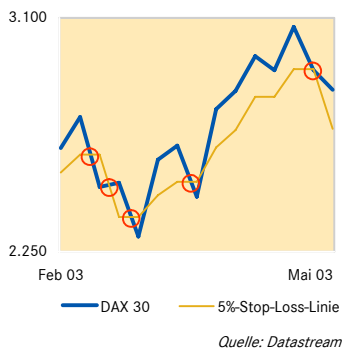
Wir wollen „Market Timer“ nicht grundsätzlich verdammen, zumal wissenschaftliche Auswertungen zeigen, dass mit einer geschickten Auswahl der Mischung der zentralen Vermögensanteile Aktie, Rente und Liquidität bis zu 80% der Gesamtpformance eines Portfolios beeinflusst werden können. Trotzdem sollte der unerfahrene Anleger aufpassen, sich selbst als „Market Timer“ zu betätigen, was wir im folgenden Beispiel kurz beleuchten wollen: Basierend auf der Kursentwicklung des amerikanischen Aktienindex S&P 500 hätte ein Anleger im Zeitraum 1997 bis 2001 eine durchschnittliche Jahresrendite von 10,7% erzielt, wenn er ununterbrochen investiert gewesen wäre. Hätte er in diesen fünf Jahren nur die besten zehn Börsentage verpasst, so wäre ihm eine jährliche Rendite von nur noch 1,6% geblieben. Bei verpassten 20 Tagen (also 4 Wochen in 5 Jahren) erreicht die durchschnittliche jährliche Rendite schon -4,8%, bei 30 Tagen -9,7% und bei 40 Tagen (zwei Handelsmonate) gar -14,1% (Quelle: Standard & Poor´s). Erstes Zwischenergebnis unserer Betrachtung ist somit, dass der Anleger möglichst immer dabei bleiben sollte, um die guten Tage nicht zu verpassen.

Stop-Loss-Strategie

Aufgrund der aufgezeigten Überlegungen wurden in der Vergangenheit unzählige Strategien entwickelt (und auch wieder verworfen), die erreichten Gewinne abzusichern. Einer der wenigen Ansätze, die alle Marktphasen letztendlich überlebt hat, ist die Stop-Loss-Strategie. Bei Stop-Loss wird unterhalb des jeweiligen Kurses einer Aktie ein Sicherheitsnetz mitgezogen. Bei einer Kursreaktion über diese Schwelle hinab wird die Aktie automatisch verkauft, so dass zumindest die restlichen bis dahin erzielten Kursgewinne gesichert sind. Wie üblich steckt der Teufel im Detail. Nicht wenige Anleger haben sich in der Vergangenheit über zu eng gesetzte Stop-Loss-Marken frühzeitig aus dem Markt verabschiedet und den nach einer Reaktion wieder anziehenden Kursen nur



Stop-Loss-Strategie am Beispiel des DAX (Stop-Loss-Marke bei 5% unter dem vorherigen Höchststand)



Grenzen der praktischen Umsetzung von Stop-Loss-Strategien

hinterher sehen können. Die zentrale Frage dieser Strategie lautet nämlich, wie nahe das Sicherheitsnetz Stop-Loss unter dem aktuellen Kurs sein sollte.

Bei einem Stop-Loss-Ziel von 5% sind die Verluste (genauer gesagt die verminderten Gewinne) auf 5% beschränkt, eine Kursreaktion in dieser Größenordnung ist jedoch keine Ausnahme. Der Anleger wird recht zügig aus seiner Investition heraus gedrängt. Eine 20%ige Stop-Loss-Marke dagegen wird nicht täglich ausgelöst, wenn es aber soweit ist, sind 20% der bis dahin erzielten Gewinne schon wieder verloren gegangen. Die andere ungelöste Frage ist, wann nach einem „Zwangverkauf“ gemäß Stop-Loss wieder investiert werden soll („Stop-Buy“). Gesetzt den Fall, der Anleger hat über ein Stop-Loss sein Aktienengagement automatisch verkauft, der Markt beendet jedoch seine Konsolidierung und steigt wieder an. Woran erkennt der Anleger, ab welchem Kursniveau er wieder investieren soll? Zu langes Warten kann dazu führen, dass die besten Tage (siehe oben) verpasst werden. Ein zu schnelles Einsteigen führt dagegen, besonders in seitwärts laufenden Märkten, zu stetigen Kauf- und Verkaufssignalen. Dadurch können keine nennenswerten Erträge, sondern nur (hohe) Spesen verbucht werden.

So schön die Stop-Loss-Theorie auch klingen mag, in der praktischen Umsetzung ergeben sich Probleme. Bei den meisten Banken können nur statische Stop-Loss-Marken gesetzt werden, eine „automatische Erhöhung“ dieser Grenzwerte bei Kursanstiegen ist nicht möglich. Um nicht zu viel des aufgelaufenen Buchgewinns nach Kursanstiegen wieder zu verlieren, müsste auf Eigeninitiative des Anlegers dieser für jede einzelne Aktienposition die alten Stop-Loss-Marken bei der Bank streichen lassen und neue Grenzen definieren. Es ist leicht ersichtlich, dass diese jeweils gebührenpflichtigen Neufestlegungen nicht praktikabel sind.

Einen weiteren Nachteil haben viele Anleger schon selbst erfahren: Die Diskrepanz zwischen Stop-Loss-Marke und letztendlich realisiertem Kurs bei Verkauf durch den ausgelösten Stop-Loss-Mechanismus. Denn die Stop-Loss-Marke ist nicht der Kurs, zu dem ein Wertpapier verkauft wird, sondern nur der Preis, bei dem der Verkauf automatisch ausgelöst wird. Verkauft wird die Position eines Anlegers nach Verletzung der Stop-Loss-Marke zum dann nächsten festgestellten Kurs. Und der kann gerade bei sehr volatilen Aktien wie Technologiewerten oder wenig gehandelten Aktien kleinerer Unternehmen deutlich von der Stop-Loss-Marke abweichen. Ein Beispiel soll dies verdeutlichen: Angenommen, eine Aktie notiert bei 63 € und ein Anleger definiert für diese Aktie eine Stop-Loss-Marke bei 60 €. Der Kurs des Wertpapiers fällt auf 60 €, der automatische Verkauf wird also ausgelöst. Wird der nächste Kurs nach Berühren oder Unterschreiten der Marke von 60 € bei beispielsweise 57 € festgestellt, dann wurde der Verkauf zum Preis von 57 € getätigt,

„Gewinne laufen lassen, Verluste begrenzen.“

Börsenweisheit

der Anleger verliert also trotz Festlegung der Marke von 60 € noch drei Euro mehr. Selten tritt der positive Fall ein, dass der nächste Kurs nach Berührung oder Unterschreitung des Limits von 60 € wieder über dieser Grenze liegt. Und selbst wenn dem so ist, der Verkauf der Aktie wird durchgeführt, obwohl doch die Stop-Loss-Marke des Anlegers wieder überschritten wurde und dieser an einer Durchführung des Verkaufs eigentlich gar nicht mehr interessiert ist.

Bei allen Vorbehalten, die Stop-Loss-Marken gegenübergebracht werden, sollte der Leser jedoch aus diesem Kapitel eines mitnehmen: Professionelles Portfoliomanagement bedeutet, Gewinne laufen zu lassen, Verluste jedoch zu begrenzen. Zu viele Anleger agieren umgekehrt, sie realisieren zu früh einen schönen Gewinn und halten aus emotionalen Gründen an „Ladenhütern“ fest. So können gute Investments ihr Gewinnpotenzial nicht ausspielen und schlechte Investments „kleben“ mit der Zeit das Wertpapierdepot zu. Somit ist der Ratschlag „Verluste begrenzen“ eine Stop-Loss-Regel, die jeder Anleger beherzigen sollte.

Derivative Absicherungsstrategien

Aus den vorangegangenen Abschnitten wurde ersichtlich, dass intelligente und kostengünstige Absicherungsstrategien in Verbindung mit den originären Wertpapieren selbst nur bedingt möglich sind. Daher soll im Folgenden untersucht werden, ob sich durch den Einsatz von Derivaten qualitativ bessere Absicherungen von Depots umsetzen lassen.

Terminmarktinstrumente

Optionen und Futures als Absicherungsinstrumente

Zu den für Absicherungsgeschäfte geeigneten derivativen Instrumenten gehören an Terminmärkten gehandelte Wertpapiere, wie z. B. Optionen (bzw. deren standardisierte und verbriefte Formen – die Optionsscheine) und Futures. Aufgrund der vielfältigen Kombinationsmöglichkeiten ist mit diesen Instrumenten sowohl die teilweise als auch die vollständige Absicherung von Depots darstellbar. Optionsscheine werden mitunter auch als Hebelzertifikate bezeichnet.

Put-Optionen

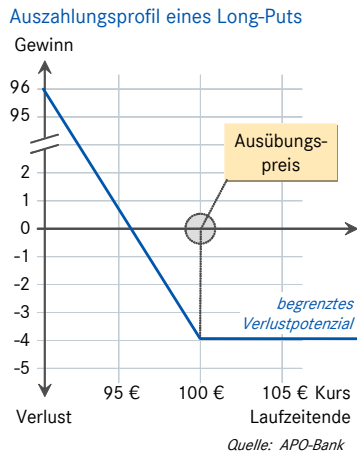
„Welcher Laie wird wohl je verstehen, dass der Verkäufer der Verkaufsoption bei Ausübung der Verkaufsoption durch den Käufer der Verkaufsoption der Käufer der von dem Käufer der Verkaufsoption verkauften Wertpapiere ist?“

Serge Demolière

Put-Optionen werden auch als Verkaufsoptionen bezeichnet. Die Put-Option gewährt das Recht, den Basiswert (z. B. eine Aktie oder einen Aktienindex) zu einem bei Emission des Puts festgelegten Preis (dem Ausübungspreis) zu einem späteren Zeitpunkt innerhalb der Laufzeit der Option zu verkaufen. Man spricht dann auch von der Ausübung der Option bzw. des Optionsrechtes. Wie bei allen Optionen handelt es sich auch bei Puts um ein zweiseitiges Geschäft, denn dem Käufer einer Option steht auch immer ein Verkäufer dieser gegenüber. Das Rechtsgeschäft ist zugleich immer ein einseitig bedingtes, denn der Verkäufer einer Option hat immer die Pflicht, dem Ausübungswunsch des Käufers

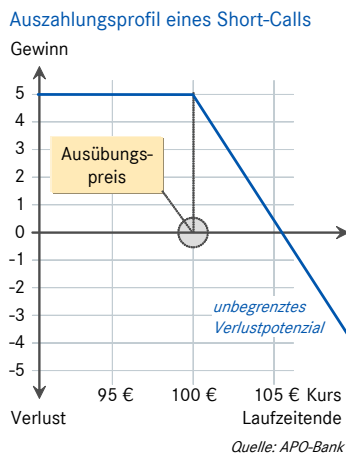


der Option nachzukommen. Der Käufer eines Optionsrechtes kann also wählen, ob er die Option „zieht“ oder verfallen lässt, der Verkäufer dieses Rechts hat dem Wunsch des Käufers zu entsprechen. Der Kauf einer Verkaufsoption wird auch als Long-Put bezeichnet, der Verkauf eines Puts als Short-Put.



Ein Kauf eines Puts dient zur Absicherung von Buchgewinnen aus einer Aktienposition, wenn der Käufer der Option zukünftig deutlich fallende Kurse erwartet. Optimal ist die Umsetzung der „Strategie“ Long-Put, wenn die Gesamtzahl der Aktien im Depot behalten und der Optionspreis aus anderweitigen Mitteln bezahlt werden kann. Bei Kursrückgängen über den Preis des Long-Puts hinaus erzielt der Anleger aus der Ausübung des Puts einen Gewinn. Dieser mildert bzw. egalisiert den Verlust aus den im Wert gefallenen Aktien im Depot. Sollte entgegen der ursprünglichen Meinung ein deutlicher Kursanstieg zu verzeichnen sein, profitiert der Anleger von der Wertsteigerung der nach wie vor im Depot befindlichen Aktien. Nur bei moderaten Kursbewegungen – egal in welche Richtung, ist der Kauf eines Puts nicht die optimale Strategie. Letztlich ist das Auszahlungsprofil eines Long-Puts inhaltlich ähnlich zu dem eines Verkaufs des entsprechenden Basiswertes zum Basispreis. Das heißt, steigt der Kurs des zugrunde liegenden Wertpapiers über den Basispreis, so kann der Anleger aus seinem Investment keinen Vorteil mehr erzielen, denn alle weiteren Kursgewinne macht er nicht mehr mit.

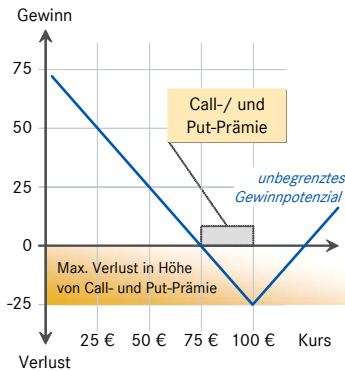
Short-Call-Option



Als Short-Call wird der Verkauf einer Call-Option bezeichnet. Short-Calls können zur Absicherung verwendet werden, wenn der Verkäufer des Calls von stagnierenden Märkten bzw. nur leicht sinkenden Kursen ausgeht. Der Anleger behält die mit Buchgewinn im Depot befindliche Aktienposition und verkauft zusätzlich eine Call-Option auf diese Aktien. Der Verkauf führt zum Erlös der Optionsprämie (Preis der Call-Option). Steigt der Kurs der Aktie nur leicht, verzichtet die „Gegenpartei“ (Käufer des Calls) auf die Ausübung, der Call-Verkäufer partizipiert mit der Aktie direkt an der Wertsteigerung und hat die Optionsprämie als Zusatzertrag. Bei leicht fallenden Kursen dient die erhaltene Optionsprämie als Sicherheitspuffer und gleicht den Verlust der Aktienposition bis zur absoluten Höhe der Optionsprämie aus. Sind deutliche Kursverluste über die Höhe der Optionsprämie hinaus zu verzeichnen, kann mit Short-Calls ein Verlust nicht vermieden werden. Bei starken Kursanstiegen wird der Käufer der Call-Option die Ausübung derselben verlangen, der Anleger muss die Aktien aus dem Depot zu einem tieferen Preis als dem aktuellen Kurs andienen und behält nur die Optionsprämie. Dies entspricht jedoch – genau wie bei einem deutlichen Kursverfall – nicht dem eigentlichen Ziel, nämlich der Sicherung bereits erzielter Buchgewinne.

Kombination aus Call und Put

Auszahlungsprofil eines Long-Straddles



Straddle

Ein Straddle ist eine aus einer Call- und einer Put-Option mit identischen Basispreisen zusammengesetzte Kombination. Ein Long-Straddle bezeichnet den Kauf eines Calls und eines Puts. Diese Strategie kann von Anlegern zur Sicherung von Kursgewinnen genutzt werden, wenn starke Kursbewegungen erwartet werden, deren Richtung jedoch nicht erkennbar bzw. bekannt ist. Verkauft der Depotinhaber z. B. eine mit Buchgewinn im Depot befindliche Aktie nicht oder nur zu einem geringen Teil und kauft dafür oder unter Hinzunahme zusätzlichen Geldes einen Straddle auf diesen Basiswert mit einem Basispreis gleich dem aktuellen Depotwert der Aktienposition, so ist die Sicherung gegeben. Im Falle von deutlichen Kursverlusten sichert der Put das Depot ab, im Falle von starken Kursanstiegen partizipiert der Inhaber des Straddle über den Call mindestens im gleichen Verhältnis wie beim Direktinvestment in die Aktie. Der Kauf des Calls und des Puts kostet jedoch Geld. Daher ist es leicht verständlich, dass Long-Straddles nicht geeignet sind, Depots abzusichern, wenn nur geringe Kursausschläge unbekannter Richtung erwartet werden.

Futures

Futures ähnlich wie Optionen

Prinzipiell funktionieren Futures ebenso wie Optionen, allerdings gibt es einen bedeutenden Unterschied. Im Gegensatz zu Optionen stellen Futures ein zweiseitig bindendes Rechtsgeschäft dar. Beide „Parteien“ müssen nämlich am Ende der Laufzeit des Terminkontraktes Bedingungen erfüllen, die Abnahme der Papiere bzw. die Zahlung des Kaufpreises.

Da die generelle Funktionsweise von Futures denen der Optionen sehr ähnlich ist, wird im Folgenden auf eine detaillierte Beschreibung von Absicherungsstrategien verzichtet. Dies bedeutet keinen Nachteil für den Leser, da Futures bzw. Transaktionen in diesen von Banken aufgrund des hohen Risikos und der notwendigen Sicherheiten nur in Ausnahmefällen für Privatanleger angeboten werden.

Probleme bei der Anwendung von Optionen und Futures

Die praktischen Umsetzungen der vorgestellten Strategien weisen, abgesehen von den anfallenden Transaktionskosten, weitere Probleme auf. Die notwendige Sicherheiten hinterlegung (Margins) bei Short-Positionen und eventuell damit verbundene Nachschusspflichten sowie das theoretische Risiko eines Totalverlustes des Anlagebetrages erfordern sowohl für Optionsgeschäfte als auch für Engagements in Futures eine besondere Aufklärung des Anlegers bezüglich dieser speziellen Risiken von Termingeschäften. Diese Aufklärung – die Finanztermingeschäftsfähigkeit (FTG) – wird jedoch berechtigterweise nur an Kunden erteilt, die umfassende Kenntnisse nachweisen können.

Ein weiteres Problem stellt die relativ kurze Laufzeit der Optionen und



Futures dar. Die tägliche Laufzeitverkürzung kann auf eine der Preiskomponenten von Terminmarktinstrumenten, den Zeitwert, erheblichen Einfluss haben. Ein Anleger, der sich keinem erhöhten Risiko aussetzen will, wäre daher gezwungen, die eingegangenen Termingeschäfte sehr zeitnah zu verfolgen. Üblicherweise fehlt dazu zum einen die erforderliche Zeit, oft zusätzlich auch noch die notwendigen technischen Voraussetzungen.

Das wesentliche Merkmal all dieser Strategien ist jedoch, dass sich der Anleger bei Ausübung bzw. bei Fälligkeit von Optionen oder Futures von seinem Engagement trennen muss, ganz so, als ob er seine Aktien zu diesem Kurs verkaufen würde.

Optionen und Futures für Privatanleger eher ungeeignet

Zusammenfassend bleibt festzustellen, dass sich Terminmarktinstrumente in ihrer ursprünglichen Form aus den verschiedenen vorgestellten Gründen für den normalen und durchschnittlich informierten Anleger nicht für die Depotabsicherung eignen. Die Nutzung von Terminmarktinstrumenten ist daher nur bedingt zu empfehlen.

Zertifikate als Alternative?

Deswegen lohnt es sich, bei der Betrachtung von derivativen Absicherungsstrategien die Aufmerksamkeit auch auf Zertifikate zu lenken, deren jeweilige Konstruktionen oft aus einer Kombination des Basiswertes (meist einer Aktie oder einem Aktienindex) und einer oder mehrerer Optionskomponenten beruhen. In den folgenden Abschnitten wird darauf eingegangen, ob mit Zertifikaten eine sinnvolle Absicherung von Depots möglich ist. Dabei werden verschiedene Arten von Anlagezertifikaten, die zur Depotabsicherung geeignet erscheinen, vorgestellt.

Garantie-Zertifikate

Garantiezertifikate haben eine begrenzte Laufzeit und garantieren dem Anleger am Ende dieser typischerweise die unbedingte Rückzahlung des gesamten ursprünglich investierten Kapitals. Je nach Konstruktion des Zertifikates erhält der Inhaber entweder während oder normalerweise am Ende der Laufzeit einen Anteil an der gegebenenfalls erzielten Wertsteigerung. Der Vorteil für den Anleger bei Zeichnung eines Garantiezertifikates liegt darin, dass der einmal investierte Betrag zum Laufzeitende „geschützt“ ist.

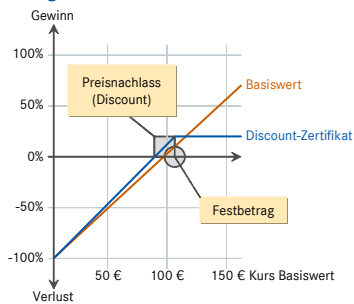
Diesem Vorteil der Zertifikatskonstruktion stehen jedoch auch Nachteile im Vergleich zum Direktinvestment in eine Aktie gegenüber. Indirekt finanziert der Anleger die garantierte Rückzahlung des Anlagebetrages meist über eine verminderte Partizipation (Bruchteils-Partizipation) bei einer positiven Wertentwicklung des Basiswertes. Angenommen, ein Garantiezertifikat mit einem Basiswert auf die Aktie X gewährt am Laufzeitende eine 80%ige Partizipation an der positiven Wertentwicklung von z. B. 10% während der gesamten Laufzeit, so erhält der Zertifikatsanleger am Ende der Laufzeit eine positive Wertentwicklung von nur 8%.

Dies sind zwei Prozentpunkte weniger im Vergleich zu einem Aktionär, der direkt in die Aktie X investiert hat. Zum anderen ist die Sicherheit des Garantiezertifikats – wie bei allen beschriebenen Zertifikaten – nur „statischer“ Natur. Das heißt, sollte die Wertentwicklung des Basiswertes deutlich positiv verlaufen, so wird der Garantiebetrug nicht „automatisch“ ebenfalls erhöht. Kostet z. B. ein Garantiezertifikat auf den Aktienindex DAX bei Zeichnung 100 € und steigt der DAX während der Laufzeit des Zertifikats um 50%, so gewährleistet das Garantiezertifikat trotzdem nur eine garantierte Rückzahlung von 100 €. Unabhängig von der Partizipation an der Wertsteigerung liegt die Garantie also 50% unter dem aktuellen Marktniveau, was in vielen Fällen als bedeutender Nachteil dieser Zertifikatskonstruktion empfunden wird.

(Deep-) Discount-Zertifikate

Discount-Zertifikate sind in ihrer Laufzeit begrenzt und gewähren am Ende dem Inhaber das Recht auf Auszahlung des Gegenwertes des Basiswertes (so genannter Festbetrag). Der Nachteil, dass die Auszahlung in ihrem absoluten Betrag begrenzt („capped“) ist, wird durch den Vorteil eines geringeren Preises bei Zeichnung / Kauf des Discount-Zertifikates (dem Discount) im Vergleich zur direkten Aktienanlage kompensiert.

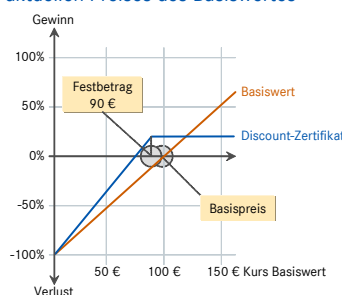
Auszahlungsprofil eines Discount-Zertifikates mit tiefem Discount im Vergleich zum Basiswert



Quelle: HSBC Trinkaus & Burkhardt

Discount-Zertifikate mit maximalem Preisabschlag sind Konstruktionen, bei denen die Preisdifferenz zum aktuellen Kurs der zugrunde liegenden Aktie(n) oft ca. 20% bis 30% beträgt. Selbst bei fallenden Kursen ist es relativ unwahrscheinlich, dass der Kurs des Basiswertes am Ende der Laufzeit unter den Kaufpreis fällt und für den Zertifikatsinhaber einen Verlust generiert. Jedoch verringert sich die zu erzielende Rendite mit zunehmendem Kursverfall des Basiswertes. Da die Höhe des Preisnachlasses und die Höhe des ausgezahlten Festbetrages am Ende der Laufzeit negativ korreliert sind, ist die Rendite von diesen Discount-Zertifikaten auch im umgekehrten Fall – bei positiver Kursentwicklung des Basiswertes – sehr gering und bewegt sich fast immer im Rahmen der Renditeerwartungen von festverzinslichen Wertpapieren.

Auszahlungsprofil eines Discount-Zertifikates mit Festbetrag unterhalb des aktuellen Preises des Basiswertes



Quelle: HSBC Trinkaus & Burkhardt

Alternativ eignen sich zur Absicherung auch Discount-Zertifikate, bei denen der aktuelle Wert des Basiswertes den am Ende der Laufzeit fixierten Festbetrag bereits (weit) überschritten hat. Es ist somit unwahrscheinlich, dass die dem Discount-Zertifikat zugrunde liegende Aktie bis zum Laufzeitende so deutlich an Wert verliert, dass der Festbetrag unterschritten wird und somit nicht zur Auszahlung kommt. Bezüglich der mit solchen Discount-Zertifikaten zu erzielenden Renditen gilt sinngemäß das Gleiche wie für die im letzten Absatz beschriebenen Strukturen. Aufgrund des hohen aktuellen Wertes des Basiswertes hat sich auch der Preis für ein Discount-Zertifikat mit tiefer liegendem Festbetrag schon sehr diesem angenähert, so dass bezogen auf die Restlaufzeit nur



Deep-Discount-Zertifikate zur Absicherung nur bedingt geeignet

noch eine geringe Rendite erzielbar ist.

Den beiden Strategien zugrunde liegenden Zertifikate werden auch als **Deep-Discount-Zertifikate** bezeichnet und zeigen deren begrenzte Absicherungseigenschaften. Nur bei leicht fallenden Aktienkursen lässt sich eine Absicherung des (gesamten) Anlagebetrages darstellen. Bei deutlichen Kursverlusten erleiden Inhaber von Discountzertifikaten zwar weniger Verlust als bei einem Direktinvestment in Aktien. Jedoch sind bei umgekehrter Marktconstellation auch keine Renditen erzielbar, die denen von Aktieninvestments vom Chance-Risiko-Profil ausgehend in etwa entsprechen. Deep-Discount-Zertifikate sollten somit eher als „Rentenersatzanlage“ denn als Absicherungsinstrument für Aktien betrachtet werden.

Airbag-Zertifikate

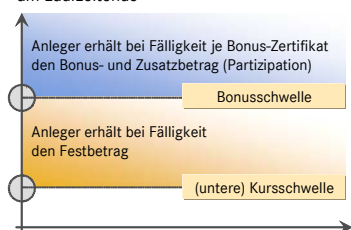
Auch Airbag-Zertifikate haben eine begrenzte Laufzeit. Sie bieten dem Anleger am Laufzeitende bis zu einer unteren Kursschwelle (so genannte Barriere) eine Kapitalgarantie des ursprünglichen Anlagebetrages, solange der Basiswert des Airbag-Zertifikates diese Kursschwelle nicht berührt oder unterschreitet. Normalerweise ist der Inhaber eines Airbag-Zertifikates auch an den positiven Wertsteigerungen des Basiswertes am Ende der Laufzeit beteiligt.

Der Nachteil der nur bedingten Kapitalgarantie – also keinem vollständigen Kapitalschutz unter allen Marktentwicklungen – von Airbag-Zertifikaten wird durch diverse Vorteile wieder relativiert. So ist die Beteiligung an der Wertsteigerung des Basiswertes am Laufzeitende häufig überproportional. Des Weiteren erlischt im Regelfall die Schutzfunktion des Airbags nicht, wenn der Basiswert einmalig oder mehrmals innerhalb der Laufzeit die untere Kursschwelle berührt oder verletzt hat. Angenommen, am Ende der Laufzeit hat der Basiswert die Barriere unterschritten, so berechnet sich ein Verlust des Zertifikates immer im Verhältnis zu dieser unteren Kursschwelle (und nicht in Bezug auf den ursprünglichen Anlagebetrag). Der Airbag dämpft also im Vergleich zum direkten Aktieninvestment die Höhe und die Beschleunigung der Verluste.

Bonus-Zertifikate und Deep-Bonus-Zertifikate

Einflussgrößen von Bonus-Zertifikaten

Kurs des Basiswertes am Laufzeitende



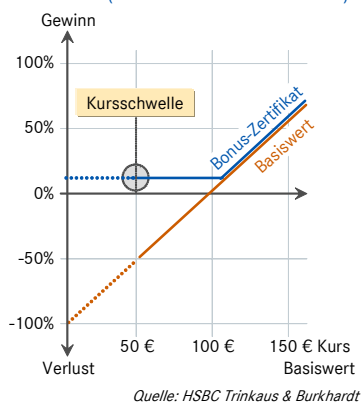
Quelle: HSBC Trinkaus & Burkhardt

Bonus-Zertifikate sind ebenfalls laufzeitbegrenzt und können auf Basiswerte bestehend aus einer einzelnen Aktie, einem Aktienkorb (Basket) oder einem Index emittiert werden. Zwei verschiedene Einflussgrößen bestimmen das Auszahlungsprofil dieser Zertifikatsstruktur am Laufzeitende: die Bonusschwelle (auch als Bonusniveau bezeichnet) und die untere Kursschwelle (auch Barriere, Protektniveau bzw. Protektschwelle genannt). Die Differenz zwischen Bonusniveau und dem Startwert wird als Bonusbetrag definiert. Dieser wird am Laufzeitende dann an den

Inhaber des Bonuszertifikates ausgezahlt, wenn die untere Kurschwelle während der Laufzeit nicht berührt und damit auch nicht unterschritten wurde.

Die Funktionsweise von Bonus-Zertifikaten ist vergleichsweise einfach: Am Ende der Laufzeit sind in Abhängigkeit von der Entwicklung des Basiswertes drei alternative Szenarien denkbar, die alle durch ein differenziertes Rückzahlungsprofil gekennzeichnet sind.

Auszahlungsprofil eines Bonus-Zertifikates im Vergleich zum Basiswert (Kurschwelle nicht verletzt)



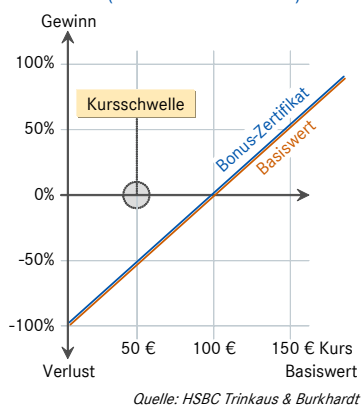
Szenario 1: Wert des Basiswertes am Ende der Laufzeit unter oder maximal auf dem Bonusniveau; untere Kurschwelle während der Laufzeit unberührt

Sollte dieses Szenario eintreten, so erhält der Anleger am Ende der Laufzeit zusätzlich zur vollen Rückzahlung des ursprünglichen Anlagebetrages den Bonusbetrag ausgezahlt. Die Bonuszahlung erfolgt auch dann, wenn sich der Preis des Basiswertes während der Laufzeit zwischenzeitlich verminderte, aber die untere Kurschwelle nicht verletzt wurde.

Szenario 2: Wert des Basiswertes am Ende der Laufzeit über dem Bonusniveau, untere Kurschwelle während der Laufzeit unberührt

Bei Eintritt dieses Szenarios bekommt der Inhaber eines Bonus-Zertifikates am Laufzeitende nicht nur den Anlage- und den Bonusbetrag ausbezahlt, sondern ist an der vollen Wertsteigerung beteiligt. Auch hier ist die zwischenzeitliche Wertentwicklung des Basiswertes innerhalb der Laufzeit unerheblich.

Auszahlungsprofil eines Bonus-Zertifikates im Vergleich zum Basiswert (Kurschwelle verletzt)



Szenario 3: Ein- oder mehrmalige Berührung bzw. Unterschreitung der unteren Kurschwelle durch den Basiswert während der Laufzeit

Bei diesem Szenario geht die Schutzwirkung der Barriere verloren. Die Verletzung der unteren Kurschwelle während der Laufzeit hat zur Folge, dass sich das Bonuszertifikat in ein reines Aktien- bzw. Indexzertifikat mit „1:1“-Partizipation bezüglich des Basiswertes umwandelt. Das heißt, am Ende der Laufzeit erhält der Inhaber des ursprünglichen Bonus- und jetzigen Aktien- bzw. Index-Zertifikates eine Auszahlung, die dem Verhältnis des Schlusstandes in Bezug zum Basispreis des zugrunde liegenden Basiswertes bei Emission entspricht.

Als Ergebnis bleibt festzuhalten, dass die untere Kurschwelle bei Bonuszertifikaten sinnbildlich wie ein Airbag funktioniert. Der Airbag schützt den Autofahrer bei Crashes mit geringem Tempo vor Verletzungen, bei Bonuszertifikaten bleiben Rendite und Anlagebetrag erhalten. Nur wenn der Crash mit dem Auto bei zu hohem Tempo stattfindet, kann der Airbag seine Schutzwirkung nicht mehr (voll) entfalten, der Fahrer erleidet Blessuren. Inhaltliche Parallelen bestehen bei der Anlage in Bonus-Zertifikaten. Sollte der Wertverfall des Basiswertes zu groß sein, holt sich auch der Anleger Schrammen, Rendite und ein Teil des



Vergleich von Bonus-Zertifikaten und Discount-Zertifikaten

ursprünglich investierten Betrages sind verloren.

Die Konstruktion von Discount-Zertifikaten zeigt mit denen von Bonus-Zertifikaten gewisse Parallelen. Allerdings weisen letztgenannte gegenüber Discounts einen entscheidenden Vorteil auf. Der Inhaber von Bonus-Zertifikaten erhält mindestens die (konstante) Rendite in Höhe des Bonusbetrages, soweit die untere Kursschwelle unberührt bleibt. Entwickelt sich dagegen der Basiswert positiv, profitiert der Anleger auch davon, soweit beim (normalen) Bonus-Zertifikat keine Begrenzung (Cap) vorhanden ist. Hingegen gibt der Inhaber eines Discount-Zertifikates mit fallendem Preis des Basiswertes immer mehr Rendite ab, bei einem mehr als nur leichtem Wertverfall des Underlyings können sogar Verluste entstehen. Positive Preisentwicklungen sind dagegen schlecht für den Anleger in Discount-Zertifikaten, denn von diesen Wertentwicklungen partizipiert er ab Erreichen des Höchstbetrages nicht mehr.

Deep-Bonus-Zertifikate

Um Bonus-Zertifikate für eine Absicherung zu optimieren, ist es wünschenswert, die untere Kursschwelle so tief wie möglich zu wählen. Solche Konstruktionen werden als Deep-Bonus-Zertifikate bezeichnet. Dabei ist zu beachten, dass auch für diese die schon oben in der Beschreibung von Discount-Zertifikaten getätigte Ableitung sinngemäß gilt: Die Höhe des Bonusbetrages (Festlegung bei Emission des Bonus-Zertifikates) ist negativ korreliert mit dem Abstand der unteren Kursschwelle vom Startwert des Bonus-Zertifikates.

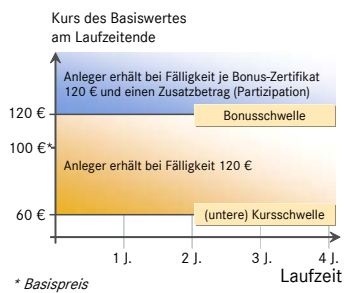
Absicherungsstrategien mit Deep-Bonus-Zertifikaten

Anleger, die an Gewinnchancen einer Aktie zu einem bestimmten Zeitpunkt partizipieren wollen, ohne von kurzfristigen Wertschwankungen dieser Aktie betroffen zu sein, haben die Möglichkeit, Deep-Bonus-Zertifikate auf den gewünschten Basiswert zu erwerben.

Bereits erzielte Buchgewinne aus einem Direktinvestment in einer noch im Depot befindlichen Aktie lassen sich komfortabel absichern, wenn man die Aktie zu einem bestimmten Kurs verkauft und taggleich ein Deep-Bonus-Zertifikat erwirbt, dessen Basispreis dem Verkaufskurs der Aktie entspricht. Sollte danach ein (vorübergehender) und nicht zu deutlicher Kursverlust der Aktie eintreten, ist der Anleger gegen diesen Preisverfall gesichert. Für den Fall, dass der Aktienkurs hingegen nach dem „Umtausch“ in das Deep-Bonus-Zertifikat eher seitwärts tendiert und die untere Kursschwelle während der Laufzeit des Zertifikates nicht berührt, bietet der am Laufzeitende zur Auszahlung kommende Bonusbetrag eine attraktive Seitwärtsrendite. Im letzten verbleibenden Fall, bei einer deutlich positiven Kursentwicklung der Aktie, partizipiert der Inhaber des Deep-Bonus-Zertifikates genau so wie der Aktionär an den unbegrenzten Gewinnchancen.

Das folgende Beispiel mit den darin enthaltenen Annahmen soll die bisher allgemein getätigten Aussagen verdeutlichen:

Ein Zahlenbeispiel



Quelle: APO-Bank

Der Einfachheit halber wird davon ausgegangen, dass bei allen Transaktionen keine Kosten anfallen und ein Anleger nur eine Aktie der DaimlerChrysler AG bereits länger als ein Jahr im Depot hält. Die Aktie wurde zu 50 € gekauft und weist am 01.03.2006 zum Börsenschluss einen Wert von genau 100 € auf (Buchgewinn damit 50 €). Der Anleger erwartet, dass die Aktie mittelfristig über einen Anlagehorizont von vier Jahren weiter an Wert gewinnen wird, sieht aber kurzfristig durchaus ein gewisses Rückschlagspotenzial von bis zu 35%. Dagegen will sich der Anleger schützen, ohne jedoch von eventuellen Kursanstiegen der Aktie ausgeschlossen zu sein. Der Anleger findet nach Erkundigungen ein in der Emissionsphase befindliches Deep-Bonus-Zertifikat mit Barausgleich am Ende der Laufzeit mit folgenden Konditionen:

Deep-Bonus-Zertifikat auf DaimlerChrysler

- > Laufzeit: 4 Jahre
- > Basispreis: 100 €
- > Barriere: 60% vom Basispreis (60 €)
- > Bonusbetrag: 20% vom Basispreis (20 €)
- > Emissionstag: 01.03.2006
- > Valuta: 03.03.2006

Der Anleger verkauft die Aktie am 01.03.2006 an der Börse zu 100 € und erwirbt taggleich das Zertifikat zu 100 €, das er bis zum Laufzeitende hält. Sollten die Erwartungen des Anlegers zutreffen, ergeben sich je nach Kursbewegung der DaimlerChrysler-Aktie am Ende der Laufzeit des Zertifikates gemäß den oben beschriebenen Szenarien folgende Auszahlungen:

Zu Szenario 1: Die Aktie zeigte eine Seitwärtsbewegung und notiert am Laufzeitende bei 118 €, die Barriere wurde innerhalb der Laufzeit nicht berührt.

Der Anleger erhält 120 €, seine Seitwärtsrendite über die gesamten vier Jahre der Laufzeit beträgt 20%.

Zu Szenario 2: Aufgrund eines deutlichen Kursanstieges notiert die Aktie am Ende der Laufzeit bei 135 €, die Barriere wurde innerhalb der Laufzeit nicht berührt.

Bei dem Rückzahlbetrag von 135 € partizipiert der Anleger voll an der gesamten Wertsteigerung. Die Rendite über die vierjährige Laufzeit beträgt insgesamt 35%.

Zu Szenario 3: Entgegen den Erwartungen des Anlegers sind bei der Aktie von DaimlerChrysler deutliche Kursverluste zu verzeichnen, der Aktienkurs steht am Ende der Laufzeit des Zertifikats bei 55 €, die Barriere wurde innerhalb der Laufzeit berührt und unterschritten.

Die Fehleinschätzung des Anlegers kann auch das Zertifikat nicht völlig ausgleichen. Das Deep-Bonus-Zertifikat wurde zu einem Partizipations-



Versuch der Dynamisierung einer an sich statischen Strategie

Zertifikat auf die Aktie der DaimlerChrysler AG. Der Anleger erhält eine Rückzahlung von 55 €. Der Verlust in Höhe von 45 € wäre auch beim weiteren Halten der Aktie bis zum Zeitpunkt der Fälligkeit des Zertifikates aufgetreten.

Das letzte Szenario zeigt den Nachteil der Strategie. Sie ist statisch, das Deep-Bonus-Zertifikat eignet sich nicht zur Absicherung, wenn die vom Anleger maximal erwarteten Verluste in der Realität übertroffen werden. Aufgrund der mannigfaltigen Verbreitung von Deep-Bonus-Zertifikaten mit unterschiedlichen Konditionen (und damit auch unterschiedlichen Barrieren) bietet es sich an, ein Deep-Bonus-Zertifikat, dessen Verletzung der Barriere ersichtlich ist, bereits möglichst zeitig vor dem Berühren der unteren Kurschwelle zu verkaufen und den Erlös in ein neues Deep-Bonus-Zertifikat mit (noch) niedrigerer Barriere zu tauschen. Der Nachteil eines wahrscheinlich geringeren Bonusbetrages sollte in Kauf genommen werden, wenn die Absicherung oberste Priorität genießt. Als Resultat eines wiederholt stattgefundenen Tausches können sich untere Kursschwellen von 40% bis 50% ergeben. Diese sollten vom (ursprünglichen) Basispreis weit genug weg liegen, so dass eine Umwandlung des Deep-Bonus-Zertifikates in ein Aktien- bzw. Index-Zertifikat höchst unwahrscheinlich ist. Der (geringe) Bonusbetrag wird damit quasi zur „Garantiebasis“ für die Rückzahlung.

Die folgende Tabelle zeigt sowohl währungsgesicherte als auch nicht-währungsgesicherte Zertifikate auf den Dow Jones Industrial-Index, die gegenüber dem derzeitigen Indexstand sehr tiefe Kursschwellen besitzen:

WKN	Emittent	Laufzeit <i>bis</i>	Kursschwelle <i>in Indexpunkten</i>	Bonusniveau <i>in Indexpunkten</i>
ABN9AY	ABN Amro Bank	19.12.2008	6.350	10.250
ABN2PC	ABN Amro Bank	10.04.2009	8.500	14.350
314710	Commerzbank	29.09.2008	5.739	11.708
CZ3495	Commerzbank	06.11.2008	7.900	12.500
CZ3496	Commerzbank	06.11.2009	8.800	15.000
DB4222	Deutsche Bank	27.08.2008	8.546	12.338
325105	J. P. Morgan	29.09.2008	6.751	13.502
SG0AYF	Società Generale	06.02.2008	7.746	12.562
SG23RK	Società Generale	17.12.2009	7.700	14.000

(Deep-) Bonus-Zertifikate für Absicherungsstrategien geeignet

Zusammenfassend bleibt festzustellen, dass sich (Deep-)Bonus-Zertifikate als Sicherungsstrategien für diejenigen Anleger eignen, die innerhalb eines bestimmten Anlagezeitraumes von begrenzten Kursverlusten des Basiswertes ausgehen, grundsätzlich aber mit einer positiven Wertentwicklung desselben rechnen.

Lock-In-Zertifikate

Die laufzeitbegrenzten Lock-In-Zertifikate gewähren bei Emission eine bedingte Kapitalgarantie. Die für diese Zertifikatsart entscheidenden Parameter sind der Basispreis und die Anzahl sowie die relative Höhe der

Gewinn-Sicherungsstufen (Lock-In-Levels) in Bezug auf den Basispreis. Mitunter besitzen Lock-In-Zertifikate auch eine untere Kursschwelle, deren Nichtberührung während der Laufzeit die Rückzahlung des Anlagebetrages am Laufzeitende sichert.

Die Funktionsweise der Lock-In-Zertifikate ist einfach. Kennzeichnend für alle Lock-In-Zertifikate ist der Sachverhalt, dass diese bei Emission zunächst keine Sicherungseigenschaft aufweisen. Bei steigendem Basiswert und Erreichen des(r) Lock-In-Level(s) wird dann die Sicherungsfunktion aktiviert. Ein einmal erreichtes Lock-In-Level ist somit zur „Garantiebasis“ für die Rückzahlung am Ende der Laufzeit des Zertifikates geworden. Denn selbst bei einem Preisverfall des Basiswertes nach einmaligem Erreichen oder Überschreiten eines Lock-In-Levels unter diese oder sogar unter den Basispreis ist die Rückzahlung des Zertifikates fixiert. Der sich nach Erreichen eines bestimmten Lock-In-Levels an diesem bemessende Rückzahlbetrag kann nicht mehr unterschritten werden.

Beispielhafte Darstellung von am Sekundärmarkt notierten Lock-In-Zertifikaten

Häufig haben Lock-In-Zertifikate nicht nur eine, sondern mehrere Lock-In-Stufen. Das bietet dem Inhaber eines solchen Lock-In-Zertifikates den Vorteil, dass bei weiteren Anstiegen des Basiswertes das „Garantieniveau“ automatisch nachgezogen wird. Ein Lock-In-Zertifikat, das viele Lock-In-Stufen hat, die möglichst nah zueinander liegen, ist somit „wertvoller“ bzw. von der Konstruktion her besser als ein Zertifikat mit nur einem Lock-In-Level oder weit voneinander entfernt liegenden Lock-In-Levels.

Die folgende Darstellung zeigt eine kleine Auswahl von am Sekundärmarkt notierten Lock-In-Zertifikaten auf den Euro Stoxx 50 mit unterschiedlichen Basispreisen und Lock-In-Schwellen.

Bezeichnung / Name	WKN	akt. Kurs	Startniv.	Lock-In-Stufen				Lock-in-Stufen				Kurschw.		Status	
		€	Indexpunkte	%				Indexpunkte				%	Indexp.		
Raiffeisen Centrobank Euro Stoxx Bonus Lock-In-Zertifikat	815734	38,91	2.697,14	140	180	220		3.776,00	4.854,85	5.933,71			70	1.888,00	noch keine Lock-In-Stufe erreicht
Soc. General Lock-In Euro Stoxx 50 Bonus Zertifikat	SG1CKD	1.249,96	2.893,08	115				3.327,04					65	1.880,50	Lock-In-Stufe erreicht
Goldman Sachs Lock-In-Zertifikat Euro Stoxx 50	GS0EMU	140,18	2.769,86	125	150	175	200	3.462,33	4.154,79	4.847,26	5.539,72		0,00	1. Lock-In-Stufe erreicht	
Rabobank Lock-In-Zertifikat Euro Stoxx 50	A0AXKB	132,80	2.763,75	125				3.454,69					75	2.072,81	Lock-In-Stufe erreicht
WGZ-Bank Lock-In-Zertifikat Euro Stoxx 50	WGZOKE	104,52	3.644,41	110	120	130	140	4.008,85	4.373,29	4.737,73	5.102,17		0,00	noch keine Lock-In-Stufe erreicht	
Sal. Oppenheim Lock-In Bonus Zertifikat Euro Stoxx 50	SBL2LB	37,78	3.500,00	120				4.200,00					70	2.450,00	noch keine Lock-In-Stufe erreicht

Absicherungsstrategie mit Lock-In-Zertifikaten

Die Lock-In-Schwellen der verschiedenen, in der oben stehenden Tabelle aufgeführten Zertifikate werden auf der folgenden Seite in einem Schaubild grafisch dargestellt. Es zeigt, dass es dem Anleger möglich ist, jederzeit sein Aktieninvestment, in diesem Fall bezogen auf den Euro Stoxx 50, abzusichern, sobald ihm der Boden „zu heiß“ wird. Bei einem aktuellen Indexstand von 3.767,70 Punkten ist z. B. das Goldman Sachs Lock-In-Zertifikat mit einem eingelockten Level von 3.462,33 Punkten



das nächste sichere Engagement. Steigt der Index von dem oben genannten Level nur ganze 9 Punkte weiter, so kommt das Lock-In-Zertifikat der Raiffeisen Centrobank als nächster Absicherungslevel in Reichweite. Bei einem größeren Indexanstieg, z. B. um mindestens 242 Punkte, bietet dann das WGZ-Bank-Zertifikat eine nächste Absicherung usw.. Eine statische Lock-In-Strategie (jeweils bezogen auf ein bestimmtes Zertifikat) kann somit insoweit dynamisiert werden, als dass der Anleger von Wertpapier zu Wertpapier springen und somit seine Absicherungsschwelle immer weiter nach oben anheben kann. Natürlich ist diese „selbst durchgeführte“ Dynamisierung nicht kostenlos. Neben den üblichen Bankgebühren (Provisionen) zahlt der Anleger, der die beschriebene Strategie umsetzt, bei jedem „Sprung“ (bzw. jedem Wechsel in ein Zertifikat mit einem höheren Absicherungsniveau) auch die Geld-Brief-Spanne, also die Differenz zwischen den Preisen, zu denen der Anleger Zertifikate kaufen bzw. verkaufen kann.

Index-stand	Lock-In-Stufe	Zertifikat	Lock-In-Nr.	Status: Lock-In-Stufe
6.000	5.934	Raiffeisen Centrobank Euro Stoxx Bonus Lock-In-Zertifikat.	3	noch nicht erreicht
5.750				
5.500	5.540	Goldman Sachs Lock-In-Zertifikat Euro Stoxx 50	4	noch nicht erreicht
5.250				
5.000	5.102	WGZ-Bank Lock-In-Zertifikat Euro Stoxx 50	4	noch nicht erreicht
	4.855	Raiffeisen Centrobank Euro Stoxx Bonus Lock-In-Zertifikat	2	noch nicht erreicht
	4.847	Goldman Sachs Lock-In-Zertifikat Euro Stoxx 50	3	noch nicht erreicht
4.750				
	4.738	WGZ-Bank Lock-In-Zertifikat Euro Stoxx 50	3	noch nicht erreicht
4.500				
	4.373	WGZ-Bank Lock-In-Zertifikat Euro Stoxx 50	2	noch nicht erreicht
4.250				
	4.200	Sal. Oppenheim Lock-In Bonus Zert. Euro Stoxx 50	1	noch nicht erreicht
4.000	4.155	Goldman Sachs Lock-In-Zertifikat Euro Stoxx 50	2	noch nicht erreicht
	4.009	WGZ-Bank Lock-In-Zertifikat Euro Stoxx 50	1	noch nicht erreicht
3.750				
	3.776	Raiffeisen Centrobank Euro Stoxx Bonus Lock-In-Zertifikat	1	noch nicht erreicht
3.500				
	3.462	Goldman Sachs Lock-In-Zertifikat Euro Stoxx 50	1	erreicht
	3.455	Rabobank Lock-In-Zertifikat Euro Stoxx 50	1	erreicht
	3.327	Soc. General Lock-In Euro Stoxx 50 Bonus Zertifikat	1	erreicht
3.250				

Nachteil von Lock-In-Zertifikaten

Die im letzten Absatz beschriebenen Gebühren machen die Realisierung einer dynamischen Lock-In-Strategie in der Praxis schwieriger. Anleger sollten darauf achten, dass die Transaktionskosten durch die „Wechsel“ auf ein höheres Absicherungsniveau „gedeckt“ werden. Das heißt, die

„Lock-In-Levels“ sollten bei einem Tausch der Zertifikate weit genug entfernt liegen, dass sich ein Wechsel in ein anderes Zertifikat lohnt.

Einen weiteren Nachteil unterschätzen Anleger oft: die Verfügbarkeit geeigneter Lock-In-Zertifikate. Auch wenn die Umsetzung der beschriebenen Strategie einfach erscheinen mag, die Praxis zeigt, dass es leider noch keine große Auswahl an Lock-In-Zertifikaten gibt, die sich zur Umsetzung eignen. Der Anleger ist ebenfalls gut beraten, sich die Ausgestaltung der Zertifikate genau anzuschauen, denn auch hier gibt es erhebliche Unterschiede. Nicht jedes Lock-In-Zertifikat ist für eine dynamische Strategie geeignet.

Sonstige Absicherungsstrategien

Eindeutige Zuordnung von Fonds zu originären oder derivativen Absicherungsstrategien nicht möglich

Depotsicherungen mit Hilfe von Fonds lassen sich nicht eindeutig zu den originären bzw. zu den derivativen Absicherungsstrategien zuordnen. Bei einer Investition in einen Fonds bedient man sich einerseits mehr als nur dem eigentlichen Wertpapier „Aktie“ selbst, z. B. der Nutzung von speziellen Fachkenntnissen und Expertisen der Fondsmanager. Andererseits gehören Fonds im klassischen Sinne auch nicht zu den Derivaten, für Hedge-Fonds könnte dies dem Wortlaut nach jedoch zumindest teilweise gelten.

Garantiefonds

Garantiefonds sind inhaltlich adäquat zu Garantiezertifikaten. Auch Garantiefonds weisen eine begrenzte Laufzeit auf und garantieren am Ende dieser unabhängig von der Wertentwicklung der im Fonds enthaltenen Wertpapiere normalerweise die Rückzahlung des ursprünglich investierten Kapitals zuzüglich einer teilweisen oder vollen Beteiligung an einer positiven Wertentwicklung des Fondsvermögens.

Zwei wesentliche Unterschiede grenzen den Garantiefonds vom Garantiezertifikat ab. Zum einen nehmen Anleger, die in einen Garantiefonds investieren, bewusst die aktive Verwaltung der aus dem Fondsvermögen erworbenen Aktien durch das Fondsmanagement wahr, während Inhaber eines Garantiezertifikates auf dieses aktive Management verzichten. Zeichner von Garantiefonds haben somit im Vergleich zum Garantiezertifikatsinhaber die Chance, an einer besseren Performance der gemanagten Aktien zu partizipieren. Dies gilt jedoch auch im umgekehrten Fall, Besitzer von Anteilen an Garantiefonds setzen sich auch der Gefahr einer Underperformance durch ein weniger erfolgreiches Management aus. Zum anderen besitzen Garantiefonds-inhaber die potenzielle Chance, an Dividendenzahlungen der im Fondsvermögen enthaltenen Aktien zu partizipieren, weil die Dividendenzahlungen der im Fonds enthaltenen Aktien dem Fondsvermögen zufließen.

Anleger in Garantiefonds sollten sich der im Regelfall höheren Kosten im



Vergleich zum Garantiezertifikat bewusst sein. Denn normalerweise werden wie für jeden Fonds auch für Garantiefonds ein Ausgabeaufschlag und eine Managementgebühr erhoben.

Hedge-Fonds

Um Hedge-Fonds gegenüber den anderen vorgestellten Sicherungsinstrumenten abzugrenzen, ist es notwendig, kurz auf die Merkmale dieser Fonds einzugehen. Dies gilt umso mehr, weil Hedge-Fonds-Manager in ihren Entscheidungen keinen Anlagerichtlinien unterliegen und das Fondsvermögen mit Hilfe diverser Formen der Kapitalanlage managen können. Dabei sind auch das Eingehen von spekulativen Options- und Futuregeschäften sowie die Hebelung der Gewinne durch Kreditaufnahme möglich. Die weit verbreitetsten und bekanntesten Strategien von Hedge-Fonds sind das Eingehen von Long/Short-Equity-Positionen und Arbitragegeschäften. Dabei sind Hedge-Fonds vorwiegend so konzipiert, möglichst in allen Marktphasen einen konstanten positiven absoluten Ertrag zu erzielen. Die Outperformance einer oder mehrerer Benchmarks gehört dagegen im Normalfall nicht zu den Zielen von Hedge-Fonds-Managern.

Bereits die Beschreibung im letzten Abschnitt lässt erkennen, dass Hedge-Fonds zwar zur Diversifizierung von Wertpapierdepots geeignet sind, aber der Bestandteil „Hedge“ in der Bezeichnung für diese Fonds mit Absicherungsstrategien von Kursgewinnen nicht viele Gemeinsamkeiten aufweist.

Zusammenfassung

In diesem APO-Fokus konnte keineswegs umfassend und detailliert auf alle potenziell denkbaren Absicherungsstrategien eingegangen werden. Zusammenfassend bleibt festzustellen, dass es nicht DIE EINE perfekte Absicherung gibt. Anleger, die von Kurskorrekturen an den Aktienmärkten ausgehen und sich vor eventuellen Kursverlusten schützen wollen, sollten die Höhe, die Form und den Grad der Absicherung in einem Mix bzw. einer sinnvollen Kombination aus den verschiedenen Möglichkeiten gemäß ihren individuellen Zielen und Präferenzen wählen. Gerade die in den letzten Jahren verstärkte Strukturierung und Emission verschiedener Zertifikatsarten machen „maßgeschneiderte“ Lösungen möglich.

Es wurde deutlich, dass die konzeptionell einfachen und leicht verständlichen originären Absicherungsmaßnahmen in der Praxis für den Privatanleger nur zu hohen Kosten sinnvoll umsetzbar sind. Eine erfolgreiche Anwendung der beschriebenen Strategien ist somit eher unwahrscheinlich.

Die nur kurz umrissenen Absicherungsstrategien mit Terminmarktinstrumenten bleiben wohl zu Recht hauptsächlich den professionellen

*Auswahl von Absicherungs-
möglichkeiten nach den
individuellen Präferenzen
und Erwartungen*

*Konzeptionell einfache
originäre Strukturen
praktisch nur schwer
umsetzbar*

*Terminmarktinstrumente
nur für professionelle*

Marktteilnehmer sinnvoll

Marktteilnehmern vorbehalten. Für Privatanleger sind die Instrumente überwiegend zu komplex. Abgesehen davon, dass ein umfassendes Verständnis der Funktionsweise dieser Instrumente für einen Gewinn versprechenden Einsatz unabdingbar ist, sind die rechtlichen und finanziellen Eintrittsbarrieren für eine lukrative Anwendung durch Privatanleger sehr hoch.

Verantwortungsbewusste Anwendung von Zertifikaten erleichtert Absicherung

Mit Zertifikaten sind oftmals Sicherungskonstruktionen leicht und kostengünstig nachvollziehbar, die sonst nur direkt an Terminbörsen von professionellen Anlegern darstellbar sind. Voraussetzung für einen sinnvollen Einsatz ist allerdings eine dezidierte Marktmeinung des Anlegers.

Vorteil und Nachteil aller beschriebenen Zertifikatsarten bei Anwendung zur Absicherung

Die Absicherung von eventuellen Kursverlusten mit Hilfe von Zertifikaten erfordert aus rechtlicher Sicht im Gegensatz zur Anwendung von Terminmarktinstrumenten keine Dokumentation über eine besondere Aufklärung des Investors hinsichtlich erhöhter Risiken (so genannte Finanztermingeschäftsfähigkeit). Dies erleichtert dem Anleger den Zugang zu Zertifikaten für Absicherungszwecke.

Nachteilig wirkt sich hingegen beim Einsatz von Zertifikaten im Vergleich zu originären Absicherungsstrategien der bewusste Verzicht auf die Dividendenzahlungen der als Basiswert fungierenden Aktie(n) aus. Denn diese wird bei allen beschriebenen Zertifikatsarten zur Konstruktion der Absicherungseigenschaften verwendet.

Unterschied zwischen bedingter und unbedingter Kapitalabsicherung...

Zwischen einzelnen in diesem APO-Fokus vorgestellten derivativen Absicherungsinstrumenten besteht ein qualitativer Unterschied bezüglich der Sicherung des Anlagebetrages. Nur Garantiefonds, Garantie- und Lock-In-Zertifikate (nach Erreichen der Lock-In-Schwelle) gewähren einen vollständigen Kapitalschutz – die unbedingte Kapitalsicherung. Hingegen bieten z. B. Airbag-, Discount- und Bonus-Zertifikate lediglich eine bedingte Kapitalsicherung. Die Absicherung gegen Vermögensverluste ist bei diesen Zertifikaten nur bis zur Nicht-Verletzung der Barriere gegeben. Theoretisch besteht – bei einem vollständigen Wertverfall des Basiswertes – ein Totalverlustrisiko des Anlagebetrages.

... und praktische Relevanz dieser Unterscheidung

Diese Unterscheidung mag auf den ersten Blick theoretisch klingen, besitzt für Anleger aber eine bedeutende praktische Relevanz. Zertifikate und Fonds mit vollständiger bzw. unbedingter Kapitalsicherung zählen gemäß den derzeit geltenden steuerlichen Gesetzen zu Finanzinnovationen. Anleger, die Gewinne aus Garantiefonds bzw. Garantiezertifikaten erzielen, müssen diese Gewinne – unabhängig von der Haltedauer dieser Wertpapiere – voll versteuern. Dagegen sind nach derzeitiger steuerlicher Gesetzgebung alle Gewinne aus Zertifikaten mit bedingter Kapitalabsicherung steuerfrei, wenn zwischen dem Tag des Erwerbs und dem Tag der Veräußerung / Fälligkeit ein Zeitraum von mehr als einem Jahr liegt.

Problematischer sind die steuerlichen Regelungen für die Lock-In-



Zertifikate. Diese gelten nach derzeit anerkannter Auffassung **nicht** als Finanzinnovation, wenn bei Erwerb die Lock-In-Schwelle durch den Basiswert noch nicht erreicht wurde. Keine eindeutigen Aussagen hingegen gibt es, wenn ein erworbenes Lock-In-Zertifikat bereits „eingelockt“ hat.

*Abgrenzung von
Sicherungsstrategien
bezüglich der Bonität:
Anwendung von Zertifikaten
im Vergleich zu Fonds*

Am Beispiel von Garantiefonds und Garantiezertifikaten lässt sich auf einen bedeutenden Aspekt hinweisen, den Anleger, die zwischen der Absicherung durch Fonds oder Zertifikate wählen können, immer bedenken sollten. Bei Zertifikaten handelt es sich aus rechtlicher Sicht immer um eine Schuldverschreibung (Anleihe) des Emittenten. Die Rückzahlung des (gesamten) Anlagebetrages am Ende der Laufzeit ist unabhängig von der Zertifikatskonstruktion nur dann gewährleistet, wenn die emittierende Bank eine entsprechende Bonität aufweist. Hingegen wird das im Garantiefonds verwaltete Vermögen rechtlich dem Sondervermögen der Fondsgesellschaft zugeordnet. Unabhängig von der Bonität oder auch einem möglichen Konkurs der Fondsgesellschaft ist die Rückzahlung des ursprünglich investierten Betrages an den Anleger am Laufzeitende des Fonds immer gesichert, denn das Fondsvolumen steht zur Befriedigung eventueller Ansprüche Dritter nicht zur Verfügung.

*Eigenschaft aller
vorgestellten Verfahren:
die lediglich statische
Betrachtung*

Einen Nachteil weisen alle vorgestellten Verfahren auf: Sie sind mehr oder weniger statischer Natur und können ohne das aktive Tun des Anlegers ihre schützende Wirkung bezüglich negativer Kursentwicklungen an den Börsen nur zu einem Zeitpunkt bzw. innerhalb eines kleinen Zeitraumes gewährleisten. Interessant werden die Strategien jedoch erst dann, wenn sie dynamisierbar gemacht werden. Aus diesem Grund halten wir Deep-Bonus- und Lock-In-Strategien für interessante neue Möglichkeiten, ein Aktiendepot vor den Widrigkeiten von Kursrückgängen zu schützen. Für eine dynamische Deep-Bonus- bzw. Lock-In-Strategie benötigt ein Anleger jedoch viel Zeit, da die notwendigen Informationen (passende Zertifikate, Zertifikatsbedingungen) zunächst mühsam gesucht und regelmäßig erneuert werden müssen. Nichts ist an der Börse so vergänglich wie Informationen. Allen Anlegern sei daher geraten, Ihre Sicherungsmaßnahmen bei veränderten Kapitalmarktbedingungen zeitnah anzupassen.

*Strategiemix durch
professionelle
Vermögensverwaltung
erfolgreich umsetzbar*

Anlegern, die aus den unterschiedlichsten Gründen keine Möglichkeiten sehen, sich in Erwartung von Kurskorrekturen am Kapitalmarkt selbst zu engagieren, um Gewinne aus Aktienanlagen zu sichern, sei die Inanspruchnahme einer professionellen Vermögensverwaltung bei Ihrer Bank empfohlen. Die Spezialisten haben das notwendige Know-how und die erforderlichen Ausrüstung, einen geeigneten Mix aus den jeweiligen Absicherungsstrategien erfolgreich umsetzen zu können.

Verfasser: Uwe Zeidler und Sven Bartram



Deutsche Apotheker- und Ärztebank

Wertpapiere Privates Asset Management

Investment-Research

Richard-Oskar-Mattern-Straße 6

40547 Düsseldorf

Telefon: (0211) 5998-0

Internet: <http://www.apobank.de>