## **Smart Investor**

Das Magazin für den kritischen Anleger

















**EDITORIAL** 

## Ein Mehr an Möglichkeiten

Derivate - also Finanzinstrumente, welche von den klassischen Investments wie Aktien, Anleihen, Rohstoffen usw. abgeleitet sind bzw. sich darauf beziehen - gibt es schon seit Jahrhunderten. Bis vor wenigen Jahren jedoch verband man mit dem Wort Derivat nur Termingeschäfte – im wesentlichen Optionen und Futures -, welche sich durch zwei Hauptkriterien auszeichnen. Erstens stellen sie ein Spiel gegen die Zeit dar und zweitens werden damit Hebeleffekte erzielt, weshalb diese Instrumente gemäß heutigem Fachjargon auch unter dem Begriff Hebelprodukte subsummiert werden. Und so verwundert es nicht, daß in weiten Teilen der Anlegerschaft Derivate immer noch gleichgesetzt werden mit Zockerei.

Allerdings bildete sich in den letzten Jahren eine völlig neue Richtung innerhalb des Derivate-Segments heraus, nämlich das der Anlageprodukte. Die Charakteristika dieser neuen Instrumente lassen sich analog zu oben folgendermaßen beschreiben: Es geht nicht mehr oder zumindest nicht mehr in erster Linie um den Faktor Zeit, und zweitens geht es auch nicht mehr um die Erzielung von Hebeleffekten, ganz im Gegenteil: Garantie-, Bonus- oder Discount-Zertifikate bieten sogar eine Reduzierung des Risikos (bzw. des Hebels) von klassischen Investments wie z.B. Aktien.





Ralf Flierl, Chefredakteur

Daß diese Derivate bzw. Zertifikate in den letzten Jahren einen solchen Siegeszug vollbringen konnten, lag sicherlich nicht zuletzt am Marktumfeld. Während man früher nur auf steigende Kurse setzen konnte, in dem man das jeweilige Instrument kaufte, ist es mit Hilfe von Zertifikaten möglich, nahezu jedes Szenario investmenttechnisch umzusetzen bzw. davon zu profitieren. Gerade die Baisse der Jahre 2000 bis 2002 erzeugte bei den Anlegern das Bedürfnis nach mehr Flexibilität hinsichtlich der Investmentmöglichkeiten. Bedenkt man zusätzlich noch, daß Derivate in vielen Fällen auch die kostengünstigere Alternative zu Fonds sind, so verwundert es nicht, daß die Volumina im Zertifikate-Markt gerade in letzten Jahren explodiert sind.

Sicherlich, im nebenstehenden Cartoon wurde etwas übertrieben, aber: Derivate bieten einerseits Möglichkeiten, die man mit herkömmlichen Instrumenten gar nicht wahrnehmen

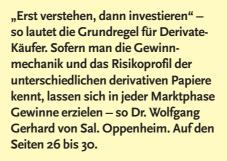
> könnte, und andererseits sind Fälle und Situationen denkbar, in denen Derivate den klassischen Anlageinstrumenten überlegen sind. Eine gesunde Mischung aus beidem scheint daher angebracht.

> Das Mehr an Möglichkeiten durch den Einsatz von Derivaten geht jedoch einher mit einem Mehr an Komplexität, Begriffsvielfalt und letztendlich auch Begriffsverwirrung. Gerade der Einsteiger tut sich folglich schwer, Fuß in dieser Materie zu fassen. Aber auch der Fortgeschrittene im Bereich Derivate dürfte noch den einen oder anderen Informationsbedarf haben, den er sonst nicht so einfach decken kann. Diese Lücken soll die vor Ihnen liegende Sonderausgabe "Derivate 2004" schließen.

Viele neue Erkenntnisse beim Lesen wünscht Ihnen



Dr. Wolfgang Gerhardt von Sal. Oppenheim über das passende Derivat in jeder Marktphase





Susann Cudok von der HypoVereins-

auf den Markt kamen, wurde schnell deutlich, daß ihnen eine erfolgreiche Zukunft bevorstehen würde. Susann Cudok, Produktmanagerin bei der HypoVereinsbank, tituliert Bonus-Zertifikate auch als "Verteidiger mit Offensivdrang". Mehr über die Wirkungsweise erfahren Sie auf den Seiten 40/41.

### 3

Editorial

Zum Aufbau der vorliegenden Sonderausgabe

#### Grundlagen

- Vom "Sternchen" zum "Star"? Derivate auf dem Vormarsch; Von Kai Friedrich, Cortal Consors
- Das Prinzip des Derivats Im 10 Wandel der Zeit und Ansprüche
- 12 Derivate-Grundbegriffe - Konzentration auf das Wesentliche
- Bezeichnungsinflation bei Derivate-13 Produkten - Wie Anleger Wesentliches von Unwesentlichem unterscheiden
- Zeit und Korb Über zwei wichtige 14 Phänomene aus der Derivate-Welt
- 16 Optionen und Futures – Der verlockende Duft des Risikos, oder: Wie alles begann
- Schritt für Schritt Über einmalige 18 Vorbedingungen und immer wieder zu treffende Entscheidungen vor Derivate-Transaktionen
- 20 "Markt der zwei Geschwindigkeiten"; Interview mit Siegfried Piel, Sal. Oppenheim

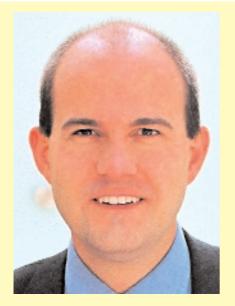
#### **Produkte**

- **Den Überblick bewahren –** Ein kurzer Ritt durch den Zertifikate-Dschungel
- In jeder Marktphase gewinnen -26 Für jedes Szenario das passende Derivat; Von Dr. Wolfgang Gerhardt, Sal. Oppenheim

- 31 100 % Benchmark - Mit Index-Zertifikaten eins zu eins an der Marktentwicklung partizipieren; Von Katrin Gögele, Raiffeisen Centrobank
- 34 Spekulieren mit angezogener Handbremse - Discount-Zertifikate bieten attraktive Renditen in mageren Börsenzeiten
- 38 Die Börse - mit Sicherheit! Funktionsweise und Varianten von Garantie-Zertifikaten; Von Dirk Winkler, WestLB
- Chance auf großen Gewinn plus 40 Sicherheitspolster - Vom Siegeszug der Bonus-Zertifikate; Von Susann Cudok, HypoVereinsbank
- 42 Das Preisen von Bonus-Zertifikaten; Von Dirk Heß und Jörg Kukies, Goldman Sachs
- 44 Mehr Ertrag - weniger Risiko; Mit Aktienanleihen Risiken mindern und Chancen erhöhen; Von Michael Lindner, ING BHF-Bank
- 46 Nicht nur eine Frage der Volatilität! - Was für den Einsatz von Optionsscheinen oder Turbo-Zertifikaten Von Alexander Klatt, Citigroup

#### Strategien

- Investment für Profilsüchtige -Derivate eröffnen neues Universum der Geldanlage; Von Holger Bosse, Dresdner Kleinwort Wasserstein
- Einstieg in die Welt der Anlage-Zer-**50** tifikate - Mit Bonus Protect und Discounts ein Schnippchen schlagen; Von Walter Gunkel, Raiffeisenbank Ehrwald-Lermoos-Biberwier/Tirol
- Der Short Strangle Investieren bei 54 gleich bleibender Markterwartung; Von Michael Roczinski, Eurex
- 56 **Eine clevere Alternative zum** Optionsschein - Mit Discount-Callund Discout-Put-Zertifikaten das Risiko minimieren; Von Grégoire Toublanc, BNP Paribas
- **58** "Mit Rücksetzer von wenigstens 30 % kalkulieren"; Interview mit Oliver Disler, ABN Amro, über Rohstoff-Zertifikate
- **59** "Eine der schnellst wachsenden Wirtschaftsregionen"; Interview mit Thorsten Welgen, Société Générale, über Asien-Zertifikate



Alexander Klatt von der Citigroup über den Einsatz von Optionsscheinen und Turbo-Zertifikaten

Der trading-orientierte Anleger steht vor der Qual der Wahl: Soll er auf die vertrauten Optionsscheine als Hebelinstrument zurückgreifen oder doch lieber auf die neue Kategorie der Hebel-Zertifikate setzen? Dabei existieren sehr wohl klare Kriterien, die diese Frage beantworten könnten. Welche, das erläutert Alexander Klatt, Citigroup, auf S.46/47.

- Die Kunst der richtigen Strategie -Über die Performance und die Sinnhaftigkeit von Strategie-Zertifikaten
- Hedgefonds Direktanlagen contra Hedgefonds-Zertifikate; Von Ralf Dieckvoß, CEFA-Investmentanalyst/DVFA.
- Pro und Contra Hedgefonds-**67** Zertifikate - Interviews mit Stefan Armbruster und Andreas Woitzik

#### Hintergrund

- **There is no free lunch –** Gesetze des Marktes gelten auch für Derivate
- **70** Das Wichtige steht im Klein gedruckten! - Gilt dies auch für die Verkaufsprospekte von Hebel- und Anlageprodukten? Von Dieter Lendle, Deutsches Derivate Institut
- **72** Vom Handelsraum übers Börsenparkett ins Depot - Wie der Handel mit Zertifikaten und Optionsscheinen abläuft; Von der Redaktion der Börse Frankfurt



Christian W. Röhl, Herausgeber des ZertifikateJournals, über Derivate-Trends 2004

Christian W. Röhl analysiert die neuesten Trends und "Untrends", die sich bei Zertifikaten in den letzten Monaten beobachten ließen. Der Herausgeber des ZertifikateJournals läßt sich nicht von der neuen Begriffsvielfalt blenden, wenn er mehr Märkte, mehr Strukturen – und mehr Verwirrung – identifiziert. Lesen Sie hierzu die Seiten 84 bis 86.

- 74 "Es bleibt vielerorts erheblicher Aufklärungsbedarf"; Interview mit Tobias Kramer (Finanztreff.de) sowie Stefan Gresse (ABN Amro) und Frank Burkhardt (Société Générale)
- Depots effektiv steuern Über die 80 steuerliche Behandlung von Termingeschäften und Zertifikaten; Von Peter Jung, Ernst & Young
- 82 Mit kleinen Schritten dem Vermögen entgegen – Zertifikate-Sparpläne im Kommen
- Zertifikate-Trends 2004 Mehr 84 Märkte, mehr Strukturen und mehr Verwirrung; Von Christian W. Röhl, ZertifikateJournal
- **87** Das Handelssegment EUWAX als **Prototyp** – Weiterentwicklung und Übertragung der Erfolgsfaktoren; Von Andreas Willius, Alleinvorstand der Börse Stuttgart
- 90 Erfolgreich anlegen mit Finanzderivaten; Von Jan Leistner, Depotverwalter bei Dr. Bauer & Co

Smart Investor Schwierigkeits-Rating			
	Grundlagenbeitrag, ohne Vor-		
	kenntnisse zu lesen		
	Weiterführender Beitrag, Vor-		
	kenntnisse erforderlich		
	Bereits detailliertere Kenntnisse		
	ratsam/erforderlich		

- 92 Zertifikateinsatz bei der Vermögensbildung – Verminderung des Anlagerisikos bei gleichzeitiger Optimierung des Ertrags; Von Petra Becher, UBS
- 94 Historisch gewachsen – Über die Geschichte des Optionsscheins

#### Tips & Tricks

- 95 Börslich oder außerbörslich? -Das ist hier die Frage
- 97 Gewußt wie und wo - Informationsquellen zum Thema "Derivate"
- **Optionsscheine und Zertifikate** 100 **handeln** – Hierauf sollten Sie achten! Von Florian Claus, Cortal Consors
- 104 Elf Freunde sollt ihr sein! - Was Anleger vom Fußball lernen können; Von Christian W. Röhl, ZertifikateJournal
- 107 Wer soll da noch den Überblick **behalten?** – Über den Sinn und Unsinn innovativer Namenskreationen
- Derivate-Lexikon 110
- 114 Kolumne: Die Qual der Wahl - Nur selbstgemachte Erfahrungen zählen; Von Holger Scholze, TV-Journalist
- 113 Impressum



## Zum Aufbau der Sonderausgabe "Derivate 2004"

Erklärtes Ziel der vorliegenden Smart Investor Sonderausgabe ist es, Grundlagenwissen, Produktkenntnisse sowie hilfreiches Anwender-Know-how verständlich, aber auch kurzweilig zu vermitteln. Unser Bestreben, dabei eine Leserschaft vom Derivate-Einsteiger über einen Fortgeschrittenen bis hin zum Routinier, der hier und da auch noch ein paar Ideen für sich aufgreifen kann, anzusprechen, ist sicherlich als ambitioniert zu beschreiben. Daran orientiert haben wir uns für eine Heftstruktur entschieden, die jedem Typus etwas bieten sollte und weder den Einsteiger überfordern noch einen Routinier langweilen soll.

Aufgrund der Fülle des Materials ist das Kompendium untergliedert in Grundlagenkapitel (Erläuterungen, Definitionen etc.), die Vorstellung der unterschiedlichen derivativen Produkte

Pay-off-Diagramm Gewinn des Derivats Break Even-Punkt Entwicklung des Basiswerts Verlust des Derivats

(z.B. Bonus-Zertifikate u.a.) sowie weiterführende Kapitel, in denen Strategien, Hintergründe und schließlich – last but not least - Tips & Tricks vorgestellt werden. Dabei kommt das "Who is who" der Derivate-Emittenten zu Wort. Diese Fachartikel werden ergänzt durch Interviews mit bekannten Branchengrößen.

#### Die Mischung macht's

Insgesamt haben wir auf eine solide Mischung zwischen Eigenund Fremdbeiträgen geachtet. Vor allem im ersten Heftteil, Grundlagen, werden Sie hauptsächlich Artikel vom Smart Investor-Team finden. Im anschließenden Heftteil "Produkte", womit die von den Emittenten verbriefte Produkte wie Bonus- oder Discount-Zertifikate gemeint sind, kommen dagegen fast ausschließlich die Spezialisten aus den Derivate-Abteilungen der

> Banken zu Wort, die wir für diese Sonderausgabe für Fachbeiträge gewinnen konnten. Die weiteren Heftteile Strategien, Hintergrund sowie Tips & Tricks bestehen ungefähr zu gleichen Teilen aus Fremd- und Eigenbeiträgen.

> Neueinsteiger können sich chronologisch an diese Ausgabe heranwagen und fangen vorzugsweise bei den Grundlagen an. Im Umgang mit Derivaten bereits versierte sowie fortgeschrittene Leser können diesen Heftteil überspringen und sich gemäß ihrer Interessenschwerpunkte gleich in den jeweiligen Rubriken umsehen.

#### Auszahlungsprofil-Diagramme

In verschiedenen Beiträgen tauchen immer wieder sogenannte Pay-off-Diagramme auf. Diese dienen zur Verdeutlichung des Auszahlungsprofils von Zertifika-

#### Einführung

ten in den einzelnen Szenarien und sind alle gleich aufgebaut (siehe Grafik): Auf der horizontalen Achse ist die Entwicklung des Basiswerts aufgetragen, in Abhängigkeit davon läßt sich auf der vertikalen Achse dann die Auszahlung des Derivats ablesen.

#### Orientierung anhand von Schwierigkeitsstufen

Zur besseren Orientierung haben wir darüber hinaus die Magazinbeiträge mit einem "Schwierigkeits-Rating" versehen. Es reicht von einem Kästchen für einführende bzw. Grundlagenartikel bis hin zu drei Kästchen für inhaltlich anspruchsvolle Beiträge mit erhöhtem Schwierigkeitsgrad. Zwei Kästchen wären als weiterführender Beitrag aufzufassen. Natürlich ist eine saubere Trennung nicht immer möglich gewesen trotz aller Bemühung um Objektivität. Beiträge mit drei Schwierigkeitskästchen erfordern aber auf jeden Fall Vorkenntnisse - seien sie nun aus dieser Sonderausgabe gewonnen oder bereits beim Leser vorhanden.

#### **Smart Investor Schwierigkeits-Rating**

Grundlagenbeitrag, ohne Vorkenntnisse zu lesen
$Weiterf\"{u}hrender\ Beitrag,\ Vorkenntnisse\ erforderlich$
$Bereits\ detaillier tere\ Kenntnisse\ ratsam/erforder lich$

## Die Sonderausgabe "Derivate 2004" des Smart Investor entstand mit freundlicher Unterstützung von:















## Vom "Sternchen" zum "Star"?

Derivate auf dem Vormarsch

Von Kai Friedrich, Director HeavyTrader bei Cortal Consors S.A., Zweigniederlassung Deutschland

Sind Derivate, die Sie als Anleger unter den Begriffen "Optionsscheine", "Turbos" oder auch "Zertifikate" kennen, auf dem Weg, die Hauptrolle am Finanzmarkt zu übernehmen?

#### **Inflationsrate versus Rendite?**

Zu diesem Schluß könnte man kommen, wenn man die Studie der Bertelsmann Stiftung über das finanzielle Grundwissen der Deutschen in Betracht zieht. Viele der Befragten sagten aus, daß Aktien dabei mindestens so sicher wie Sparbucheinlagen zu bewerten wären. Nun stellt sich die Frage: Warum ist dem so? Die Verzinsung bei Sparbucheinlagen fällt längerfristig niedriger aus als der Kaufkraftverlust in Deutschland, sozusagen niedriger als die Inflationsrate. So kommt man schnell zu der Frage: Warum eigentlich Geld langfristig binden, wenn andere Finanzprodukte kurzfristiger die gleiche oder sogar eine höhere Rendite versprechen können? Sie kennen sicherlich auch das bekannte Dreieck: Liquidität, Sicherheit und Rendite. Eine "Seite" verliert immer, denn Liquidität und Sicherheit wirken sich immer auf die Rendite aus. Und hier kommen die Derivate in Erscheinung.

#### Die Bedeutung steigt

Die Entwicklung der Discount-Zertifikate ist zum Beispiel höchst interessant. Waren im Jahr 2001 noch insgesamt 2.030 Discount-Zertifikate der Stuttgarter Börse gelistet, sind es im April 2004 schon 9.764 Discount-Zertifikate. Das entspricht einem Anstieg von 7.734 Stück oder fast 80 % in den letzten 2 Jahren. Diese Zahl beeindruckend und spiegelt vor allem das wachsende Interesse an derivativen Finanzprodukten Anleger wider.

Das können auch wir als "Anlagebank für Europa" mit den mei-



Kai Friedrich

sten Direktanbindungen zu den derzeit insgesamt 20 Emittenten bestätigen. Bereits letztes Jahr ist die Anzahl der außerbörslich getätigten Transaktionen, über die die meisten Derivate abge-

#### Grundlagen

wickelt werden, über 130 % gegenüber 2002 gestiegen. Dieser Trend hat sich in den ersten drei Monaten dieses Jahres fortgesetzt. So ist die Zahl der außerbörslichen Transaktionen gegenüber dem Vorjahreszeitraum noch einmal um mehr als 45 % gestiegen.

#### Welche Rolle können Derivate "spielen"?

Die Art und Weise, wie man Derivate einsetzen kann, ist unter-

schiedlich. Sie eignen sich einerseits hervorragend zum Spekulieren, andererseits auch zum Absichern oder auch allgemein zur Depotstreuung, sprich Diversifikation. Durch die Investition in Index-Zertifikate zum Beispiel streuen Sie Ihr Geld viel effizienter und einfacher als über den Kauf der



entsprechenden Einzelaktien am Markt selbst. Allein die Kosten der Einzelorders überwiegen dabei um ein Vielfaches.

Doch auch Vorsicht ist geboten. Bei allem "Heiligenschein", den Derivate ausstrahlen können, darf das Risiko einer solchen Anlage nicht außer acht gelassen werden. In den letzten Jahren haben sich sehr viele der sogenannten "En Vogue-Derivate" zum Verbrennungsmotor der eigenen finanziellen Mittel entwickelt und somit Unmut geschürt. Wer erinnert sich nicht an Branchen wie zum Beispiel Internet oder Biotech, die heute "top" und übermorgen schon wieder "flop" waren. Viel schöner wäre doch ein "Perpetuum Mobile". Doch das gibt es nicht, oder?

Nun ja, vielleicht nicht auf der Straße. Aber mit etwas Geschick und Geduld lassen sich bestimmt Risiken im Depot minimieren, und auch außereuropäisch können dann Investitionen getätigt werden. Mit einigen Index-Papieren, zum Beispiel auf den Hang Seng oder auch den S&P 500 Index läßt sich eine "geografische Diversifikation" künstlich erzeugen. Hierbei sollte allerdings darauf geachtet werden, daß das Papier durch den Emittenten

währungsgesichert ist. Sonst müßten Sie sich auch noch mit Währungs-Derivaten beschäftigen, und dann kann es schnell unübersichtlich werden.

#### Mit Papertrading beginnen

Wir von Cortal Consors empfehlen, klein anzufangen. Nutzen Sie zum Beispiel die Möglichkeit von Seminaren oder betreiben Sie erst einmal das sogenannte "Papertrading", wo Sie sich auf ei-

nem Blatt Papier notieren, wann Sie welches Papier zu welchem Kurs gekauft und verkauft hätten. Hier sind Ihrer Phantasie keine Grenzen gesetzt. Danach analysieren Sie Ihre "Trades", und Sie werden sehr schnell ein Gespür für das richtige Derivat entwickeln. Vielleicht merken Sie auch, daß Ihre Chancen nicht in

Zertifikaten, sondern in Optionsscheinen, Optionen oder den heißesten aller Derivate, den Futures, liegen.

Danach können Sie immer noch direkt am Markt agieren und Ihr theoretisches Wissen in die Praxis umsetzen. Nutzen Sie hierzu am besten Freetrade-Aktionen, bei denen Ihnen als Anleger keine Gebühren für den Handel mit Optionsscheinen und auch Zertifikaten in Rechnung gestellt werden. Cortal Consors zum Beispiel bietet solche Freetrade-Aktionen das ganze Jahr über mit den verschiedensten Emittenten an und stellt das kostenlose Tradingtool "ActiveTrader 3" zur Verfügung, in dem die meisten Emittenten kostenlose Pushkurse für ihre Produkte zur Verfügung stellen.

#### Das "Plädoyer"

Zum Schluß sei noch gesagt: Die Entscheidung liegt ganz bei Ihnen selbst. Auch wenn Ihnen das Risiko, welches bei einigen Derivaten zu einem Totalverlust führen kann, zu hoch erscheint: "Der Weg ist das Ziel", selbst wenn dieser Weg über Anleihen, Fonds oder weniger riskante Finanzprodukte führt.

Anzeige

+++ Top Informationen +++ Top Referenten +++ Top Informationen +++ Top Referenten +++ Top Informationen +++



## Kapital-Anleger-Forum

... die ideale Orientierung für Ihre sichere Altersvorsorge

"Anleger werden ist nicht schwer, Anleger sein dagegen sehr!" Anlage-Entscheidungen erweisen sich oftmals als verlustreich und nicht passend zu den persönlichen Zielen. Vernünftiges Investieren wird durch oberflächliche Medienberichte, unqualifizierte Finanzberatung und durch die öffentliche Stimmungsmache erschwert.

Glass & Schmuck bietet dem umsichtigen Kapital-Anleger sechs Geldanlage-Experten aus verschiedenen Anlage-Märkten, die Risiken und Chancen der einzelnen Assetklassen aufzeigen und über sinnvolle Anlage-Strategien referieren.

#### INHALTE

- Wohin tendieren die Aktien- und Rentenmärkte?
- Alternative Investments: Eine stabilere Anlage als Aktien?
- Immobilien-, Windkraft- oder Schiffs-Beteiligungen:
   Wirtschaftlich sinnvoll und wichtig für die Diversifikation?
- Hohe Ertragspotentiale mit Zweitmarkt-Lebensversicherungen?
- Nutzen Sie bereits alle Möglichkeiten der Steuerreduzierung?

9.30 - 17.00 Uhr München Anmeldung: Bis 15.08.04 an Glass & Schmuck GbR, Candidplatz 9, 81543 München, Tel.: 089/66 61 08-0, Fax: 089/66 61 08-11 info@glass-schmuck.de, www.glass-schmuck.de

Teilnahme: 60,- EUR (inkl. Buchgeschenk, Unterlagen und Vollverpflegung)

Wir bieten Ihnen auch regelmäßig Abendvorträge über aktuelle Geldanlage-Themen! www.glass-schmuck.de

## Das Prinzip des Derivats

#### Im Wandel der Zeit und Ansprüche

Die Begriffsverwirrung bei Derivaten beginnt nicht erst bei der Frage, wo der Unterschied zwischen einem "Turbo" und einem "Mini-Future" liegt. Zu allererst gilt es, die übergeordneten Kategorien zu verstehen, danach lösen sich viele Fragen schon von ganz allein auf.

#### Im Wandel der Zeit

Die 90er Jahre brachten in ihrer ersten Welle den Siegeszug des Optionsscheins (engl: Warrant). Mit merklich vermindertem Risikoappetit seitens der erschreckten Anlegerschaft wurde je-

doch etwa ab dem Jahre 2000 eine, wenn man so will, angepaßte Produktpalette erforderlich. Zertifikate gab es zuvor auch schon, diese waren jedoch reine "Bullenmarktprodukte", wie es im Insiderjargon heißt. "Strukturierte Produkte" sind seitdem auf dem Vormarsch und haben den klassischen Optionsschein zwar nicht verdrängt, so doch aber in der Beliebtheitsskala auf einen hinteren Platz verwiesen. Emittenten zeigten sich vor allem bei Namensgebungen kreativ und sorgten so dafür, daß man heute kaum noch zwei Produkte miteinander vergleichen kann - näheres hierzu auch in unseren anderen Beiträgen sowie den entsprechenden Fachartikeln ab S. 22.

Am Anfang muß deshalb stehen, sich über die Kategorien der Produkte klar zu werden, quasi den Überbau. "WaveXXLs" oder "HITs" sind keine Anlagekategorie innerhalb des Derivateuniversums, sondern lediglich Namenskreationen. Wer die zahlreichen Produkte einer bestimmten Kategorie zuordnen kann, wird fest-

stellen, daß vieles letztlich fast beliebig austauschbar ist.

#### Die Welt und ihre Begleiter

"Derivat" kann man am besten mit "abgeleitetem Produkt" übersetzen. Diese Ab- oder Herleitung kann sich auf Indices, Aktien, Anleihen, Zinsen, Währungen oder Rohstoffe beziehen. Wenn man diese sechs oder mehr Basiswerte zu einem Gesamtglobus zusammenfaßt, so kann man sich Derivate am besten als die darum herumkreisenden Trabanten ("Begleiter") vorstellen. Wir nehmen eine Unterteilung in drei dieser Trabanten oder Monde vor: Anlageprodukte, Hebelprodukte und Optionen/Futures. Letztere Kategorie wird im Rahmen eines gesonderten Beitrags beschrieben, so daß wir uns an dieser Stelle auf die beiden anderen beschränken können.

#### Auch Emittenten haben nichts zu verschenken

Die emittierende Bank hat nichts zu verschenken und läßt sich für ihre Dienstleistung – nämlich das Schnüren eines Gesamtpakets, eines "strukturierten Produkts" - selbstverständlich bezahlen. Dieses strukturierte und durch das Emissionshaus verbriefte Produkt setzt sich in der Regel aus einer Kombination herkömmlicher Finanzinstrumente zusammen. Aus Aktie plus Verkauf einer Kaufoption läßt sich ein Discount-Zertifikat schmieden, denn die Prämie ergibt den Rabatt etc. - alles weitere in den jeweiligen Fachbeiträgen. Ein entsprechendes soge-

> nanntes Auszahlungsprofil kann sich ein Anleger zwar auch selbst nachbilden, doch ist dies naheliegenderweise etwas unbequem zu bewerkstelligen.

#### Anlageprodukte (konservativ, ertragsorientiert)

In die Welt der Anlageprodukte fallen nicht nur Baskets (Körbe, in denen verschiedene Einzelpositionen vereint sind), auch Garantie-Produkte, Discount-Zertifikate und Aktienanleihen sind hier einzuordnen. Allen gemeinsam ist, daß die Risiken tendenziell gering bis mittelhoch und die Ertragschancen reduziert sind ("Hebel" von 1 oder meist sogar darunter).

## Hebelprodukte (spekulativ, chancenorien-

Bei den Hebelprodukten finden wir die zunächst als Hebelzertifikate bekannt gewordenen Turbos und Mini Futures wieder (näheres zu deren Spezifikationen auf S. 13)

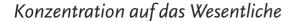
sowie die herkömmlichen Optionsscheine (Fachbegriff: Plain Vanilla) und schließlich Exoten (z.B. Korridorscheine und andere Spezialkonstrukte, die aus teilweise weit mehr als zwei Finanzinstrumenten kreiert werden). Den durch hohe Hebel gegebenen Ertragschancen steht bei fast allen Produkten das Totalverlustrisiko gegenüber. Zutreffend ist, daß praktisch alle derartigen Scheine wertlos verfallen. Das spielt aber keine Rolle, solange ein Anleger mit den wenig verbleibenden extreme Gewinne einzufahren in der Lage ist. Das gelingt zwar ab und an, aber den meisten Investoren eben nicht regelmäßig. Das Verständnis um die Kategorien bei Derivaten kann ein erster Schritt auf dem Weg dorthin sein.

Falko Bozicevic





## **Derivate-Grundbegriffe**



Entgegen landläufiger Auffassung kann man mit dem Grundwissen um die wichtigsten Kenn- und Stellgrößen bei Derivaten bereits die ersten Schritte in Eigenregie unternehmen. Bei Zertifikaten ist dies auf den ersten Blick zwar einfacher, doch nicht unbedingt risikoärmer.

#### **Aufgeld und Werte**

Dem klassischen Optionsschein hängt traditionell der Nimbus des Totalverlustrisikos an. Dies ist insofern richtig, als daß Warrants (so der englische Ausdruck) nun mal eine begrenzte Laufzeit besitzen. Der ganz überwiegende Teil verfällt WERT-los, während sich mit einigen wenigen hohe Gewinne erzielen lassen. Man spricht hier von Aufgeld oder Agio (zum besseren Vergleich oftmals per anno). Ganz allgemein setzt ein Anleger mit Calls (Nachfragen, Fordern) auf steigende und mit Puts (Geben, Veräußern) auf fallende Kurse. Beim Thema Wert sind wir bereits in medias res: Er errechnet sich aus innerem Wert und Zeitwert. Beides zusammen liegt in der Regel mehr oder weniger deutlich über der Möglichkeit des Direktbezugs (bei Calls) des Basiswerts (des sogenannten Underlyings) bzw. der Direktlieferung (bei Puts).

#### Einflußgrößen

Gegen Ende der Laufzeit nimmt der Zeitwert ab, so daß sich das Aufgeld abbaut. Schließlich wird die Zeit knapper, in der sich der Schein noch in die gewünschte Richtung bewegen kann. Die Wahrscheinlichkeit für diese Bewegung des Basiswerts (ein Index, eine einzelne Aktie etc.) wird mit Hilfe der impliziten Volatilität (Schwankungsintensität) berechnet, einem Erwartungswert. Als Orientierung dient die historische Volatilität, also die beobachtete, reelle Schwankungsbreite in der Vergangenheit. Gute Emittenten erkennt man nicht zuletzt daran, daß sie bei sonst vergleichbaren Ausstattungsmerkmalen eine geringere implizite Volatilität stellen können als die Konkurrenz. Eine hohe implizite Volatilität sagt aus: "Wir wissen selbst nicht genau, wie stark sich der Basiswert bewegen kann, also sichern wir uns besser ab." Da die Höhe dieser Kennziffer mit einer Beruhigung

des Marktes entsprechend zurückgenommen wird, entstehen in steigenden Märkten für Anleger oft überraschende Kursverluste, die auf den ersten Blick nicht erklärbar scheinen.

#### **Hebel und Drumherum**

Hier liegt ein wichtiger Unterschied zum Hebel-Zertifikat. Der Einfluß der Volatilität wird ausgeklammert, doch geschieht dies nicht ohne Zugeständnis. Im Gegenzug muß der Anleger eine Knock-out-Schwelle (Barriere) verkraften, bei deren Erreichen das Produkt wertlos gestellt wird (Details sind den jeweiligen Produktausstattungen zu entnehmen!). Auf der anderen Seite (der Stillhalterposition) hat schließlich der Emittent die entsprechende Strategie am Terminmarkt nachgebildet, so daß das Erreichen der Barriere mit einem Glattstellen des Emittenten einhergeht. Verfallene Hebel-Zertifikate erholen sich also nicht mehr. Im Gegensatz zu klassischen Optionsscheinen, die während ihrer Lebensdauer nie auf Null fallen, sondern immer noch eine - wenn auch manchmal verschwindend geringe -Restwahrscheinlichkeit auf Ausübung (Call oder Put) besitzen. Deshalb kann der Basispreis auch weit unter dem aktuellen Kurs (im Falle eines Calls) liegen. Hierbei ist der Hebel (Verhältnis von Kapitaleinsatz zu bewegter Anlage unter Beachtung des Bezugsverhältnisses) besonders groß.

Die wichtigsten Einflußgrößen beim Optionsschein sind die Bewegung des Basiswerts und die Volatilität. Der Anleger sollte bei der Auswahl vor allem auf die Kennziffern Hebel und Aufgeld per anno achten. Wer die griechischen Kennzahlen Rho, Theta etc. nicht auf Anhieb zuordnen kann, hat nicht viel verpaßt: Man navigiert auch ohne deren Bedeutungskenntnis durch die Welt der Derivate. Wie und wo man sich ansonsten gut informieren und etwas für das weitergehende Verständnis tun kann, lesen Sie auf den Seiten 97 bis 99.

Falko Bozicevic

## Bezeichnungsinflation bei Derivateprodukten

#### Wie Anleger Wesentliches von Unwesentlichem trennen

Nachdem wir im vorangehenden Beitrag etwas Licht in den Überbau des Derivateuniversums gebracht haben, geht es hier darum, eine Stufe tiefer in die Begriffsvielfalt abzusteigen. Wer hier nicht untergehen will, sollte sich im Umgang mit englischen Wortspielereien üben.

#### Wes' Herr ich dien...

Wir sprechen an dieser Stelle also nicht mehr von Kategorien (Anlage- bzw. Hebelprodukte sowie Futures/Optionen), sondern von Produkten. Diese sind Erfindungen der Emittenten. Als solche können sie einen Namen erhalten, der einerseits innovativ erscheint, andererseits etwas "uniques", einmaliges widerspiegelt und schließlich das zugrundeliegende Produkt kurz und knapp, aber doch einprägsam charakterisiert. Die Reihenfolge der Prioritäten ist dabei unklar. Nicht zuletzt erhoffen sich Emittenten bei regelmäßig abgehaltenen Preisverleihungen Auszeichnungen für ihre Abteilungen. Da gingen schon so manche Pferde samt ihrem Kutscher durch. So etwas wie eine Normierung wäre allemal wünschenswert (gewesen).

#### Hebel-Zertifikate: kein Stein mehr auf dem anderen

Vor allem in der Kategorie der Hebelprodukte herrscht regelrechte Bezeichnungsinflation. Zu Anfang - etwa ab dem Jahr 2000 – nannte man sie einfach Hebelzertifikate. Gemeint waren Derivate, die wie ein Optionsschein funktionieren, bei denen aber das Wegfallen des Volatilitätseinflusses durch den Einbau eines vorzeitigen Verfalls (Knock-out) erkauft wird. Schon bald hießen die an sich gleichen Produkte jedoch verschiedener Emittenten Turbo, Wave, Sprinter oder eben Knock-out. Gemeinsames Kennzeichen ist, daß die Laufzeit limitiert ist.

#### Der Anleger trägt IMMER die anfallende Kosten

Emittenten verbriefen diese Produkte. Sie geben die Kosten, die ihnen aus Absicherung und Hedging (etwa mittels Optionen über die Eurex) entstehen, auf das Produkt und damit den Anleger weiter. Dies erscheint selbstverständlich. Ein Unterschied ist somit in der Produktklasse der in der Laufzeit unbegrenzten Kreationen zu finden. Hier heißen die einschlägig bekannten Mitglieder Mini-Future, WaveXXL, Open-end-Turbos oder Turbo Unlimited. Im Laufe der Zeit erhöhen sich Basispreis und Knockout-Schwelle in regelmäßigen Abständen, was das vorgenannte Phänomen der Absicherungsgeschäfte widerspiegelt.

#### Exoten sind für Exoten

Die Unterklasse der Exoten erschöpfend zu erklären, würde den Rahmen dieses Beitrags entschieden überstrapazieren. Die wichtigsten Begriffe, die man kennen sollte, wären: Knock-in, al-



Auf den Durchblick kommt es an

so das Gegenteil von Knock-out (bei Erreichen einer bestimmten Schwelle wird der Maximalbetrag fällig, ansonsten Verfall). HIT steht für denselben Mechanismus. Bei einem Power-Optionsschein wird die Differenz zwischen aktuellem und Basiskurs zum Beispiel quadriert, woraus schwer nachvollziehbare Kursbewegungen resultieren. Ein Korridor- oder Rangeschein stellt hingegen das gängige Spekulationsuniversum auf den Kopf: Hier werden stagnierende Kurse belohnt und hohe Schwankungen bestraft. Bei Choosern, Look-Back, Take-10, PEPP, DoubleChance und einigen weiteren Innovationen sollten sich Anleger das Emissionsprospekt zukommen lassen. Diese bilden zum Teil sehr komplexe Strategien ab und können a priori keiner der bekannten Unterklassen mehr eindeutig zugeordnet werden. Nur ein genaues Studium oder die direkte Erläuterung von Seiten des Emittenten kann hier noch Abhilfe schaffen.

#### Die Komplexität steigt weiter

Eine eigene Produktunterklasse innerhalb der Kategorie der Anlageprodukte haben Kreationen mit Kapitalschutz aufgetan. Sie erfreuten sich vor allem seit 2001 großer Beliebtheit. Garantieniveaus fürs angelegte Kapital und gecapte Maximalerträge (keine unbegrenzte Gewinnpartizipation) sind die Standardmerkmale. Die Produkte sind heute wesentlich komplexer als in den Anfängen. Das gleiche gilt für Rolling Discounts (Kategorie: Anlage-Zertifikate, Unterklasse Discounts), also aktiv gemanagte Discount-Produkte. Zur selben Ordnung gehören schließlich auch Bonus-Zertifikate (siehe auch S. 40 ff). Das Beiwort "Quanto" signalisiert dagegen eine Währungsabsicherung. Diese Weiterentwicklung ist prinzipiell begrüßenswert, darf letztlich aber nicht an den Bedürfnissen der Kundschaft vorbei laufen.

Falko Bozicevic

## **Zeit und Korb**

#### Über zwei wichtige Phänomene aus der Derivate-Welt

Zeit ist Geld. Das gilt auch an den Märkten für derivative Finanzprodukte - wenn auch nicht für alle Derivate gleichermaßen. Der Optionsschein-Anleger weiß, daß seine Strategie nicht nur prinzipiell, sondern auch ziemlich rasch aufgehen muß. Das Stichwort "Zeitwertverlust" drückt es treffend aus: Das Optionsrecht wird von Tag zu Tag weniger wert, und wenn die Laufzeit vorbei ist, kann sich der Anleger seine Papiere bestenfalls als Zimmerschmuck an die Wand kleben.

#### Das richtige Produkt für die richtige Zeit

Bei Zertifikaten sieht es schon anders aus. Hier kann man grob zwischen taktischen und langfristigen Anlageformen unterscheiden. So weisen Aktienanleihen, Speeder- und Discount-Zertifikate meist Laufzeiten zwischen 12 und 24 Monaten auf. In diesem Zeitraum muß die Taktik des Anlegers aufgehen. So wird zum Beispiel in fulminanten Haussezeiten der Besitzer von Discount-Zertifikaten zwar keine Verluste erleiden, aber freuen wird er sich auch nicht über seine bescheidene Rendite, denn er hat wesentlich höhere Gewinne verpaßt. Er hat sich nicht die richtige Zeit für seine Investition ausgesucht - oder nicht das richtige Produkt für diese Zeit.

#### Ein ..Korb Aktien"

Am anderen Ende des Spektrums stehen langfristige Strategien, die nicht auf einen exakt definierten Zeitraum zugeschnitten sind. Im Bereich der Derivate lassen sich solche Strategien am besten mit Basket-, Themen- und Strategiezertifikaten realisieren. So verschieden die Bezeichnungen auch sind, es steckt doch die gleiche Grundidee dahinter: Man glaubt, durch eine bestimmte Art der Aktienauswahl - quasi einen "Korb Aktien" (das englische Wort Basket bedeutet Korb) - eine überdurchschnittliche Rendite erzielen zu können. Daher setzt man auf Länder, Regionen oder Branchen, denen man einen Höhenflug zutraut. Oder man verläßt sich auf die Auswahl nach bestimmten Kriterien. Da viele der genannten Zertifikate mit unbegrenzter Laufzeit emittiert worden sind, spielt der Zeitfaktor hier kaum eine Rolle - wenn man davon absieht, daß die Geduld des Anlegers manchmal auf eine harte Probe gestellt werden kann, ehe seine Strategie aufgeht.

#### "Zeitlose" Strategien

Mit einigen Zertifikaten kann man auch Strategien verfolgen, die völlig zeitlos sind. So hat es sich gemäß einiger Studien bewährt, auf die jeweils dividendenstärksten Titel aus bekannten Indices zu setzen. Diese als "Dogs of the Dow"-Strategie bekannt gewordene Vorgehensweise läßt sich auch auf jeden anderen Index anwenden. Daher gibt es schon seit längerer Zeit Basket-



Zertifikate, die zum Beispiel die zehn Dax-30-Titel mit den höchsten Dividendenrenditen enthalten. Wenn ein solches Papier mit endloser Laufzeit ausgestattet ist, spielt der Faktor Zeit keine Rolle mehr - mit der Einschränkung natürlich, daß der Aktien-Basket, der das Underlying eines solchen Zertifikats bildet, jedes Jahr aktualisiert werden muß.

#### Über Prognosen und Vorstellungen

Man kann mit Derivaten also die unterschiedlichsten Taktiken oder Strategien verfolgen, bei denen der Faktor Zeit mal die wichtigste, mal so gut wie gar keine Rolle spielt. Man kann es auch so ausdrücken: Je wichtiger der Zeitfaktor ist, desto genauer muß die Prognose des Anlegers sein. Bei einem nach dem Dividendenkriterium zusammengestellten Basket-Zertifikat genügt es für den Erfolg, wenn alles so bleibt, wie es schon immer war: Eine hohe Dividendenrendite ist ein Zeichen von Unterbewertung, und unterbewertete Aktien entwickeln sich auf lange Sicht besser als der breite Markt. Bei einem Discount-Zertifikat auf eine Einzelaktie wird es schon schwieriger. Man muß eine sehr genaue Vorstellung davon haben, in welchem Rahmen sich der Kurs entwickeln wird. Zu tief sollte er nicht sinken, aber auch nicht zu hoch steigen, denn dann gäbe es bessere Investments. Und zu alledem muß diese Entwicklung auch noch in einem genau definierten Zeitraum stattfinden.

Solche Prognosen sind schwierig und – auch wenn es niemand gerne zugibt - zum großen Teil Glückssache. Und mit manchen Derivaten kann man auch Geld verlieren, wenn man zwar die Kursrichtung richtig einschätzt, aber zu früh dran ist.

Horst Fugger

## **Optionen und Futures**

#### Der verlockende Duft des Risikos – wie alles begann

Auch Profis kochen bekanntlich nur mit Wasser. An Optionen, vor allem aber an Futures, hat sich schon so mancher die Finger verbrannt oder gar seine Existenz verspielt. Ursprünglich als Absicherungsinstrument erfunden, rief der Terminhandel zwangsläufig schon bald auch Spekulanten auf den Plan. Wohl nirgends sind derart beeindruckende Wertsteigerungen möglich wie im Handel mit Terminkontrakten - Voraussetzung natürlich bleibt, daß man mit seiner Meinung richtig liegt. Aber nicht jeder kann auf der Sonnenseite stehen: Was der eine gewinnt, muß ein anderer verlieren.

#### **Vom Paulus zum Saulus**

Auf den beiden Säulen Absicherungsgeschäft und Risikobereitschaft entwickelte sich in den letzten Jahrhunderten ein globaler, weltumspannender börslicher Terminhandel. Nur einem geringen Prozentsatz stehen dabei überhaupt reale Wirtschaftsgüter - Getreide, Rohstoffe oder auch die berühmten Schweinehälften – gegenüber. Das Gros der Terminkontrakte lautet heute - anders als in grauen Vorzeiten, die bis ins 16. Jahrhundert zurückreichen - auf Indices, Aktien, Währungen und natürlich Zinsen. So verwundert es nicht, daß trotz mehrjähriger Börsenflaute die Umsätze am Terminmarkt neue Rekordhöhen verzeichnen. Hier dominierte dann wiederum weniger der Spekulationsgedanke, auch in fallenden Märkten Gewinne erzielen zu können, sondern vielmehr der Wunsch nach Absicherung bestehender Portfolios. Ein Anleger, erst recht aber ein Portfoliomanager tätigt in Erwartung unsicherer Börsenzeiten entsprechende Termingeschäfte, so daß er seine vorhandenen Wertpapiere nicht allesamt veräußern muß. Somit umgeht er sowohl steuerliche Probleme als auch anfallende Transaktionskosten.



Die Tulpe: mit ihr fing alles an...

#### Steile Karriere der Eurex

Der weltweite Marktführer in punkto Future- und Optionshandel befindet sich übrigens in Deutschland: Es ist die Eurex, die sich diesen Status ans Revers heften kann. Sie entstand 1998 aus der Fusion von Eurex Deutschland sowie der Schweizer Terminbörse SOFFEX und wird heute von beiden im Rahmen eines 50/50-Joint Ventures gemeinschaftlich betrieben. Mehr als 700 Institutionen weltweit sind via Computerhandel über Terminals auf einer elektronischen Handelsplattform direkt mit den Frankfurtern verlinkt. Ob Kuala Lumpur, Kinshasa oder Köln: Diesen Unterschied gibt es nur auf dem Papier, der Handelsvollzug geht vollkommen Standort-unabhängig über die Bühne.

#### In der Pflicht oder auch nicht

Nun existieren allerdings gewichtige Unterschiede zwischen einer Option und einem Future, obwohl beides häufig in einem Atemzug genannt wird. Mit einer Option erwirbt man, wie der Name bereits andeutet, lediglich eine Wahlmöglichkeit. Von dieser wird man nur dann Gebrauch machen, wenn das entsprechende Wirtschaftsgut oder der Index oberhalb (bzw. bei einem Put: unterhalb) des vereinbarten Preises liegt. Nimmt ein Optionsinhaber sein Ausübungsrecht nicht wahr, so passiert nichts weiter. Der ursprüngliche Verkäufer hat eine Prämie eingestrichen und muß keine Gegenleistung dafür erbringen. Eine derart vereinnahmte Prämie kann beispielsweise (rechnerisch) den durchschnittlichen Kaufpreis einer Aktie senken. Die zwei  $Seiten-Verk\"{a}ufer\ einer\ Option\ ("Stillhalter",\ "Schreiber")\ sowie$ der Käufer – stehen sich als Kontrahenten mit ihren Einschätzungen gegenüber. Bei Optionen und Futures handelt es sich aber nicht um verbriefte Produkte, wie dies bei Zertifikaten und Optionsscheinen der Fall ist. Keiner der Kontrahenten ist also ein Emittent - hierzu dann mehr im Magazinteil "Produkte".

#### Noch eine Stufe höher: Futures

Kommt der Stillhalter (oder auch der Käufer) zwischenzeitlich zu einer anderen Einschätzung, stellt das keinerlei Problem dar. Man kann jederzeit durch Tätigen eines Gegengeschäfts seine Position ausgleichen, im Fachjargon "Glattstellen" genannt. Vor allem im Umgang mit Futures ist gut getimtes Glattstellen das A und O, um Verluste nicht ausufern zu lassen. Und: Die Fälligkeit eines Futures bedingt die physische Lieferung des Basiswerts, wenn es sich um ein konkretes Wirtschaftsgut handelt. Man müßte also – je nachdem – liefern oder bekäme etwas geliefert. Dies ist jedoch die absolute Ausnahme, fast alle Geschäfte werden rechtzeitig glattgestellt oder per Barausgleich aus der Welt geschafft. Die inzwischen zur Verfügung stehende Produktpalette - über den Handel mit Rohstoffkontrakten hinaus - kann man

#### Grundlagen



...inzwischen ist die Vielfalt beinahe unendlich

hierzulande mittlerweile als fast umfänglich bezeichnen. Gerade in den letzten Quartalen wurden beispielsweise handelbare Futures und Optionen auf alle EuroStoxx-Sektorindices (von Banken bis Healthcare) hinzugefügt. Neben reinen Indexprodukten – allen voran auf den Dax, aber auch SMI, HEX usw. – sind aber auch solche auf die wesentlichen Einzelaktien aus Europa, den USA sowie auf Zinsen (EURIBOR, Bobl, Schatz etc.) verfügbar. Im Falle des Dax entspricht 1 Indexpunkt einem Gegenwert von 25 Euro, beim TecDax wie beim EuroStoxx sind es 10 Euro. Der gesamte Dax kostet bei gegenwärtigen 4.000 Indexpunkten also 100.000 Euro pro Future-Kontrakt.

#### Vollste Aufmerksamkeit unabdingbar

Dabei werden Gewinn und Verlust eigens auf einem eingerichteten Terminkonto börsentäglich ausgeglichen. Bewegungen in die jeweilige Richtung werden der einen Partei gutgeschrieben und der anderen abgezogen. Um einen Dax-Future zu handeln, muß man nun aber nicht die kompletten 100.000 Euro hinterlegen. Ein Bruchteil davon reicht der Eurex als anfängliche Sicherheit aus. Dies orientiert sich an der zu erwarteten Tagesschwankung des Basiswerts. Berühmt-berüchtigt ist da-

bei der sogenannte Margin Call. Eine solche Nachschußpflicht erhält man, wenn die Hinterlegung auf dem Terminkonto aufgrund einer nachteilhaften Entwicklung unter einen bestimmten Referenzwert sinkt - dann muß der Anleger innerhalb einer vereinbarten Frist nachschießen, oder aber seine Position wird automatisch glattgestellt. Zahlreiche Kursverluste bei Crashs gehen im wahrsten Sinne dieses Wortes auf das Konto dieses Mechanismus und verstärken damit die Abwärtsspirale zum Teil noch, was wiederum weitere Automatismen auslöst. Eine Erhöhung der Sicherheitsmargen dient in der Regel auch zur Kontrolle des Marktes. Je höher die Safety Margins, desto niedriger der Anteil kurzfristiger Spekulanten in einem Basiswert. Anders als beim Handel mit Optionen kann ein Anleger sei es als Käufer oder als Verkäufer eines Futures – hierbei weit mehr als seinen anfänglichen Einsatz einbüßen. Das Verlustpotential in bestimmten Konstellationen ist theoretisch unbegrenzt. Nicht von ungefähr erheben diejenigen Brokerhäuser, die den Futurehandel hierzulande anbieten, zusätzliche Sicherheitsleistungen unabhängig von den Anforderungen der Eurex.

#### Resümee

Sowohl der Handel mit Optionen wie auch erst recht derjenige mit Futures ist nichts für Einsteiger oder Gelegenheitsbörsianer. Fundierte, langjährig angeeignete Kenntnisse, Börsenspekulationen mehr oder weniger als Hauptbeschäftigung sowie ein ausreichender wirtschaftlicher Hintergrund stellen die erforderlichen Voraussetzungen für eine Teilnahme in dieser Königsdisziplin der Derivate dar. Der dritte Punkt in der vorgenannten Aufzählung qualifiziert für sich genommen noch niemanden zur Teilnahme. Speziell in Boomphasen an der Börse wird genau das aber allzu oft sträflichst mißachtet. Meistens endet es damit, daß der übermotivierte Hobbyspekulant vor allem reicher an Charakteristikum Nummer 1 wird und ärmer an Nummer 3. Und damit schließt sich der Kreis: Was an einer Stelle verloren geht, wird anderswo gewonnen.

Falko Bozicevic

Anzeige

# +17%

#### High-Performer

Mit dem Bonus-Zertifikat Euro Stoxx Bonus 1530 erzielen Sie bis zur Fälligkeit des Zertifikates eine Performance von mindestens 17%. Bedingung ist, daß der Index bis zur Zartifikatsfälligkeit mie unter 1.531 Punkten liegt. Weitere attraktive Bonus-Zertifikate finden 5ie mit dem Bonuswatch-Tool von Finanztzeff.de

Zurtifikat	Euro Steek SC Borus 1930			
Emittent	Sociáté bánézala			
WOR	SSOATE			
FWILLightwit	30,09,2004			
Barriers	1,530			
Sonus-Level	3,300			
Basiswert	Euzo Stoom 50			

Diese Information expetet beine Anlagobecatory, Sästliche Angeben echsigen ohne Saudre,

Steed Sedon: 280A Peokto (56,06,200A)

## Schritt für Schritt

#### Über einmalige Vorbedingungen und immer wieder zu treffende Entscheidungen vor Derivate-Transaktionen

Jeder Anleger, der sich auf das Hochplateau der Derivate wagt, hat zuerst einmalig zahlreiche Voraussetzungen zu erfüllen, um die vermeintliche Königsdisziplin der Kapitalanlage bestreiten zu können. Hat er diese ersten Hindernisse überwunden, steht ihm ein bunter Strauß von Anlageinstrumenten zur Wahl, vor deren Kauf der Investor allerdings jedes Mal einen Katalog von Fragen beantworten muß.

Ziel soll es an dieser Stelle sein, diese beiden Komponenten der Anlageentscheidung zu einem Gesamtbild zusammenzufügen und den Anleger treppenartig zum passenden Derivat zu führen. An vorderster Front steht zunächst die Klärung der Frage, warum sich der Anleger zu welchem Zweck ausgerechnet ein strukturiertes Produkt in sein Depot legen will. Er sollte sich selbst die Frage beantworten können, ob er schlicht die Rendite seines Portfolios aufpeppen, einen Index nachbilden, sein Kapital sichern oder aber die Hebelwirkung einzelner Produkte ausnutzen möchte. Im Zusammenhang damit sollte der Anleger für sich selbst darlegen, welcher Anlegertyp ihm am nächsten kommt. Ist er der kurzfristig orientierte Trader, der von stündlichen oder gar minütlichen Schwankungen profitieren will, oder aber ein Anleger, der eher an einem kontinuierlichen Vermögenszuwachs interessiert ist.

schäftsfähigkeit laut § 53 II des Börsengesetzes das Formular "Wichtige Informationen über Verlustrisiken bei Börsentermingeschäften" durch seine Unterschrift anerkennen. Damit ist sich der Derivate-Käufer bewußt, daß neben dem allgemeinen Verlustrisiko auch ein Totalverlust mit einem strukturierten Produkt im Bereich des Möglichen liegt. Diese Termingeschäftsfähigkeit ist dabei jedes Jahr zu erneuern, ansonsten erlischt sie, und dem Anleger ist es damit nicht länger erlaubt, Derivate zu erwerben. Zudem sind nur volljährige Börsianer befugt, börsentermingeschäftsfähig zu sein.

#### Handlungsrahmen

Bevor es dann an die eigentliche Auswahl des geeigneten Derivates geht, sollte sich der Investor einen Handlungsrahmen zurechtlegen, innerhalb dessen er sich bewegt. Dies bedeutet, daß die Frage nach dem Anlagehorizont einwandfrei geklärt werden sollte genauso wie die nach der Gewinnerwartung. Auch erscheint es ratsam, eine Grenze für den maximal erträglichen Verlust zu bestimmen und sich somit einen Ausstiegszeitpunkt verbindlich festzulegen. Selbst kontrollieren sollte sich der Anleger dahingehend, daß er diese Barrieren nicht ständig neu definiert. Mit diesen Schritten wäre dann das Fundament für die Teilnahme am Derivate-Handel gegossen.

#### **Einmalige Vorbedingungen**

#### **Depotbank**

Sind die persönlichen Anlagepräferenzen zugunsten der Derivate geklärt, muß sich der Anleger eine geeignete Depotbank suchen. Diese sollte hinsichtlich der Erreichbarkeit und der Kosten ein Angebot parat haben, welches dem Anleger die notwendige Flexibilität einräumt. Hierzu gehört, daß der Derivate-Interessent nicht gezwungen wird, die Häufigkeit seiner Transaktionen nach Kostengesichtspunkten zu staffeln. Auch sollte die Depotbank dem Kunden einen langen börsentäglichen Handel, vielleicht sogar an Feiertagen, ermöglichen, um diesen in die Lage zu versetzen, jede

#### Termingeschäftsfähigkeit

Marktbewegung auszunutzen.

Hat der Anleger die richtige Depotbank gefunden, muß er zur Erteilung der Terminge-



#### Grundlagen



Schritt für Schritt zum Gipfel...

#### Überlegungen vor jeder Transaktion

#### Stufe 1: Wahl des Basiswertes

Jetzt kann sich der Anleger an die konkrete Derivateauswahl heranwagen, wobei er versucht, eine Idee oder eine ganz bestimmte Erwartung in die Realität umzusetzen. Die Selektion des geeigneten Basiswertes steht natürlich am Anfang einer jeden Transaktion. Hat ein Anleger zum Beispiel die Idee, ein Rohstoff könnte steigen, dann ist dies die Grundlage sämtlicher

Überlegungen. Alternativ dazu gibt es Aktienindices, Einzelaktien, Aktienkörbe, Anleihen, Währungen und eben Rohstoffe, die als Basiswert, auch Underlying genannt, zur Verfügung stehen können. Ende 2003 wurden in Deutschland immerhin über 33.000 verschiedene Derivate angeboten, die jedem Anleger die Umsetzung seiner Idee ermöglichen sollten.

#### Stufe 2: Bestimmung der Richtung

Da die Wertentwicklung des Derivats von der Performance des Basiswertes abhängt, ist es wichtig, eine klar definierte Meinung darüber zu haben, wohin dessen Reise geht. In diesem Zusammenhang ist der Zeitraum von Bedeutung. Erwartet man also z.B. eine Bewegung innerhalb der nächsten drei Tage oder drei Monate?. Mitentscheidend ist aber auch die Volatilität, also die Intensität der erwarteten Schwankung des Kurses des zugrundeliegenden Basiswertes.

#### Stufe 3: Wahl des richtigen Instruments

Hat der Derivate-Interessent diese Parameter abgesteckt, wählt er das für seine Strategie passende Papier aus. Hierbei ist das persönliche Risikoprofil von hervorgehobener Bedeutung, denn der Anleger kann sein Depot nicht nur absichern bzw. sein Kapital schützen, sondern auch Erträge erzielen oder Kursunterschiede ausnutzen. Derivate bieten die Möglichkeit, individuelle Chancen- und Risikoprofile in der Form abzubilden, daß Risiken besser gesteuert und vielfältige Chancen überhaupt wahrgenommen werden können.

#### Stufe 4: Ausgestaltung

An vierter Stelle stehen Überlegungen bezüglich der Ausgestaltung der Derivate. Hierbei ist die Laufzeit entweder begrenzt oder aber nicht, wie im Fall der Endlos-Papiere. Auch kann der Spread, also die Spanne zwischen dem Geld- und Briefkurs, ein Kaufargument sein, genauso wie die schlichte Handelbarkeit, die an der Euwax oder außerbörslich über den Emittenten aber problemlos gewährleistet sein sollte.

#### Stufe 5: Bonität des Emittenten

Nicht zu unterschätzen ist die Bonität des Emittenten, denn dadurch, daß der Käufer bei einer eventuellen Zahlungsunfähigkeit nur nachrangig bedient wird, muß der Anleger die Länge seines Engagements sicherlich in den Entscheidungsprozeß mit einbeziehen. Bei kürzeren Trades ist die Bonität deshalb weniger entscheidend als bei längeren Haltedauern, wobei die bekannten Rating-Agenturen S&P, Fitch und Moody's ständig aktuelle Bewertungen der Emittenten liefern.

#### Stufe 6: Preisvergleich

Hat der Investor schließlich für seine Idee das passende Derivat gefunden, empfiehlt sich ein Preisvergleich bei den Emittenten. Während dieser aber aufgrund der früher zwischen dem Emittenten und der Börse abweichenden Kurse notwendig war, stellt sich diese Problematik heute so nicht mehr. Bei gleichartig strukturierten Produkten allerdings empfiehlt sich nach wie vor ein Vergleich der Preise zwischen den einzelnen Emittenten. Gerade als Neuling im Bereich der strukturierten Produkte sollte eine Spekulation nicht an unfairen Preisen scheitern.



... anschließendes Vergnügen inclusive

#### **Fazit**

Zusammengefaßt läßt sich sagen, daß ein Anleger, bevor er die Treppe hinauf zum Derivate-Olymp erklimmen kann, drei grundlegende Dinge bewältigen muß. Ohne diese darf er sich nicht einmal in der Nähe der Treppe aufhalten. Sind diese Hürden übersprungen, gilt es, sich schrittweise das richtige und zu jeder Idee passende Papier herauszusuchen und diesem Raster so diszipliniert wie möglich immer wieder zu folgen. Dann dürfte sich der Investmenterfolg nicht automatisch, aber doch mit Nachdruck einstellen.

**Tobias Karow** 

## "Markt der zwei Geschwindigkeiten"

#### Interview mit Siegfried Piel\*, Sal. Oppenheim

Smart Investor: Herr Piel, wie kam es Ihrer Meinung nach zum Siegeszug der Derivate?

Piel: Mit dem Kurseinbruch an den Aktienmärkten haben die Privatanleger erkannt, daß die Börse keine Einbahnstraße ist und daß Geldanlage auch mit Risiken verbunden ist, welche aktiver gemanagt werden sollten. Dadurch kam es zu einem Paradigmenwechsel im Anlegerverhalten, weg von der reinen Spekulation hin zu mehr Risikobewußtsein und damit zu mehr Absicherung.

Smart Investor: Warum erfreuen sich gerade in Deutschland Derivate und insbesondere Zertifikate einer solchen Beliebtheit? Piel: Derivate sind in Deutschland mit den Hebelprodukten groß geworden. Aus der Historie heraus kann man schon sagen, daß ein Teil der deutschen Investoren Interesse hat an - ich sage es mal ganz vorsichtig - der Anlage, die sich stark im Kurs bewegt, also vor allem, wenn man an die früher sehr populären Optionsscheine denkt. Dieses Spekulationsbedürfnis kam übrigens auch in Zeiten des Neuen Marktes wieder zum Vorschein. Heute dagegen steht, wie schon erwähnt, das Sicherheitsbedürfnis im Vordergrund.

Smart Investor: Derivative Anlageprodukte wie z. B. Index-Zertifikate werden im Vergleich zu Fonds beim Anlegerpublikum immer attraktiver. Um welche Volumina bzw. Wachstumsraten geht es hier?

Piel: Im Jahr 2003 verzeichneten Aktienfonds laut BVI (Bundesverband der Investmentfonds; Anm. d. Red.) 3,7 Mrd. Euro Zuflüsse. Bei den Zertifikaten gibt es solche Statistiken nicht, allerdings lassen sich aus den Absatzzahlen der einzelnen Emittenten Hochrechnungen anstellen. Demnach dürfte das Absatzvolumen bei Zertifikaten bei mindestens 5 Mrd. Euro, eher aber im Bereich von 10 Mrd. Euro gelegen haben.

Smart Investor: Also fast Faktor 3 gegenüber den Fonds?

Piel: Genau, und in diesem Jahr hatten die Fonds bis jetzt noch gar keine Zuflüsse. Bei den Zertifikaten war jedoch in den ersten Monaten schon einiges an Neuvolumen zu verzeichnen.

Smart Investor: Was ist der Grund für diese Entwicklung? Was bieten zum Beispiel Index- oder Strategie-Zertifikate, was Fonds nicht bieten?

Piel: Das große Wachstum ist ja nicht bei den Index-Zertifikaten zu verzeichnen, sondern bei den Bonus- oder Discount-Zertifikaten. Also bei jenen Produkten, deren Mehrwert darin besteht, daß der Anleger damit sein persönliches Chance/Risiko-Profil in seinem Depot umsetzen kann. Aber natürlich gibt es auch bei den Index- oder Strategie-Zertifikaten ein gesundes Wachstum,



Siegfried Piel

weil diese gegenüber Fonds einfach enorme Preisvorteile haben. Dies gilt vor allem gegenüber passiv gemanagten Benchmark-Fonds. Und bei aktiv gemanagten Fonds ist es ja ohnehin so, daß nur wenige ihre Benchmarks schlagen.

Smart Investor: Eine Kritik an den Zertifikaten lautet, daß es sich hierbei um Schuldverschreibungen handelt, welche im Falle des Konkurses des Emittenten wertlos werden können. Sind Fonds in diesem Punkt nicht klar im Vorteil?

Piel: Investoren legen sich heute ja nicht einfach irgend ein Produkt ins Depot und schauen dann jahrelang nicht mehr hin. Vielmehr sollten auch Privatanleger ihr Portfolio aktiv durchstöbern und managen und bei Zertifikaten eben neben der Meinung zur Marktentwicklung auch die Bonität der Emittenten in regelmäßigen Abständen prüfen. Das Risiko ist grundsätzlich vergleichbar mit dem eines Anleihe-Schuldners. Dabei auf Qualität zu achten, zahlt sich mit Sicherheit aus. Und offenbar orientieren sich die Anleger bereits daran, denn drei Viertel des Marktes decken die Top Fünf Emittenten ab, deren Bonität außer Frage steht.

Smart Investor: In den letzten Jahren wurden die klassischen Optionsscheine immer mehr von den Hebel-Zertifikaten verdrängt. Was schätzen die Anleger an diesen auch Knock-outs oder Turbos genannten Produkten?

Piel: Diese Entwicklung läßt sich einfach erklären. Der Umschwung kam im Zuge der hohen Volatilitäten an der Börse.

<sup>\*)</sup> Siegfried Piel, Managing Director, leitet die Equity Derivatives Group beim Bankhaus Sal. Oppenheim jr. & Cie. KGaA in Frankfurt am Main.

#### Grundlagen

Wenn die Volatilität dann zurückkommt, wird ein Optionsschein weniger mit dem Preis des Underlyings mitgehen als ein Hebel-Zertifikat. Diese laufen wie ein Future 1 zu 1 mit dem Markt mit. Bei der momentan wieder niedrigen Volatilität macht ein Optionsschein jedoch wieder mehr Sinn, er ist also beileibe kein Auslaufmodell. Für sehr kurzfristig orientierte Anleger, also z. B. Day-Trader, sind Knock-outs allerdings sicherlich besser geeignet, weil der Return besser vorhersehbar ist.

Smart Investor: Im Bereich der Zertifikate mit Kapitalschutz oder Bonusleistungen kommen in letzter Zeit immer ausgefallenere Produkte auf den Markt. Hat der durchschnittliche Anleger überhaupt noch die Chance, diesen Markt zu überblicken?

Piel: Wir sprechen hier gerne von einem Markt der zwei Geschwindigkeiten. Da sind zum einen die Profis, die eher aktiv ihr Portfolio managen, auch mit möglicherweise komplexeren Produkten. Für die ist das kein Problem, hier mitzuhalten. Der durchschnittliche Anleger ist sicherlich mit Bonus- und Discount-Zertifikaten schon ganz gut bedient und kann sein Portfolio damit managen.

Smart Investor: Hinzu kommt ja noch die verwirrende Begriffsvielfalt!

Piel: Da gebe ich Ihnen vollkommen recht. Allerdings sind die führenden Häuser gerade dabei, hier mehr Transparenz zu schaffen. Wichtig ist, daß Anleger die Funktionalitäten neuer Produkte problemlos in die richtigen Kategorien einordnen können.

Smart Investor: Sehen Sie wie einige Ihrer Kollegen auch eine rechtliche Benachteiligung von Derivaten gegenüber Aktien, z.B., wenn man an die Termingeschäftsfähigkeit denkt?

Piel: Die Aufklärung der Anleger ist natürlich außerordentlich wichtig. Bei Zertifikaten, die weniger Risiko beinhalten als Aktien, halten wir es jedoch für fraglich, hier eine Termingeschäftsfähigkeit zu fordern. Und die meisten Anlageprodukte wie z.B. Discount- oder Bonus-Zertifikate bieten eben ein geringeres Risiko als Aktien.

**Smart Investor:** Welche Vorteile fallen Ihnen ad hoc noch ein. welche sich einem Investor mit Zertifikaten erschließen?

Piel: Mit Zertifikaten läßt sich in jeder Marktsituation Geld verdienen, und dann lassen sich natürlich auch unter steuerlichen Gesichtspunkten Vorteile erzielen, z.B. indem man Gewinne

über die Spekulationsfrist hinausschiebt, welche ansonsten schon vorher zustandegekommen wären.

Smart Investor: Kritiker bemängeln, daß mit der Komplexität von derivativen Produkten in der Regel auch die Gewinnmargen der Emittenten bzw. die Kosten für den Anleger steigen. Was sagen Sie zu diesem Einwand?

Piel: Bei den innovativen Produkten im Finanzbereich ist es so wie in der Industrie auch. Wenn ich als einer der ersten ein innovatives Produkt haben will, dann muß ich relativ hohe Preise bezahlen. Später dann, wenn mehr und mehr Anbieter den Markt durchdringen, werden in Folge des verschärften Wettbewerbs auch die Margen immer geringer. Sehen Sie sich heute den Markt für Discount-Zertifikate an: Der ist in dieser Beziehung schon sehr effizient. Und davon profitieren die Anleger mit Preisen, die in anderen Märkten nur von Profis er-

Smart Investor: Wo steht Ihrer Meinung nach die Zertifikate-Industrie in fünf Jahren?

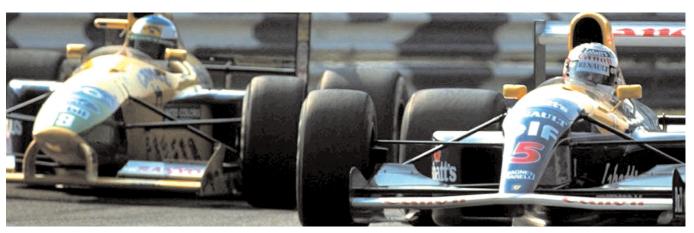
Piel: Das enorme Potential des Marktes zeigt sich alleine daran, daß momentan nicht einmal 1 % der Deutschen in Zertifikate investiert. Dagegen besitzen etwa 16 bis 17 % der Deutschen Fondsanteile. Ich kann mir vorstellen, daß Zertifikate irgendwann einmal die Hälfte davon erreichen können. Eine Verdrei- bis Verfünffachung auf Sicht der nächsten fünf Jahre ist aus meiner Sicht durchaus realistisch. Die Marktdurchdringung wird auch im Zuge der Schaffung von Standards und Transparenz vorangetrieben werden. Hier muß natürlich noch einiges geschehen.

Smart Investor: Denken Sie, daß die großen Produkt-Trends schon ausgelotet wurden oder daß wir noch sehr viel abenteuerliche Konstruktion erleben werden?

Piel: Nein, das Wesentliche ist bereits auf dem Markt. Und echte Trendqualität hatten nur wenige Produkte. Dazu gehören Aktienanleihen, Discount-Zertifikate, und der letzte große Trend, der beobachtet werden konnte, waren im letzten Jahr die Bonus-Zertifikate mit der neuesten Variante der Protect-Bonus-Zertifikate. Die Zyklen, innerhalb derer weitere Varianten auf den Markt kommen, werden wie in der Industrie immer kürzer werden.

Smart Investor: Vielen Dank für das Gespräch.

Interview: Ralf Flierl



Mit dem richtigen Set-up und der passenden Strategie kann man jeden überholen

## Den Überblick bewahren

#### Ein kurzer Ritt durch den Zertifikate-Dschungel

Immer mehr Privatanleger interessieren sich für derivative Wertpapiere. Aufgrund ihrer großen Vielfalt, der zum Teil äußerst intransparenten Namensgebung sowie unterschiedlichster Ausstattungsmerkmale fällt es Einsteigern allerdings oft schwer, sich einen ersten Überblick zu verschaffen. Die für den Anleger wichtigste Unterscheidung derivativer Wertpapiere ist die Unterteilung in Anlage- und Hebelprodukte. Dabei ist die erstgenannte Kategorie insbesondere für konservativ agierende und eher ertragsorientierte Langfristanleger geeignet. So entspricht ihr Risikoprofil - zumindest bei der Emission der Papiere - maximal dem einer Aktie oder eines vergleichbaren Investmentfonds. Hebelprodukte sollten dagegen spekulativen Investoren, die bereits umfangreiche Erfahrungen mit Derivaten gesammelt haben, vorbehalten bleiben.

#### Index-, Branchen-, Basket-, Strategie- und Themen-Zertifikate

Im Bereich der Anlageprodukte sind Index-Zertifikate an erster Stelle zu nennen. Mit ihnen läßt sich das eingesetzte Kapital breit streuen und äußerst transparent anlegen. Ihre Wertentwicklung ist eins zu eins an die Bewegungen des jeweils zugrundeliegenden Index gekoppelt. Bevorzugt werden sollten Produkte auf Performanceindices, wie beispielsweise den Dax, den MDax oder den EuroSTOXX 50 Total Return Index, da Inhaber dieser Papiere an ausgeschütteten Dividenden beteiligt werden. Ist ein Index-Zertifikat mit dem Zusatz "Quanto" versehen, deutet dies - wie bei allen anderen verbrieften Derivaten übrigens auch - darauf hin, daß bei Papieren, die sich auf einen nicht eurobasierten Index beziehen, Währungsrisiken ausgeschlossen sind. Ähnlich konstruiert sind Basket-Zertifikate, die von manchen Anbietern auch unter den Bezeichnungen Branchen-, Stra-

DERIVATIVE ANLAGEPRO	JORTE			
KATEGORIE	Basketprodukte	Basiswert+Option	Bonus-Produkte	Garantieprodukte
Konstruktion	DIESE PRODUKTE SETZEN SICH AUS VERSCHIEDENEN EINZELTITELN ZUSAMMEN, DIE UNTERSCHIEDLICH GEWICHTET SEIN KÖNNEN. ES WIRD EIN INDEX, EINE BRANCHE ODER EINE STRATEGIE IN EINEM WERTPAPIER ABGEBILDET.	DAS PRODUKT WIRD AUS EINEM BASISWERT UND EINER OPTION KOM- BINIERT. IN DER REGEL TRITT DER BESITZER DES ZERTIFIKATES ALS STILLHALTER AUF.	BASISWERTE SIND IN DER REGEL KURSINDIZES, AKTIENKÖRBE ODER EINZELTITEL MIT HOHER DIVIDENDENRENDITE. VOM EMITTENTEN EINBEHALTENE DIVIDENDEN DIENEN ZUR FINANZIERUNG EINES GEWISSEN SICHERHEITSPOLSTERS SOWIE DER GARANTIERTEN VERZINSUNG.	BEI GARANTIEPRODUKTEN ERHÄLT DER ÄNLEGER AM ENDE DER LAUFZEIT SEIN EINGESETZTES KAPITAL BZW. EINEN VORHER VEREINBARTEN BETRAG ZURÜCK. IM GEGENZUG PARTIZIPIERT ER AN KURSSTEIGERUNGEN DES BASISWERTS NUR ZU EINEM BETIMMTEN TEIL. IN EINIGEN FÄLLEN IST SEIN GEWINN AUCH NACH OBEN BEGRENZT.
PRODUKTBEZEICHNUNG (INDIVIDUELLE NAMEN UND SPEZIALFÄLLE IN KLAMMERN)	Index-Zertifikat, Basket-, Branchen-, Strategie-, Themen- Zertifikat	DISCOUNT-ZERTIFIKAT (ROLLING DISCOUNT) AKTIENANLEIHE, SPRINT- ZERTIFIKAT (SPEEDER, RUNNER, DOUBLE-CHANCE, BOOSTER, KICKSTART,)	Bonus-Zertifikat (Protect-Plus, Protect-Momentum-, Pepp-, Power-Zertifikat, Step-Up-Bonus- Zertifikat)	Garantie-Zertifikat
Markterwartung	STEIGENDE KURSE, OUTPERFORMANCE BEI STRATEGIE- ODER BASKETZERTIFIAKTEN	SEITWÄRTS BIS LEICHT AUFWÄRTS GERICHTETE MÄRKTE, ABNEHMENDE SCHWANKUNGEN	LEICHT RÜCKLÄUFIGE, STAGNIERENDE UND AUFWÄRTS GERICHTETE MÄRKTE, ABNEHMENDE SCHWANKUNGEN	unsichere Zukunft mit hohen Risiken
Chance	MITTLERE BIS HOHE ERTRAGSCHANCE	begrenzter Ertrag	MITTLERE BIS HOHE ERTRAGSCHANCEN	begrenzter Ertrag
Risiko	VERGLEICHBAR DEM AKTIENMARKTRISIKO	ZWISCHEN ÄKTIE UND ÄNLEIHE, WIE BEI ÄKTIE IM EXTREMFALL ABER AUCH TOTALVERLUST MÖGLICH	ZWISCHEN AKTIE UND ANLEIHE, WIE BEI AKTIE IM EXTREMFALL ABER AUCH TOTALVERLUST MÖGLICH	GERING, ES BESTEHT KEIN ODER NUR SEHR BEGRENZTES VERLUSTRISIKO
STEUERLICHE BEHANDLUNG	i.d.R. nach 12 Monaten steuerfrei	DISCOUNT- UND SPRINT-ZERTIFIKATE NACH 12 MONATEN STEUERFREI, AKTIENANLEIHEN GELTEN HINGEGEN ALS FINANZINNOVATION	nach 12 Monaten steuerfrei	FINANZINNOVATION = STEUERPFLICHT BESTEHT UNABHÄNGIG VON DER HALTEDAUER
SIEHE ARTIKEL SEITEN	31, 58, 59, 60, 64	34, 44, 50, 92	40, 42, 50	38

Die Auflistung erhebt keinen Anspruch auf Vollständigkeit, teils Verallgemeinerungen notwendig

tegie- oder Themen-Zertifikate geführt werden. Statt auf einen Index beziehen sie sich auf einen Korb von Aktien, die in einem bestimmten Zusammenhang zueinander stehen. Aus diesem Grund weist die Kursentwicklung der einzelnen Papiere meist einen verhältnismäßig hohen Gleichlauf auf. Die Risikostreuung fällt bei Basket-Zertifikaten deshalb in der Regel deutlich geringer als bei Index-Zertifikaten aus. Entsprechend höher ist ihr Chance/Risiko-Profil.

#### Garantie-Zertifikate - risikoärmer geht es kaum

Von ihrer Risikostruktur her deutlich niedriger anzusiedeln sind dagegen Garantieprodukte. Von Index- oder Basket-Zertifikaten unterscheiden sie sich in zwei wesentlichen Punkten. Je nach Ausstattung wird ihren Käufern zum Ende der Laufzeit die Rücknahme der Papiere zu einem vorher festgelegten Preis garantiert. Wertverluste sind damit ausgeschlossen bzw. stark begrenzt. Im Gegenzug nehmen sie an Kurssteigerungen des Basiswerts allerdings auch nur mit einer bestimmten Partizipationsrate teil. Von den Finanzbehörden werden kapitalgarantierte Produkte als Finanzinnovationen eingestuft. Anders als bei Index- oder Themen-Zertifikaten unterliegen Kursgewinne deshalb selbst dann der Besteuerung, wenn die Papiere länger als zwölf Monate gehalten werden.

#### Discount-, Sprint- und Bonus-Zertifikate

Zwischen den beiden bereits genannten Kategorien sind solche Anlageprodukte einzuordnen, die aus einem Basiswert und einer Option kombiniert werden. Trotz der Optionskomponenten fällt das Anlagerisiko bei ihnen meist geringer als beim direkten Erwerb der Aktien oder Indices aus, auf die sie sich jeweils beziehen. Über einen verkauften Call und die dadurch vereinnahmte Prämie wird bei ihnen nämlich beispielsweise der Einstieg in die Aktie subventioniert (Discount-Zertifikat) oder ein besonders hoher Zinskupon realisiert (Aktienanleihe). Bei anderen Varianten dieser Gruppe, wie den Speedern, Runnern oder Sprintern, wird die kassierte Prämie zur Finanzierung einer überproportionalen Wertsteigerung innerhalb eines bestimmten Bereichs genutzt. Da ihr Risiko – zumindest bei Emission – aber dennoch nicht das von Aktien oder Index-Zertifikaten übersteigt, können sie ebenfalls den Anlageprodukten zugerechnet werden. Sind die Ertragschancen bei Papieren dieser Kategorie (Basiswert plus Option) stets nach oben begrenzt, nehmen Bonus-Zertifikate an steigenden Kursen des Basiswerts dagegen unbegrenzt und in voller Höhe teil. Zudem verfügen sie, wie auch ihre Spezialvarianten, die von verschiedenen Emittenten als Protect-Momentum-, Pepp- oder Power-Zertifikate bezeichnet werden, über einen Schutzmechanismus gegen moderate Kursverluste des Underlyings.

## Sichern Sie sich Ihre Original-Aktie

für nur 10 Euro!

Bestellen Sie Jetzt Ihre Original-Aktie von Philipp Holzmann (1.000 RM, 29.08.1941) mit Faksimile-Signatur von Herman Josef Abs für nur 10 Euro zzgl. 2 Euro Versandkosten:

E-Mail: schmitt@hwph.de Telefon: 08106 - 24 61 86

Fax: 08106 - 24 61 88

Mit Faksimile-Signatur des legendären Deutsche Bank-Vorstands Hermann Josef Abs in seiner Funktion als Aufsichtsrat!

PHILIPP HOLZMANN STAMMAKTIE - 1955 BRANCHER GENERAL SUPERAL METAL PHILET DOCEMANIN ARTHOUSESTERCHAPT

www.hwph.de

Original-Aktie über 1.000 Reichsmark vom 29.08.1941

1000

mir 10 Euro

Angebot gültig, solunge Voreat reicht.



Nicht nur im Dschungel verliert man manchmal den Überblick

#### Plain Vanilla-Optionsscheine und Exoten

Zu den derivativen Hebelprodukten werden sowohl die klassischen Plain Vanilla-Optionsscheine als auch exotische Warrants gezählt. Während mit "einfachen" Calls und Puts lediglich auf steigende oder fallende Kurse des Underlyings spekuliert werden kann, lassen sich mit Korridor-, Range- oder Bandbreiten- sowie mit Bottom-up- und Top-down-Optionsscheinen auch bei seitwärtsgerichteten Märkten hohe Gewinne realisieren. Entscheidend ist dabei stets, daß sich der Kurs

des Basiswerts möglichst lange - oder sogar über die gesamte Laufzeit hinweg - innerhalb einer festen Bandbreite bewegt bzw. eine zuvor definierte Grenze nicht über- bzw. unterschreitet. Bei Hit-Optionsscheinen ist dagegen genau dies erforderlich, damit der vereinbarte Betrag zur Auszahlung kommt. Als besonders spekulative Variante der "Exoten" gewähren Power-Warrants ihren Inhabern bei Fälligkeit nicht nur den einfachen, sondern den doppelten oder quadrierten Differenzbetrag zwischen Basiskurs und Basispreis. Auf exotische Warrants wird in den folgenden Artikeln nicht weiter eingegangen.

#### Knock-out-Zertifikate jung, dynamisch und erfolgreich

Ebenfalls unter die Hebelprodukte fallen sämtliche Arten von Knock-out-Papieren. Im Vergleich zu herkömmlichen Optionsscheinen wirken sich Volatilitätsveränderungen des Basiswerts auf ihre Preisbildung nur in sehr geringem Maße aus. So ist dann

wohl auch genau diese Eigenschaft der Hauptgrund dafür, daß die als Waves, Turbo-, Bull- oder Long-Zertifikate bezeichneten Produkte den klassischen Optionsscheinen immer mehr den Rang ablaufen. Analog zu Plain Vanilla Warrants ist sowohl mit Turbos als auch mit Mini-Futures neben der Spekulation auf steigende Kurse selbstverständlich auch das "Wetten" auf fallende Preise des Basiswerts möglich. Aufgrund ihres Hebels und dem damit verbundenen hohen Investitionsrisiko können Hebelprodukte nur von termingeschäftsfähigen Anlegern erworben werden.

Dr. Martin Ahlers

Derivative Hebelprodukte							
	Turbo	Mini-Future	Plain-Vanilla-OS	Exoten			
Konstruktion	EIN TURBO-ZERTIFIKAT BILDET DEN WERTPAPIERKAUF AUF KREDIT NACH. EINE NACHSCHUSSPFLICHT WIRD JEDOCH DURCH EINE KNOCK-ÖUT-BARRIERE AUSGESCHLOSSEN	EIN MINI-FUTURE BILDET DEN WERTPAPIERKAUF AUF KREDIT NACH. EINE NACHSCHUSSPFLICHT WIRD JEDOCH DURCH EINE KNOCK-OUT-BARRIERE AUSGESCHLOSSEN	EIN PLAIN-VANILLA-OS GEWÄHRT DAS RECHT, EINEN BASISWERT (AKTIE, INDEX ODER ÄHNLICHES) ZU EINEM VORHER FESTGELEGTEN PREIS INNERHALB EINER FESTGELEGTEN ZEITSPANNE ZU KAUFEN ODER ZU VERKAUFEN.	DIE KONSTRUKTION VON EXOTISCHEN OS IST SEHR UNTER- SCHIEDLICH UND VARIIERT VON PRODUKT ZU PRODUKT. TEILWEISE ENTSTEHEN EXOTISCHE OS AUS DER KOMBINATION VON MEHREREN OPTIONEN.			
Produktbezeichnung (Individuelle Namen in Klammern)	KNOCK-OUT-OS, KNOCK-OUT-, TURBO-ZERTIFIKAT, (WAVE CALL/PUT, TURBO CALL/PUT, BULL/BEAR- ZERTIFIKAT, TURBO BULL/BEAR, TURBO LONG/SHORT)	MINI-FUTURES, (WAVEXXL, OPEN- END-TURBOS, TURBO-FUTURES, TURBOS-UNLIMITED)	Call, Put	Korridor-, Bandbreiten-, Range- OS, Bottom-Up-/Top-Down-OS, Hit-OS, Power-OS,, Discount Calls/Puts			
LAUFZEIT	BEGRENZT	UNBEGRENZT	BEGRENZT	BEGRENZT			
Vorzeitiges Laufzeitende möglich	ja, durch Knock-Out	ja, durch Knock-Out	NEIN	KOMMT AUF DIE ÄUSGESTALTUNG AN			
HEBEL	ab Kauf annähernd konstant	ab Kauf annähernd konstant	VARIABEL	VARIABEL			
Einfluss Volatilität	Im Vergleich zu herkömmlichen OS sehr gering	Im Vergleich zu herkömmlichen OS sehr gering	hohe Vola wirkt preiserhöhend	HOHE VOLA WIRKT TEILWEISE PREIS MINDERND, TEILWEISE PREISER- HÖHEND			
CHANCE	GEWINNE PRAKTISCH UNBEGRENZT	GEWINNE PRAKTISCH UNBEGRENZT	GEWINNE PRAKTISCH UNBEGRENZT	MEIST BEGRENZTE GEWINNE			
SIEHE ARTIKEL SEITEN	46	-	46, 94	56			

Die Auflistung erhebt keinen Anspruch auf Vollständigkeit, teils Verallgemeinerungen notwendig

## In jeder Marktphase gewinnen

Für jedes Szenario das passende Derivat

Von Dr. Wolfgang Gerhardt\*, Sal. Oppenheim

#### Erst verstehen, dann investieren...

...ist die erste Regel für Derivate-Käufer. Denn nur wer die Gewinnmechanik und das Risikoprofil der unterschiedlichen Papiere kennt, der kann in jeder Marktphase Gewinne erzielen. Und das ist gar nicht so schwer.

#### Nichts ist unmöglich

Wer direkt in Aktien investiert, kann nur Geld verdienen, wenn die Kurse steigen. Deshalb suchen viele Investoren auch immer wieder nach neuen Aktien mit Potential - eine aufwendige Strategie, manchmal wie die Suche nach der Nadel im Heuhaufen. Bei Derivaten ist das anders: Hier kann man sich auf wenige Aktien, Indices oder sonstige Basiswerte konzentrieren. Dem Anleger stehen alle Möglichkeiten offen: Schon wenn der Kurs des Basiswertes steigt oder stark steigt, gibt es verschiedene Papiere. Und selbst bei stagnierenden oder fallenden Kursen sind satte Gewinne zu erzielen - und das alles mit der richtigen Prognose zu einem einzigen bestimmten Basiswert. Die persönliche Meinung zum Marktgeschehen ist deshalb entscheidend für den Erfolg. Von hier ist der Weg zum passenden Derivat nicht mehr weit.

Die Derivate-Gattungen funktionieren unabhängig vom jeweiligen Emittenten gleich, auch wenn unterschiedliche Namen die Vergleichbarkeit manchmal erschweren. Ist der Anleger mit ihrer Mechanik vertraut, muß er bei der Suche nach einem geeigneten Papier nur noch auf die wichtigsten Eckdaten - auf Basiswert, Basispreis, Laufzeit – achten. Ganz einfach!

#### Das Pay-off-Diagramm

Für jede Derivate-Gattung gibt es ein typisches Auszahlungsprofil. Dieses wird häufig in Form von sogenannten "Pay-off-Diagrammen" dargestellt. Doch keine Angst vor Linien und Kurven. Auch ohne Abitur-Einser in Mathematik kann man sich in die

MÖGLICHE SZENARIEN UND DIE DAZU PASSENDEN DERIVATE SZENARIO FÜR BASISWERT Zusätzliche Überlegung **OPTIMALES DERIVAT** SOFORTIGER ANSTIEG SOFORT, IN WENIGEN TAGEN TURBO-BULL-SCHEIN **DEUTLICHER ANSTIEG** Demnächst, in wenigen Wochen CALL-OPTIONSSCHEIN STETIGER ANSTIEG RISIKOSTREUUNG STRATEGIE-ZERTIFIKAT STETIGER ANSTIEG INDEX-ZERTIFIKAT RISIKOSTREUUNG Kurs steigt längerfristig RISIKOPUFFER, MINDESTGEWINN BONUS-ZERTIFIKAT Kurs steigt längerfristig KAPITALSICHERUNG GARANTIE-ZERTIFIKAT SEITWÄRTS DISCOUNT-ZERTIFIKAT INTERESSE AN KURSGEWINNEN SEITWÄRTS INTERESSE AN ZINSEINNAHMEN AKTIENANLEIHE DEUTLICHER RÜCKGANG DEMNÄCHST, IN WENIGEN WOCHEN PUT-OPTIONSSCHEIN SOFORTIGER RÜCKGANG SOFORT, IN WENIGEN TAGEN TURBO-BEAR-SCHEIN

Welt der Derivate vorwagen. Jeder kann die Diagramme lesen, aus hervorgeht, wie bestimmte Zertifikate oder Hebel-Produkte funktionieren. Ihr Vorteil: Man sieht beispielhaft, wie viel das Derivat am Ende der Laufzeit wert ist, je nachdem, welcher Wert der Basiswert, auf den sich das Derivat bezieht, zu diesem Zeitpunkt hat. In Texten verpackte Erläuterungen sind da oft weit umständlicher.



Dr. Wolfgang Gerhardt

#### Zwei Produktgruppen

Grundsätzlich kann man zwischen zwei Produktgruppen unterscheiden: Hebelprodukte mit unbegrenztem Gewinnpotential, aber auch dem Risiko des Totalverlustes. Mit ihnen können sich kurzfristig bietende Kurschancen von wenigen Tagen bis zu wenigen Monaten genutzt werden. Und Anlageprodukte, deren Risiko grundsätzlich nicht höher ist, als wenn man direkt die Aktie kauft. Sie dienen vor allem der längerfristigen Geldanlage.

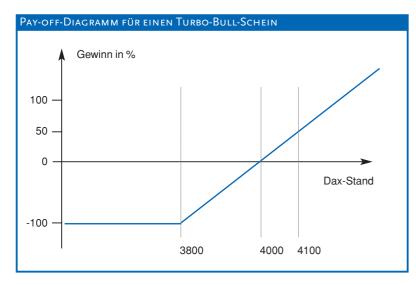
#### **■** Hebelprodukte

Hebelprodukte sind Derivate, deren Wert sich im Vergleich zum Basiswert überproportional verändert. Das bedeutet: Ändert sich der Kurs des Basiswertes um ein Prozent, so ändert sich der Wert des Hebelproduktes stärker. Dabei spielt die Zeit durch

> die begrenzte Laufzeit eine entscheidende Rolle bei ihrer Wertentwicklung. Deshalb muß das Hebelprodukt - liegt es einmal im Depot - laufend beobachtet werden, und der Anleger muß konsequent verkaufen, wenn vorher selbst gesetzte Verlustgrenzen überschritten sind.

Je nachdem, wie der Anleger die künftige Kursentwicklung einschätzt, hat er die Wahl zwi-

<sup>\*)</sup> Dr. Wolfgang Gerhardt leitet als Direktor das Marketing für derivative Wertpapiere beim Bankhaus Sal. Oppenheim jr. & Cie. KGaA in Frankfurt am Main.



schen verschiedenen Hebelprodukten. Die Auszahlungsprofile der Hebelprodukte sehen immer gleich aus, denn bei Hebelprodukten droht dem Anleger entweder der Totalverlust, wenn der Basiswert das Knock-out-Niveau erreicht, oder aber er profitiert von unbegrenztem Gewinnpotential. Im Folgenden stellen wir die wichtigsten Arten geordnet nach der erwarteten Kursentwicklung vor.

#### **Kurs steigt sofort**

Der Anleger erwartet, daß der Kurs des Basiswertes in den nächsten Tagen oder Wochen sehr stark steigen wird. Hier liefern Turbo-Bull-Scheine (auch Knock-out-Zertifikate genannt) Gewinne, die in Euro-Beträgen fast genauso hoch sind wie die Gewinne, die man mit der jeweiligen Aktie oder dem Index direkt erzielt hätte. Da der Preis eines Turbo-Bulls jedoch viel geringer ist als der Preis für den Basiswert, kann der Anleger mit einem kleinen Einsatz große prozentuale Gewinne verbuchen. Gleichzeitig besteht ein hohes Risiko, denn sobald der Kurs des Basiswertes das Knock-out-Niveau unterschreitet, ist der Turbo-Bull sofort wertlos. Auch vorzeitig, jederzeit vor Ende der Laufzeit.

#### Beispiel

Bei einem Basispreis von 3.800 Euro und einem aktuellen Dax-Stand von 4.000 Euro kauft der Anleger den Turbo-Bull-Schein

für 240 Euro (4.000 – 3.800) plus Aufgeld von 40 Euro. Um das Beispiel einfach zu halten, wird das Aufgeld bei der Beispielrechnung konstant gelassen. Steigt der Dax auf 4.100 Euro, klettert der Turbo-Bull auf 340 Euro (4.100 minus 3.800 plus Aufgeld). Fällt der Dax allerdings während der Laufzeit unter das Knock-out-Niveau von 3.800 Euro, verfällt der Turbo-Bull sofort, und der Einsatz ist verloren.

#### Kurs steigt demnächst deutlich

Erwartet der Anleger, daß der Kurs des Basiswertes nicht sofort, aber in nächster Zeit deutlich steigen wird, bieten sich Call-Optionsscheine - die "Klassiker der Derivate" - an. Nach oben sind den Gewinnchancen keine Grenzen gesetzt, solange der Kurs des Basiswertes steigt. Der Wert eines Call-Optionsscheines entspricht der Differenz zwischen dem aktuellen Kurs des Basiswertes und einem bestimmten

Kurs, dem sogenannten Basispreis. Das ist der sogenannte innere Wert. Während der Laufzeit kommt noch ein Aufgeld hinzu, der sogenannte Zeitwert, in dem sich die Chance auf einen weiteren Anstieg des Basiswertes widerspiegelt. Zwar gibt es keine Knock-out-Schwelle, doch liegt der Kurs des Basiswertes am Ende der Laufzeit unter dem Basispreis, verfällt der Call-Optionsschein wertlos, und der Anleger erleidet einen Totalverlust. Da das Aufgeld am Ende der Laufzeit null beträgt, sind die Pay-off-Diagramme von Turbo-Bull-Zertifikat und Call-Optionsschein identisch.

#### Kurs fällt sofort

Fällt der Kurs des Basiswertes, kann der Anleger mit Turbo-Bear-Scheinen gewinnen. Doch wie bei Turbo-Bull-Scheinen besteht auch hier das Risiko des Total-

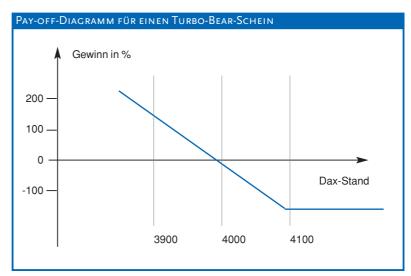
verlusts. Sobald der Kurs des Basiswertes das Knock-out-Niveau - umgekehrt zu den Bulls - erreicht oder überschreitet, verfällt der Turbo-Bear-Schein sofort wertlos.

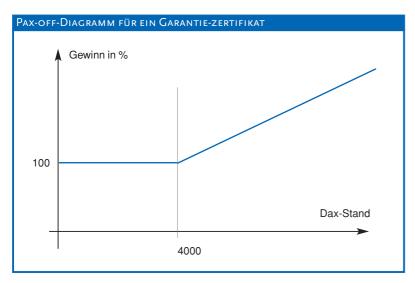
#### **Beispiel**

Der Anleger kauft bei einem Basispreis von 4.100 Euro und einem aktuellen Dax-Stand von 4.000 Euro den Turbo-Bear für 110 Euro (4.100 minus 4.000 plus Aufgeld). Fällt der Dax auf 3.900 Euro, ist der Turbo-Bear 210 Euro wert (4.100 minus 3900) - das Aufgeld konstant gelassen. Steigt dagegen der Dax auf 4.100 Euro, verliert der Anleger seinen Einsatz.

#### Kurs fällt demnächst deutlich

Put-Optionsscheine sind das Gegenstück zu Call-Optionsscheinen bei fallenden Kursen. Der Anleger erzielt Gewinne, wenn sich die Märkte auf Talfahrt befinden. Der Preis des Put-Optionsscheines ergibt sich aus der Differenz des Basispreises und dem niedrigeren aktuellen Kurs des Basiswertes, dem sogenannten inneren Wert. Während der Laufzeit kommt ein Aufgeld hinzu, auch Zeitwert genannt, in dem sich die Chance auf einen weiteren Gewinn bis zum Ende der Laufzeit des Optionsscheines widerspiegelt. Beim Put-Optionsschein gilt: Wenn der Kurs des Basiswertes am Ende der Laufzeit nicht unter dem Basispreis liegt, verfällt er wertlos.





#### ■ Anlageprodukte

Die meisten derivativen Anlageprodukten eignen sich für die längerfristige Geldanlage als unmittelbares Substitut für Aktien. Dennoch: Auch bei ihnen sind grundsätzlich Verluste möglich, mit Ausnahme von Garantie-Produkten. Typisch für die meisten Anlageprodukte ist, daß der Anleger auf Dividenden verzichtet er setzt dafür auf überproportionale Erträge in einem bestimmten Kursszenario des Basiswertes. Hier die wichtigsten Szenarien, wieder sortiert nach erwarteter Kursentwicklung.



In jeder Situation...

#### **Kurs steigt stetig**

Index- und Strategie-Zertifikate gewinnen an Wert, wenn generell die Kurse an einem Aktienmarkt oder von einer Gruppe von Aktien steigen. Das Gewinnpotential ist nach oben unbegrenzt. Die häufig sogar unbegrenzte Laufzeit der Zertifikate bietet die Chance, auf Sicht von mehreren Jahren an einem Aufschwung teilzunehmen. Steigt der Basiswert, gewinnt das Zertifikat eins zu eins an Wert.

Index-Zertifikate setzen auf einen bekannten Aktienindex, der sich aus einer genau festgelegten Zahl von Aktien zusammensetzt. Bei Strategie-Zertifikaten stellt der Emittent selbst nach bestimmten Gesichtspunkten einen Korb von Aktien zusammen. Anleger profitieren voll von den Kurssteigerungen der einzelnen Aktien. Bei fallenden Kursen verlieren sie jedoch genauso viel, als hätten sie alle Einzelwerte im Depot. Der Vorteil der Zertifikate gegenüber dem Kauf einzelner Aktien liegt darin, daß man nicht nur auf einen einzigen Wert, sondern auf eine ganze Reihe von Aktien setzt und so das Risiko streut.

#### Kurs steigt längerfristig

Der Anleger erwartet längerfristig steigende Kurse, möchte aber das für Aktien typische Verlustrisiko ausschließen. Bei Garantie-Zertifikaten erhält er bei Fälligkeit auf jeden Fall einen bereits beim Kauf feststehenden Rückzahlungsbetrag. Das ist garantiert. Diese Zahlung erhöht sich um einen Zusatzbetrag, sofern sich ein bestimmter Aktienindex positiv entwickelt. Die volle Garantie greift aber erst zum Laufzeitende. Wie andere Zertifikate investieren auch Ga-

rantie-Zertifikate in einen bestimmten Aktienmarkt, in der Regel in einen bekannten Aktienindex. Der Preis der Garantie: Die Gewinnchancen sind unbegrenzt, aber die Partizipation ist in der Regel geringer als eins zu eins.

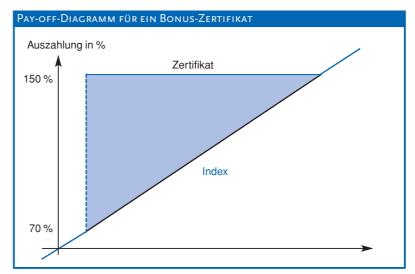
#### **Beispiel**

Liegt der Dax am Ende der Laufzeit unter 4.000 Punkten, erhält der Anleger in diesem Beispiel seinen garantierten Rückzahlungsbetrag. Bei einem Dax-Stand über 4.000 Punkten partizipiert der Anleger zusätzlich an der positiven Entwicklung.

Der Anleger erwartet längerfristig steigende Kurse für eine bestimmte Aktie oder einen Index. Einen starken Kursrutsch schließt er aus. Vor diesem Szenario sind Bonus-Zertifikate eine exzellente Wahl. Sie bieten dem Anleger einen Mindestgewinn, sofern der Basiswert während der Laufzeit eine bestimmte Barriere nach unten nicht durchbricht. Und liegt der Basiswert am Ende der Laufzeit über dem Bonus-Niveau, dann partizipiert der Anleger 1:1 am Anstieg, und zwar unbegrenzt nach oben.

#### **Beispiel**

Der Anleger hat ein Bonus-Zertifikat auf den Dow Jones Euro STOXX 50 gekauft. Schwankt der DJ Euro STOXX 50 zwischen 70 und 150 % seines Ausgangswerts, ist der Bonus von 50 %



auf den Emissionspreis dem Anleger sicher. Wenn sich der Index außerhalb dieses Rahmens bewegt, verhält sich das Bonus-Zertifikat wie ein normales Index-Zertifikat.

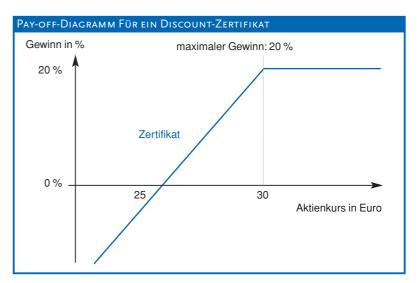
#### Kurs bewegt sich seitwärts

Wenn der Anleger erwartet, daß der Kurs sich seitwärts oder moderat aufwärts bewegt, sind Discount-Zertifikate oder Aktienanleihen interessant. Mit Discount-Zertifikaten gewinnen die Anleger bereits, wenn sich der Basiswert seitwärts bewegt. Die Gewinnchancen sind durch einen Höchstbetrag, den sogenannten Cap, begrenzt. Außer in Zeiten, in denen Aktien und Indices einen Höhenrausch erleben, bringen Discount-Zertifikate einen höheren Gewinn als Aktie oder Index. Einen Verlust erleidet der Anleger nur dann, wenn der Wert der Aktie bei Verfall unter dem Kaufpreis für das Discount-Zertifikat notiert.

#### **Beispiel**

Ein Anleger kauft für 25 Euro ein Discount-Zertifikat auf eine Aktie. Aktuell notiert die Aktie bei 32 Euro. Steigt oder stagniert die Aktie, erhält der Anleger maximal den Cap, in diesem Beispiel 30 Euro. Fällt die Aktie unter 25 Euro, beginnt die Verlustzone.

Mit Aktienanleihen können Anleger hohe Zinszahlungen erhalten, wenn sich die Aktie, auf die sich die Aktienanleihe bezieht,



seitwärts bewegt oder steigt. Bei Aktienanleihen möchte der Anleger Zinsen erwirtschaften im Gegensatz zum Discount-Zertifikat, bei dem er Kursgewinne erzielen will.

Bei Aktienanleihen muß man zwischen der Zahlung der Zinsen und der Rückzahlung des Kapitals unterscheiden. Die überdurchschnittlich hohen Zinsen erhält der Anleger in jedem Fall, die Rückzahlung des Kapitals ist jedoch an eine bestimmte Aktie gebunden. Liegt der Kurs der Aktie am Stichtag auf oder über

Anzeige

## Profitable Handelsstrategien

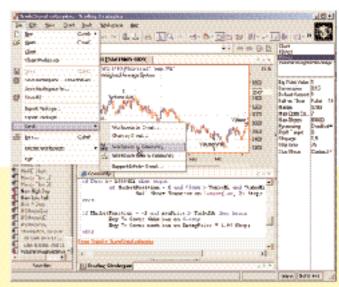
#### entwickeln, testen und optimieren

Erstellen und testen Sie ihre Handelsstrategien ab sofort mit TradeSignal enterprise und der Formelsprache Equilla. Finden Sie jetzt die profitablen Ein- und Ausstiegszeitpunkte noch bevor Sie auch nur einen Euro investieren. Prüfen Sie, welche Candlestick-, Bar Chart- oder Point & Figure-Formationen welchen Ertrag bringen. Verwenden Sie selbstgeschriebene Indikatoren in Ihren Strategien.

Der integrierte Optimizer unterstützt Sie bei der Verbesserung ihrer Trading-Ideen. Ein umfassender Performance Report mit über 30 Beurteilungskriterien wie Net Profit, Maximum Drawdown oder Profit Ratio sagt Ihnen, ob Ihre Strategie konstante Gewinne erwirtschaftet hat.

Equilla "versteht" nahezu vollständig den Befehlssatz der Easy-Language™ von TradeStation™. Der Einstieg in das Thema "Strategieentwicklung" wird dadurch für Anfänger sehr einfach, denn es muss keine neue Sprache erlernt werden. Profis, die bereits mit diesem Produkt Strategien erstellt haben, können diese weiter nutzen und mit Equilla ausbauen.

Testen Sie jetzt TradeSignal enterprise mit Equilla – the traders language. Weitere Informationen und Download im Internet unter http://www.technical-investor.de/tse/



Erstellen, testen und optimieren Sie jetzt schnell und einfach füre Handelustrategien mit Equilla - sie trader's language.





...das passende Vehikel

dem Basispreis, wird der Nennbetrag der Anleihe in Geld ausbezahlt. Liegt der Kurs darunter, erhält der Anleger eine vorher festgelegte Zahl von Aktien. Wenn der Kaufpreis der Anleihe höher war als die Zinszahlung und der aktuelle Kurswert der Aktie, verbucht der Anleger einen Verlust.

Sofortiger Kursanstieg, längerfristiger Seitwärtsmarkt oder aber deutlicher Rückgang des Basiswertes - egal welche Kurserwartung, mit derivativen Wertpapieren lassen sich bei allen Marktentwicklungen Gewinne erzielen. Anleger sollten sich dabei weniger an den teilweise exotischen Bezeichnungen der Zertifikate orientieren, sondern sich die beschriebenen Basisfunktionen von Derivaten einprägen. Denn entscheidend für den Anlageerfolg mit Derivaten sind zum einen eine klare Meinung zur künftigen Marktentwicklung und zum anderen das Verständnis, welche Produkte in dem Fall die Gewinnchance maximieren und gleichzeitig das Risiko minimieren können.



Der kostenlose Online-Börsenbrief jeden Dienstag ab 17.00 Uhr unter

www.smartinvestor.de

## 100 % Benchmark

Mit Index-Zertifikaten eins zu eins an der Marktentwicklung partizipieren

Von Katrin Gögele aus dem Derivate-Sales-Team der Raiffeisen Centrobank

Index-Zertifikate erweisen sich oftmals als bessere Investmentalternative und eignen sich sowohl für Profis als auch Einsteiger zur optimalen Portfolio-Diversifizierung. Über einen Anlagehorizont von zehn Jahren betrachtet kann man bei Aktieninvestments mit durchschnittlichen Renditen von 8 bis 10 % pro Jahr rechnen. Trotz dieser rosigen Aussichten scheint die Umsetzung hinsichtlich der Auswahl der Aktien sowie der Transaktionskosten eines ausreichend diversifizierten Portfolios schwierig. Als Abhilfe stehen dem Anleger seit etwas mehr als zehn Jahren die sogenannten Index-Zertifikate zur Verfügung, welche sich zunehmender Beliebtheit erfreuen - und der Trend ist noch lange nicht gebrochen.

#### Viele Vorteile

Als börsennotierte Wertpapiere eignen sich Index-Zertifikate als Ausgangsbasis für jedes Depot. Wie bei Investmentfonds, die einen bestimmten Index als Benchmark "tracken", kauft der Anleger einen Index und partizipiert an der Entwicklung des zugrundeliegenden Marktes. Es entfällt somit die aufwendige und schwierige Auswahl einzelner Aktien, und der Investor hat außerdem den Vorteil einer wesentlich größeren Risikostreuung. Der Emittent von Index-Zertifikaten verpflichtet sich außerdem, für seine Produkte stets aktuelle Geld- und Briefkurse zu stellen. Durch diese Liquidität hat der Anleger die Möglichkeit, rasch und effizient auf kurzfristige Marktentwicklungen zu reagieren. Diese neuen Veranlagungsformen bieten neben breiter Diversifikation und geringen Kosten auch steuerliche Vorteile. Nach Ablauf der Spekulationsfrist von einem Jahr sind die Kursgewinne in der Regel steuerfrei.



#### Abbild des Marktes

Index-Zertifikate stehen als Überbegriff für Zertifikate, deren Basiswert sich aus einem diversifizierten Portfolio zusammensetzt. Mit einem Index werden in einer einzigen Zahlenreihe die Kursbewegungen von repräsentativen Aktien zusammengefaßt, um große Tendenzen schnell erkennen zu Aktienindikönnen. ces vermitteln somit einen einfachen Überblick über die Aktienbestimmter märkte



Katrin Gögele

Regionen oder Branchen. In dieser Eigenschaft dienen Indices oftmals als Vergleichswert (Benchmark) für die Performance von Fonds und Vermögensverwaltern. Die Berechnung und Veröffentlichung von Aktienindices erfolgt fortlaufend durch den jeweiligen Anbieter (z.B. Deutsche Börse AG für den Dax bzw. STOXX Ltd. für den EuroSTOXX50). Um eine dauerhaft realistische Abbildung der Marktverhältnisse zu gewährleisten, wird die Index-Zusammensetzung und -gewichtung in regelmäßigen Abständen überprüft und falls nötig angepaßt. Neben offiziellen Indices besteht auch die Möglichkeit, Aktien nach freier Wahl in einem Basket (= engl. für "Korb") zusammenzufassen und auf diese Zertifikate zu begeben. Die Aktienkörbe sind entweder statisch oder dynamisch konzipiert, wobei bei letzterem die Anzahl, Gewichtung und gegebenenfalls ein Austausch der Aktien innerhalb bestimmter Grenzen vorgenommen werden kann. Während Indices also von unabhängigen Komitees laufend aktualisiert werden, ist bei Basket-Konstruktionen immer der Emittent für die Zusammensetzung verantwortlich.

#### Reverse Index-Zertifikate

Während man bei herkömmlichen Index-Zertifikaten auf steigende Kurse setzt, profitiert man bei den Reverse Index-Zertifikaten, auch Short-Zertifikate genannt, von fallenden Aktienmärkten. Die Funktionsweise des Zertifikates ist einfach. Der aktuelle Wert des Zertifikates bzw. der Einlösungskurs am Fälligkeitstag ergibt sich aus der Differenz zwischen dem deutlich über dem aktuellen Kurs des Basiswertes liegenden Ausübungs-

preis vom jeweils aktuellen Indexstand unter Berücksichtigung des Bezugsverhältnisses. Fällt der Index, so steigt das Zertifikat im Preis, steigt er, so verringert sich der Preis des Zertifikates. Bei Erreichen des Ausübungspreises wird das Zertifikat vom Markt genommen, und der eingesetzte Betrag geht verloren. Im Prinzip sind diese Zertifikate als Turbo-Zertifikate (sh. auch Artikel auf S. 26 und S. 46) konstruiert, die mit einem extrem weit entfernten Ausübungspreis ausgestattet sind und daher lediglich einen geringen Hebel aufweisen. Reverse Index-Zertifikate ermöglichen somit neben der erfolgreichen Spekulation in Zeiten fallender Märkte eine effiziente Absicherung für bestehende Aktienportfolios.

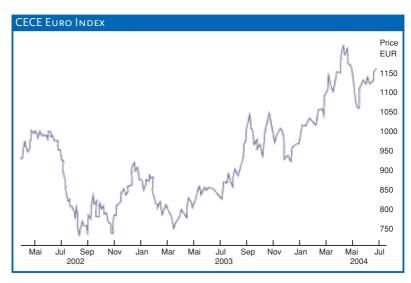
#### Vor- und Nachteile zu Fonds

Die einzelnen Aktien aus einem Index entwickeln sich im Zeitablauf immer unterschiedlich. Während man-

che Aktien an Wert zulegen, müssen andere Titel Verluste hinnehmen. Auch Fondsmanager können, nicht zuletzt aufgrund von gesetzlichen Restriktionen, nicht immer ins Schwarze treffen. Auch hohe Ausgabeaufschläge und Verwaltungsprovisionen drücken die Wertentwicklung vieler Aktienfonds. In den vergangenen zehn Jahren schnitten mehr als 85 % aller europäischen Aktienfonds schlechter als der internationale Vergleichsindex MSCI Europa ab. Im Gegensatz zu Fonds, die versuchen, eine Benchmark zu übertreffen, ist bei Zertifikaten eine Outperformance zum zugrundeliegenden Index nicht zu erwarten, da das Zertifikat immer die Wertentwicklung des Index eins zu eins abbildet. Indexzertifikate sind daher als Alternative zu Aktienfonds dank geringerer Gebühren und leicht nachvollziehbarer Wertentwicklung meist die bessere Wahl. Nur einen Nachteil gegenüber Investmentfonds sollte der Anleger nicht vergessen. Bei Zertifikaten handelt es sich um Anleihen, d.h. von Banken emittierte Schuldverschreibungen. Anders als bei Fonds, die zum sogenannten Sondervermögen zählen und man daher im Falle des Konkurses zumindest mit einer teilweisen Tilgung rechnen kann, muß man bei Zertifikaten auf die Bonität des Emittenten achten.

#### Performance-versus Kursindex

Indices werden entweder als Performance- oder Kursindices berechnet. Zu den Kursindices zählen u.a. der EuroSTOXX 50, S&P 500, Nikkei 225. Als Performance-Index ist z.B. der Dax zu nen-



nen. Bei den sogenannten Kursindices, die die Mehrheit unter den Indices darstellen, werden ausschließlich die Kurse der zugrundeliegenden Aktien zusammengefaßt. In einen Performance-Index werden zusätzlich Kapitalveränderungen und Dividendenausschüttungen miteinbezogen. Die Performance-Index-Zertifikate haben zudem den Vorteil, daß die indirekten Dividendenzahlungen steuerfrei bleiben. Bei Index-Zertifikaten auf einen Preisindex fällt die Kursentwicklung des Basisindex niedriger aus, sie werden aber im Gegenzug mit einem Preisnachlaß gehandelt.

#### Wer die Wahl hat ...

Je nach Risikobereitschaft und Markterwartung kann sich jeder Anleger aus der Fülle an Index-Zertifikaten sein persönliches Portfolio konstruieren. Die Spanne reicht von Index-Zertifikaten auf die international bedeutendsten Börsen bis hin zu branchen- und länderspezifischen Indices.

#### Ein Beispiel

Der CECE Euro Index – zur Zeit sicherlich die bedeutendste Osteuropa-Benchmark - beinhaltet die größten Blue Chips der neuen EU-Mitglieder Polen, Ungarn und der Tschechischen Republik. Diese drei Länder gelten hinsichtlich des Kapitalmarktes als am weitesten entwickelt und sind in dem von der Wiener Börse berechneten Index zusammengefaßt. Durch die geringe Korrelation zu den etablierten Börsen Europas gilt heute mehr

> denn je, daß die osteuropäischen Märkte zur Risikostreuung gut geeignet sind. Mit dem Index-Zertifikat auf den CECE Euro ist der Anleger in der Lage, einfach und unkompliziert die Chancen der Ostmärkte zu nützen.



In Osteuropa geht die Post ab, warum nicht auch im Depot?

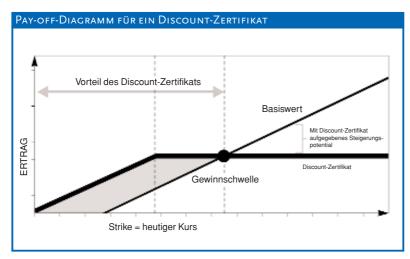
## Spekulieren mit angezogener Handbremse

Discount-Zertifikate bieten attraktive Renditen in mageren Börsenzeiten

Das Marktsegment der Zertifikate, vor wenigen Jahren noch kaum existent, hat in Deutschland einen ungeahnten Boom erlebt. Vor allem Discount-Zertifikate werden bei Privatanlegern immer beliebter, bieten sie doch die Möglichkeit, eine Aktie oder einen Index zu einem Preis zu erwerben, der unter dem aktuellen Kurswert oder Indexstand liegt. So ergibt sich die Möglichkeit, auch in flauen Börsenzeiten attraktive Renditen zu erzielen. Wie alle strukturierten Finanzprodukte ist das Discount-Zertifikat eine Kombination mehrerer Kauf- und/oder Verkaufsvorgänge. Ein solches Zertifikat auf eine Einzelaktie entspricht zum Beispiel dem Kauf dieser Aktie zum aktuellen Kurswert in Kombination mit dem Verkauf einer Kaufoption. Das durch diesen Verkauf vereinnahmte Geld reduziert den Kaufpreis der Aktie und ergibt somit den Discount (= Preisabschlag). Der Nachteil dabei: Steigt die Aktie über den Ausübungskurs (Strike) der Kaufoption, dann wird deren Käufer sein Optionsrecht ausüben und die Aktie anfordern. Der bisherige Eigentümer der Aktie muß sie ihm zu diesem Preis überlassen und kann daher von weiteren Kurssteigerungen nicht mehr profitieren. Es gibt also eine Obergrenze (Cap) für seine Gewinnmöglichkeiten. Dies ist der Preis, den er für den Discount zahlen muß, denn an der Börse wird nichts verschenkt.

#### Nichts Neues unter der Sonne

Diese Strategie ist alles andere als neu. Die Eigentümer großer Aktienbestände steigern ihre Gesamtrendite schon seit Jahrzehnten, indem sie sogenannte Stillhaltergeschäfte eingehen, also regelmäßig Kaufoptionsscheine auf ihre Aktien verkaufen. Dies in der Hoffnung, daß der Kurs nicht über den Basispreis des Calls steigt, das Optionsrecht somit wertlos verfällt und sie



Quelle: UBS



ihre Aktien behalten können, um bei nächster Gelegenheit wieder Calls zu verkaufen. Allerdings war und ist diese Strategie eine Spielwiese der Profis. Das eigentliche Verdienst und sicher auch der Grund für den enormen Erfolg der Discount-Zertifikate war es, diese Vorgehensweise in einem maßgeschneiderten Produkt zusammenzufassen, das jeder Privatanleger kaufen kann.

#### Der Cap entscheidet

Man muß dabei allerdings wissen, daß sich die Höhe des Discounts und die maximalen Gewinnchancen eines solchen Papiers

> entgegengesetzt zueinander verhalten. In aller Regel werden Discount-Zertifikate emittiert, deren Gewinnobergrenzen (Caps) mehr oder weniger deutlich über dem aktuellen Aktienkurs oder Indexstand liegen. Je größer dieser Abstand, desto unwahrscheinlicher ist es für einen Optionskäufer, daß dieses Niveau während der Laufzeit des Optionsrechts erreicht wird. Daher wird durch den Verkauf dieses Rechts auch ein verhältnismäßig niedriger Erlös erzielt oder, mit anderen Worten: Der Discount fällt sehr niedrig aus. Bei sogenannten Deep-Discount-Zertifikaten sieht die Sache ganz anders aus. Hier liegt der Strike (Cap) unterhalb des aktuellen Kurswerts. Daher ist ein erheblicher Discount möglich, weil das Optionsrecht teuer verkauft werden kann, doch die Gewinnmöglichkeiten des Zertifikat-Inhabers in einem steigenden Markt sind sehr beschränkt.

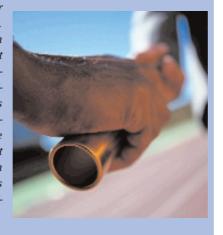
#### ROLLING-DISCOUNT-ZERTIFIKATE

Als vor einigen Jahren die ersten Index-Zertifikate auf den Dax an den Markt kamen und altgedienten Fondsmanagern Schweißperlen auf die Stirn trieben, wurde gern auf die begrenzte Laufzeit dieser Papiere hingewiesen, die man als Nachteil gegenüber einem Fondsinvestment interpretierte. Schon wenig später gab es Index-Zertifikate mit unbegrenzter Laufzeit, denn wo ein Markt ist, da ist auch ein Produkt.

Auch die ersten Discount-Zertifikate waren mit begrenzter Laufzeit ausgestattet, und die meisten Neuemissionen in diesem Marktsegment sind es immer noch, weil es genügend Anleger gibt, die sich die Prognose der Entwicklung von Einzelaktien, Indices oder Währungen für einen exakt definierten Zeitraum zutrauen. Dennoch gibt es seit Ende 2002 auch Discount-Papiere mit unbegrenzter Laufzeit. Man nennt sie Rolling-Discount-Zertifikate, und es gab gute Gründe dafür, solche Produkte zu emittieren. So wiesen herkömmliche Discount-Zertifikate mit kurzen Restlaufzeiten oft sehr attraktive Discounts auf. Wegen relativ hoher Transaktionskosten erwiesen sich solche Papiere für Privatanleger aber auf den zweiten Blick als gar nicht so attraktiv. Schwerwiegender war und ist, daß bei Papieren mit einer Restlaufzeit von maximal zwölf Monaten Erträge zwangsläufig in die Spekulationsfrist fallen und damit steuerpflichtig sind.

Mit Rolling-Discount-Zertifikaten lassen sich diese Nachteile umgehen. Hier wird seitens des Emittenten regelmäßig in Discount-Papiere mit einer Restlaufzeit von einem Monat umgeschichtet. Der Inhaber muß also sein Depot nicht umschichten (denn das tut sozusagen der Emittent für ihn), kann aber dennoch von den hohen Discounts der Kurzläufer profitieren. Wer sich für solche Papiere interessiert, muß sich vor einer

Kaufentscheidung unbedingt genau über die Emissionsbedingungen informieren. Ein wichtiger Punkt sind die anfallenden Managementgebühren. Wichtiger aber ist die Frage, wie nach der monatlichen Umschichtung der Cap adjustiert wird. Bei einigen Papieren entspricht der Cap jeweils dem Indexstand zum Zeitpunkt der Umschichtung, bei anderen werden gleitende Durchschnitte herangezogen. Verbreitet sind Rolling-Discount-Zertifikate auf den Dax und auf den EuroSTOXX 50, wobei es auch hier die Deep-Discount-Variante für risikoaverse Anleger gibt.



#### Auf die richtige Einschätzung kommt es an

Wie immer an der Börse kommt es letztlich auf die zutreffende Einschätzung künftiger Kursentwicklungen an, und das läßt sich am besten anhand eines Beispiels illustrieren. Nehmen wir an, die Aktie XYZ koste an der Börse gerade 40 Euro. Auf diese Aktie gibt es mehrere Discount-Zertifikate mit einer Restlaufzeit von jeweils 15 Monaten. Zum Beispiel eines mit einer Gewinnobergrenze von 44 Euro, das derzeit 37 Euro kostet. Steigt die Aktie auf 44 Euro oder höher, so erhält der Anleger am Laufzeitende 44

Euro je Zertifikat. Bleibt sie unter diesem Kurs, erhält er die in den Emissionsbedingungen festgelegte Zahl von Aktien. Ein anderes Zertifikat auf dieselbe Aktie weist einen Cap von 38 Euro auf, kostet aber nur 31 Euro. Nun hat der Anleger verschiedene Wahlmöglichkeiten. Rechnet er mit sinkenden Kursen, sollte er sich für die Deep-Discount-Variante entscheiden. Bei einem deutlichen Kursrückgang wäre er sogar gut beraten, sich vom Aktienmarkt ganz zurückzuziehen und sein Kapital in festverzinsliche Wertpapiere zu stecken oder am Geldmarkt zu "parken". Hält er einen moderaten Kursanstieg von maximal 10 % für wahrscheinlich, der folglich nicht über den Cap von 44 Euro hinausreichen wird, ist das erstgenannte Zertifikat eine gute Wahl. Rechnet er aber mit einem rasanten Kursanstieg, dann sollte er auf den Discount verzichten und direkt in die Aktie investieren, da der über den Cap hinausreichende Kursanstieg den Discount übersteigt.



#### Von Volatilitätsschwankungen profitieren

Ein sehr wichtiger Aspekt erwächst aus der modernen Optionspreistheorie: Der Discount wird ja ausschließlich dadurch möglich, daß eine Kaufoption auf die Aktie oder den Index verkauft und der Erlös vom aktuellen Börsenkurs abgezogen wird. Optionsrechte sind ceteris paribus desto wertvoller, je höher die implizite Volatilität (die am Markt erwartete Kursschwankungsbreite) des Basisobjekts liegt. Man kann das Recht, eine Aktie oder einen Index zu einem fixen Preis zu erwerben, also teuer verkaufen, wenn alle Welt mit heftigen Kursausschlägen in den kommenden Monaten rechnet. Anders ausgedrückt: Da Discount-Zertifikate konstruktionsbedingt den Verkauf einer Kaufoption beinhalten, sind die Käufer solcher Zertifikate Verkäufer von Volatilität. Daher kann es sinnvoll sein, in Zeiten hoher Volatilität solche Papiere zu erwerben, weil eine hohe erwartete Kursschwankungsbreite hohe Discounts ermöglicht, und sie, ohne das Laufzeitende abzuwarten, wieder zu verkaufen, nachdem die implizite Volatilität deutlich gesunken ist.

Horst Fugger

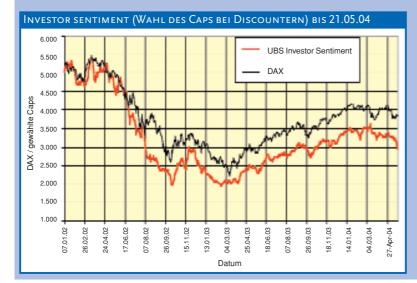
#### SENTIMENT-INDIKATOR DER UBS

Sentiment-Indikatoren liefern wertvolle Informationen darüber, wie die aktuelle Börsensituation von der Mehrheit der Marktteilnehmer eingeschätzt wird. In der Regel ist man gut beraten, das Gegenteil dessen zu tun, was die Mehrheit für richtig hält. Manche Indikatoren werten aus, was Experten über die Börse oder über bestimmte Aktien sagen und schreiben. Noch wertvoller sind solche, die messen, was Investoren tatsächlich tun.

UBS als Marktführer bei Discount- und Rolling-Discount-Zertifikaten hat kürzlich eine interessante Studie zum Thema Sentiment vorgelegt. Ausgewertet wurden 12.300 Zertifikatkäufe im Zeitraum zwischen dem 1.1.2002 und dem 21.5.2004. Beim Kauf von Discount-Zertifikaten drückt die Auswahl der Kursobergrenze (Cap) sehr direkt



aus, welches Potential die Anleger der betreffenden Aktie oder dem Index zutrauen. Wer einen Cap unterhalb des aktuellen Kursniveaus wählt, sieht für die nähere Zukunft schwarz.



Anfang 2002 sahen die Anleger die Zukunftsaussichten recht neutral, denn sie entschieden sich in der Regel für Caps, die dem aktuellen Niveau entsprachen. Die schwache Börsentendenz führte bis zum Herbst 2002 dazu, daß Caps gewählt wurden, die deutlich unter diesem Niveau lagen. Kurz vor Beginn der starken Aufwärtsbewegung im März 2003 hatte der Optimismus der Anleger einen Tiefpunkt erreicht. Im ersten Quartal 2004 wurden die Investoren ein wenig mutiger, doch inzwischen hat der Trend wieder gedreht: Der Sentiment-Index ist seit März von minus 12,7 auf minus 22,5 % gefallen. Dies bedeutet, daß die gewählten Caps im Schnitt um 22,5 % unter dem aktuellen Niveau liegen. Das spricht dafür, daß wir in den kommenden Monaten eine recht freundliche Börsentendenz sehen werden.

## Die Börse – mit Sicherheit!

Funktionsweise und Varianten von Garantie-Zertifikaten

Von Dirk Winkler\*, WestLB AG

Der Abschwung an den weltweiten Börsen zum Beginn des neuen Jahrtausends zeigte den Anlegern, daß die viel zitierte Weisheit "Die Börse ist keine Einbahnstraße" keine Mär von Börsenprofis ist. Die veränderte Börsensituation erzeugte neue Anlagebedürfnisse, die es galt zu befriedigen. In dieser Phase kam es zur (Wieder-) Geburt der Garantie-Zertifikate. Garantie-Zertifikate wurden bereits in den 90er Jahren emittiert. Die Nachfrage bei Anlegern war damals aufgrund der aufkommenden Börsenhysterie zurückhaltend. Dennoch spielten Garantie-Zertifikate bereits zu dieser Zeit eine große Rolle bei Versicherungen und Pensionskassen. Auch im beginnenden Börsenaufschwung im Jahr 2003 und der Konsolidierungsphase in 2004 zeigen Garantie-Zertifikate, was sie zu leisten im Stande sind. Dies auch vor dem Hintergrund der weltweiten Sicherheitslage.

#### Ein Produkt - zwei Bestandteile

Garantie-Zertifikate bestehen grundsätzlich aus zwei Komponenten. Der überwiegende Teil eines Garantie-Zertifikates wird in sogenannte "Nullkupon-Anleihen" bzw. festverzinsliche Anleihen investiert. Diese Anleihenkomponente sorgt für den vollständigen Kapitalerhalt bei Fälligkeit des Zertifikates. Die Kapitalgarantie greift somit erst vollständig zur Endfälligkeit. Bei einem zwischenzeitlichen Verkauf kann der Kurs ienseits der 100%-Linie notieren, so daß während der Laufzeit Verluste möglich sind. Der verbleibende Teil der Anlagesumme wird schließlich dazu genutzt, die Ertragskomponente für das Zertifikat zu bestimmen. In der Regel werden dafür Derivate, also Optionen und Futures, genutzt. Diese stellen eine entsprechende Gewinnmöglichkeit an der Entwicklung von Aktien-, Zins- oder Rohstoffmärkten dar, je nach spezifischer Ausgestaltung des Zertifikates.

#### BESTANDTEILE EINES GARANTIE-ZERTIFIKATES Gewinn durch Anlagewert in Option Prozent wertloser Verfall 100 der Option Option 75 Zerobond / festverzinsliche Anleihe 50 Kapitalgarantie zum Ende der Laufzeit Laufzeit in Jahre 2 5

Quelle: WestLB

#### Ein Name - viele Variationen

Der Begriff "Garantie-Zertifikat" steht stellvertretend für eine Fülle von verschiedenen Variationen. Dabei haben sich keine einheitlichen Namen für gleiche Varianten gebildet, so daß der Markt für Außenstehende nur schwer zu überschauen ist. Der Grund liegt bei den Emittenten, die bestehende Strukturen am Markt aufgreifen und wiederum um neue Eigenschaften ergän-



Dirk Winkler

zen und verbessern. Auf diese Weise gleicht das eine Produkt kaum dem anderen. Dennoch läßt sich das Angebot grob unterscheiden:

Zunächst ist die Gliederung nach der Art der "Garantie" der entscheidende Punkt. Nicht alle Produkte, die sich als Garantie-Zertifikate bezeichnen, besitzen diese vollständig. Bei einigen Zertifikaten ist die Garantie abhängig vom Eintreten besonderer Marktverhältnisse. Hier muß zunächst eine besondere Marktentwicklung entstehen, bevor das eingesetzte Kapital gesichert

> wird. Diese Art von Zertifikaten läßt sich als "unechte" Garantie-Zertifikate bezeichnen. Anleger haben also durchaus ein Verlustrisiko bei unechten Garantie-Zertifikaten, da hier beim Ausbleiben der entsprechenden Marktsituation das Kapital nicht abgesichert ist.

> Kommen wir zu den "echten" Garantie-Zertifikaten. Diese besitzen mit Emission eine Kapitalgarantie, das heißt die Rückzahlung des Kapitals zur Fälligkeit wird

<sup>\*)</sup> Dirk Winkler ist Produktspezialist bei der WestLB AG im Bereich Equity Markets und zuständig für Retail-Produktentwicklung, Marketing und Vertrieb

vom Emittenten zugesagt. Unterschiede bestehen allerdings hinsichtlich der Höhe der Kapitalgarantie. Nicht alle Zertifikate versprechen eine Rückzahlung von 100 % des investierten Kapitals. Die Rückzahlungsquoten können entsprechend der Risikobereitschaft der Anleger variieren. Auf der anderen Seite werden zu 100 % kapitalgarantierte Produkte nach der Art des Ertrages unterschieden.

#### Partizipationsanleihen -**Mutter aller Garantie-7**ertifikate

Die ersten Garantie-Zertifika-

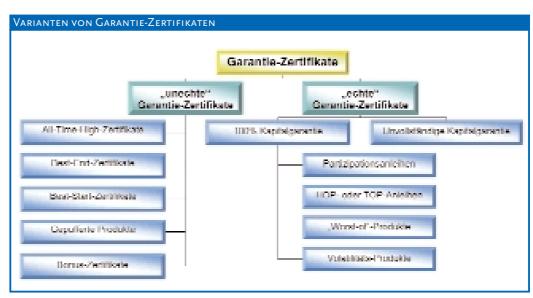
te waren die so genannten Partizipationsanleihen. Hier handelt es sich in der Regel um 100 % kapitalgarantierte Zertifikate, die an der positiven Entwicklung eines Index teilhaben. Die positive Partizipation am Index beträgt normalerweise 50 bis 100 %, abhängig von der Laufzeit des Zertifikates und der Art des Index. Höhere Partizipationsraten lassen sich dabei z.B. durch "asiatische Optionen" - Optionen, die nicht einen Feststellungstag für die Höhe der Rückzahlung haben, sondern einen Durchschnitt aus Kursen an verschiedenen Feststellungstagen bilden - erreichen. Der Vorteil für den Anleger besteht darin, nicht von der Kursentwicklung an einem Tag abhängig zu sein, sondern von dem Durchschnitt, der aus mehreren Kursen gebildet wird und der für die Rückzahlung der Partizipationsanleihe maßgeblich ist zu profitieren. Partizipationsanleihen gehören zum Standardrepertoire eines jeden Emittenten.

#### HOP- oder TOP-Anleihen - Zinssätze wie bei Junk-Bonds

Der Begriff "HOP- oder TOP-Anleihen" spiegelt auf der einen Seite die überproportionalen Ertragschancen dieser Art von Zertifikaten wider, zeigt aber auf der anderen Seite auch, daß Ertragserwartungen bitter enttäuscht werden können. HOP- oder TOP-



Anleihen versprechen zunächst einen hohen - meist zweistelligen - jährlichen Zinssatz. Dieser kommt dann zur Auszahlung, wenn Aktien aus einem Aktienkorb gegenüber ihrem bei Emission festgestellten Wert nicht mehr als einen festgelegten Prozentsatz verloren haben. Fällt eine oder mehrere Aktien unter diesen Wert, reduziert sich der Zinssatz in der Regel erheblich bzw. vollständig, so daß die Ertragserwartungen nicht erfüllt werden. Diese Art von Produkten variiert in vielerlei Hinsicht. So haben einige Produkte eine tägliche Beobachtung, ob Aktien unter den Referenzwert fallen, während andere Produkte nur monatlich einen Feststellungstag haben. Zudem bieten viele dieser Strukturen einen garantierten Mindest-



Quelle: WestLB

zinssatz, so daß auch im ungünstigsten Fall das angelegte Kapital verzinst wird, wenn auch gering. HOP- oder TOP-Anleihen hatten ihre Boomphase im Jahr 2002. Zur Zeit gibt es nur wenige Neuemissionen, die diesem Produktprofil entsprechen.

#### Lock-In-Anleihen -

#### Garantierter hoher Kupon, unbegrenzte Zinschance

Eine neue Struktur zeigt deutlich, welche Kombinationsmöglichkeiten und Ertragschancen bei Garantie-Zertifikaten möglich sind. Lock-In-Anleihen bieten in der Regel eine garantierte Mindestverzinsung über die Gesamtlaufzeit. Eine Zusatzverzinsung ist, wie so oft bei Garantie-Zertifikaten, an die Wertentwicklung eines Aktienkorbes gebunden. Aus diesem Aktienkorb wird jährlich die Aktie ausgewählt, die gegenüber ihrem Anfangswert bei Emission die geringste, das heißt schlechteste Wertentwicklung vollzogen hat. Diese Wertentwicklung wird in Prozent gewichtet und zu einem so genannten Basiszinssatz addiert. Das Ergebnis stellt die Verzinsung für die vorher abgelaufene Zinsperiode dar. Dieser gezahlte Zinssatz wird innerhalb der Produktstruktur zur neuen Mindestverzinsung für die folgenden Jahre. Somit kann bei dieser Art von Garantie-Zertifikaten die Verzinsung von Jahr zu Jahr nur ansteigen. Darüber hinaus gibt es Varianten, die zusätzlich Jahr für Jahr die Aktie mit der negativsten Wertentwicklung aus dem Korb herausnehmen, so daß diese Aktie für die jährliche Betrachtung nicht mehr relevant ist. Lock-In-Anleihen sind relativ neu am Kapitalmarkt. Viele namhafte Emittenten haben mittlerweile solche Garantie-Zertifikate herausgebracht.

#### Garantie-Zertifikate - nicht nur für die Baisse geeignet!

Garantie-Zertifikate haben sich zu attraktiven Anlageprodukten gemausert, die nicht nur in fallenden Märkten einen Mehrwert bieten. Im Vergleich zu hochverzinslichen Anleihen meist ausländischer Emittenten bieten sie zudem die Sicherheit eines in der Regel bonitätsmäßig einwandfreien deutschen Emittenten mit gutem Rating. Fazit ist: Ausgehend von einem diversifizierten Anlageportfolio gehören Garantie-Zertifikate zu jedem ausgewogenen Anlagedepot als in erster Linie sicherheitsorientiertes Anlageinstrument mit einem ausgewogenem Chance-/Risikoprofil!

## Chance auf großen Gewinn plus Sicherheitspolster

Vom Siegeszug der Bonus-Zertifikate

Von Susann Cudok, Produktmanagerin für Zertifikate & Strukturierte Produkte bei der HypoVereinsbank

#### **Ein echter Shootingstar**

Als im Frühjahr 2003 die ersten Bonus-Zertifikate auf den Markt kamen, war schnell klar, daß diese Anlageidee das Zeug zu einem echten Shootingstar hätte. Nicht nur, weil Anleger mit diesen Zertifikaten nie schlechter gestellt sind als mit dem direkten Investment in die Aktie oder den Index, sondern weil selbst dann die Chance auf eine attraktive Bonuszahlung besteht, wenn sich der Markt nur spärlich bewegt. Kurzum - Reduktion des Aktienkursrisikos bei gleichzeitiger Verbesserung der Renditechance, oder, in der Fußballersprache gesprochen: "Verteidiger mit Offensivdrang".

#### **Extrachance obendrauf**

Neben ihrem attraktiven Auszahlungsprofil ist die einfach verständliche Funktionsweise einer der wesentlichsten Erfolgsfaktoren von Bonus-Zertifikaten. Kurz erklärt: Bonus-Zertifikate ermöglichen Anlegern eine volle Beteiligung an der positiven Entwicklung einer Aktie oder eines Index, mit einer Extrachance obendrauf: Am Ende der Laufzeit erhält der Anleger mit hoher Wahrscheinlichkeit mindestens den Nominalbetrag des Papiers plus einen Bonus zurückgezahlt. Dieser entspricht in etwa einer Verzinsung von 6 % bis 8 % p.a. Nur wenn Aktie oder Index eine zu Beginn der Laufzeit festgelegte Schwelle einmal unterschreiten, entfällt dieser Bonus. Dann verwandelt sich das Bonus-Zertifikat in ein ganz normales Direktinvestment. Steigen die Kurse danach wieder kräftig, nimmt der Anleger eins zu eins an den Kursgewinnen teil. Die festgelegte Schwelle liegt aber meist 30, 40 oder manchmal sogar 50 % unterhalb des Niveaus beim Auflagezeitpunkt des Bonus-Zertifikats - also gute Chancen für Anleger.

#### Über den Bonusmechanismus

Ermöglicht wird die Konstruktion Bonus-Zertifikates durch den Einbehalt der während der Laufzeit anfallenden Dividendenzahlungen. Das erklärt auch, warum sich Emittenten verstärkt auf Basiswerte konzentrieren, bei denen von hohen



Susann Cudok

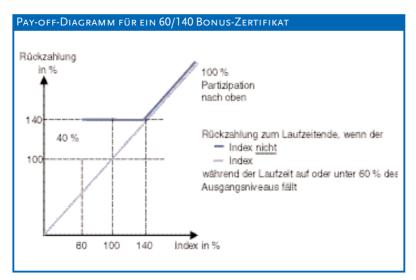
Gewinnausschüttungen ausgegangen wird. Wird dagegen ein Basiswert gewählt, der nur über geringe oder gar keine Dividendenzahlungen verfügt, muß unter Umständen auf die unbegrenzte Partizipation an steigenden Kursen des Basiswertes verzichtet werden. Auf Zugewinne über eine eingebaute Höchstmarke hinaus können sich Besitzer des Zertifikats somit nicht freuen. Erforderlich wird dies beispielsweise bei Bonus-Zertifikaten, die sich auf den deutschen Aktienindex Dax beziehen. Bei diesem Index handelt es sich um einen sogenannten Perfor-

> mance-Index - ausgeschüttete Dividenden werden direkt im Index thesauriert und stehen somit nicht für die Konstruktion des Zertifikats zur Verfügung.

> Die Preisbildung während der Laufzeit orientiert sich vor allem an der Entwicklung des Basiswerts. Darüber hinaus beeinflussen die bekannten Optionskomponenten wie Volatilität, Dividendenerwartung und Zinsniveau den Preis. So wirkt sich eine sinkende Volatilität tendenziell erhöhend auf den Produktpreis aus, da hier das Risiko, daß der Basiswert während der Laufzeit die Bonusschwelle erreicht oder nach unten durchbricht, sinkt.

#### Sind Sie ein Bonus-Zertifikate-Typ?

Bonus-Zertifikate richten sich primär an Anleger, die längerfristig in eine bestimmte Aktie oder einen Aktienindex investieren wollen. Aufgrund des optimier-



#### Szenarien bei Fälligkeit eines Bonus-Zertifikates

Das konkrete Beispiel eines Bonus-Zertifikates auf den DJ EuroSTOXX 50 Index soll die allgemeine Funktionsweise dieses Derivats verdeutlichen.

Das Bonus-Zertifikat bezieht sich auf den DJ EuroSTOXX 50 und wird zum Preis von 100 Euro ausgegeben. Fällt der Index zu keinem Zeitpunkt während der Laufzeit von sechs Jahren gegenüber dem Auflageniveau (3.000 Punkte) um 40 % oder mehr (Bonusschwelle 1.800 Punkte), erhält der Anleger in jedem Fall 140 % (Bonuswert) des Nominalbetrages unabhängig davon, ob der Index tatsächlich um 40 % gestiegen ist. Liegt der Index zum Laufzeitende mehr als 40 % im Plus, erhält der Anleger die erreichte positive Indexperformance – nimmt also an Kurssteigerungen in vollem Umfang teil. Sollte der Index während der Laufzeit um 40 % oder mehr fallen, entspricht das Bonus-Zertifikat zum Laufzeitende einem linearen Indexzertifikat.

#### Folgende Marktszenarien sind denkbar:

#### 1. Wenn es seitwärts geht

Der Bonus gelangt dann zur Auszahlung, wenn der Kurs des Basiswertes die festgelegte Bonusschwelle während der gesamten Laufzeit des Zertifikates niemals berührt oder unterschreitet. Angenommen, der DJ EuroSTOXX 50 verbleibt bis zum Laufzeitende des Zertifikates immer über 1.800 Indexpunkten, so erhält der Anleger zum Laufzeitende im Jahr 2010 pro Zertifikat 140 Euro, also genau den Wert des Bonus, auf sein Konto gutgeschrieben.

#### 2. Wenn die Kurse fallen

Fällt der Kurs des Basiswertes während der Laufzeit unter die Bonusschwelle, also unter 1.800 Indexpunkte, verwandelt sich das Bonus-Zertifikat in ein klassisches Index-Zertifikat. Kleiner Trost: An einer Kurserholung partizipiert der Anleger voll. Es besteht also auch jetzt noch die Möglichkeit, das Investment mit einem Gewinn abzuschließen, sofern der Index dann oberhalb des Ausgangsniveaus von 3.000 Indexpunkten notiert.

#### 3. Wenn die Märkte ordentlich zulegen

Die höchste Rendite erzielen Anleger, wenn der Basiswert zum Laufzeitende den Bonuswert übertrifft. Anleger partizipieren zu  $100\,\%$  an der Wertsteigerung des Basiswertes, kommen also in den vollen Genuß eines Kursanstieges. Der Clou: Das gilt

auch dann, wenn die Bonusschwelle während der Laufzeit einoder mehrmals verletzt wurde. Wenn in unserem Beispiel der DJ EuroSTOXX 50 auf 4.500 Punkte klettert, also einen Kursanstieg von 50 % gegenüber dem Ausgangsniveau hinlegt, würde das Bonus-Zertifikat zu 150 Euro zurückgezahlt werden.





Mit Bonus-Zertifikaten werden die Verluste an die Kette gelegt

ten Chance-Risiko-Verhältnisses sind viele Einsatzgebiete denkbar. Die Chance auf eine hohe Rendite durch die Bonuszahlung kann beispielsweise einen schnelleren Ausgleich gegebenenfalls vorhandener Verlustpositionen selbst bei moderaten Kursanstiegen ermöglichen. Im Rahmen einer Depotoptimierung besteht für Anleger die Möglichkeit, vorhandene Aktienbestände gegen entsprechende Bonus-Zertifikate zu tauschen. So kann in vielen Fällen auf einfache Art und Weise das Risiko der Anlage verringert, gleichzeitig aber alle Chancen bewahrt werden. Die Zertifikate verschaffen Sicherheit, weisen sie doch selbst im ungünstigsten Fall kein höheres Risiko auf als die Aktie oder der Index. Gerade für Anleger, die zum ersten Mal in den Aktienmarkt investieren, reduziert der Sicherheitspuffer das Risiko und erleichtert so die Entscheidung zum Einstieg in die Aktienmärkte. Grundsätzlich sollte eine Investition in ein Bonus-Zertifikat jedoch nur erfolgen, wenn Anleger von dem Basiswert überzeugt sind und nicht mit einer Verletzung der Bonusschwelle rechnen.

#### Vom klassischen Bonus-Zertifikat zum Power-Zertifikat

Auch vor so intelligenten Anlagelösungen wie Bonus-Zertifikaten macht der Lauf der Zeit nicht Halt. Seit einiger Zeit finden Anleger ähnlich geartete Produkte, die sich zugunsten einer zusätzlichen Charakteristik in einigen Produktparametern unterscheiden. Die größte Gruppe machen dabei sogenannte Poweroder Momentum-Zertifikate aus, die zugunsten einer überproportionalen Wertsteigerung an der zugrundeliegenden Aktie oder Index auf eine Bonuszahlung verzichten. So nehmen Käufer eines Power-Zertifikats beispielsweise 1,5fach an der Entwicklung des Basiswertes teil – und dies ohne Begrenzung nach oben. Um für alle Eventualitäten gerüstet zu sein, besteht bei diesen Zertifikaten zusätzlich eine Kapitalsicherung von 100 %, solange der Basiswert zu keinem Zeitpunkt während der Laufzeit auf oder unter eine bestimmte Schwelle fällt. Wie bei Bonus-Zertifikaten liegt diese meist 30, 40 oder gar 50 % unterhalb des Niveaus beim Auflagezeitpunkt des Zertifikats und stellt somit ein solides Sicherheitspolster dar. Und sollte der Basiswert während der Laufzeit doch auf oder unter diese Schwelle sinken, entfällt zwar der Kapitalschutz, die hohe Partizipation ab dem Ausgangsniveau bleibt jedoch erhalten. Anleger, die der kommenden Entwicklung an den Aktienmärkten durchwegs optimistisch gegenüberstehen, setzen somit auf Power-Zertifikate, für vorsichtigere Naturen sind klassische Bonus-Zertifikate erste Wahl.

## Das Preisen von Bonus-Zertifikaten

Transparenz als Gebot des Emittenten

Von Dirk Heß\* und Jörg Kukies\*\*, Goldman Sachs

Eines der beliebtesten Finanzprodukte in den vergangenen zwölf Monaten war das Bonus-Zertifikat. Die Kombination aus einer begrenzten Absicherung bei fallenden Kursen und unbegrenzten Gewinnmöglichkeiten bei Kursanstiegen macht den besonderen Reiz dieser Zertifikate aus. Durch die Komplexität des Produktes kann allerdings die Preisentwicklung nicht so einfach und transparent sein wie die "einfacher" Zertifikate.

#### Zerlegung des Bonus-Zertifikats in seine Bestandteile

Die große Herausforderung bei Bonus-Zertifikaten liegt dadurch bei der Erklärung der Funktionalität. Während der Pay-off, also das Auszahlungsprofil am Laufzeitende, klar definiert und verständlich ist, könnten während der Laufzeit Situationen auftreten, die die Preisermittlung des Produktes dem Anleger weniger

transparent erscheinen lassen. Um die Reaktion des Produktes auf Basiskursveränderungen während der Laufzeit zu verstehen, muß man es in seine Bestandteile zerlegen. Als Beispiel eignet sich das Profil eines Bonus-Zertifikates auf einen Aktienindex. Dies ist eine Kombination aus einem "einfachen" Index-Zertifikat und einer "down and out" Put-Option. Diese Option beinhaltet im Vergleich zu einer normalen Put-Option eine zusätzliche Barriere, bei deren Erreichen die Option wertlos verfällt. Dadurch hat auch die Volatilität einen gegenläufigen Einfluß auf den Optionspreis als bei normalen Optionen. Hohe Volatilitäten erhöhen die Wahrscheinlichkeit des Knock-outs und verbilligen daher die Option. Da der Inhaber eines Bonus-Zertifikates über dieses auch diese Option hält, verringert sich bei ansteigender Volatilität auch der Preis des Zertifikates.

#### Delta nicht immer nahe 1

Weiterhin muß auch die Reagibilität des Zertifikates zur Kursentwicklung des Basiswertes betrachtet werden. Notiert der Basiswert weit entfernt vom Absicherungsniveau (Barriere des down-and-out-Puts), könnte man von einem Delta von nahe 1 ausgehen, d.h. das Zertifikat entwickelt sich exakt wie der Basiswert. In der Realität beobachtet man vor allem in der Phase nach der Emission ein etwas geringeres Delta. Grund hierfür ist, daß im anfänglichen Verkaufspreis auch Provisionen für Vertriebspartner und interne Kosten enthalten sind. Diese Kosten werden über die Laufzeit kontinuierlich herausgenommen und mindern somit den Preis.







Jörg Kukies

#### Was passiert am Absicherungsniveau?

Dirk Heß

Interessant für Investoren dürfte auch das Wissen um die Kursberechnung sein, wenn der Basiswert nahe des Absicherungsniveaus notiert. Hier spielt die Laufzeit und die Volatilität eine große Rolle. Je höher die Wahrscheinlichkeit ist, daß die Barriere berührt wird, desto stärker wird sich der Preis des Zertifikates dem des aktuellen Basiswertkurses nähern. Wäre der Markt jedoch sehr träge und die Restlaufzeit des Produktes nur noch kurz, stiege die Wahrscheinlichkeit, daß der Bonus zur Auszahlung gelangt. Deshalb würde sich der Kurs am Bonusniveau orientieren. Stiege dann die Volatilität, ließen sich große Kurssprünge nicht vermeiden.

#### Fazit

Investoren sollten sich schon vor dem Kauf ein klares Szenario über den Kursverlauf des Basiswertes bilden. Das Auszahlungsprofil des Zertifikates verdeutlicht den Anlagecharakter. Trotzdem sollte der vorsichtige Investor auch hier ein Stop Loss Limit setzen und sein Szenario in regelmäßigen Abständen überprüfen.

Dirk Heß, Securitised Derivatives Sales, Goldman Sachs & Co. oHG, Frankfurt am Main

Jörg Kukies, Structured Solutions Group, Goldman Sachs & Co. oHG, Frankfurt am Main



# Mehr Ertrag – weniger Risiko

Mit Aktienanleihen Risiken mindern und Chancen erhöhen

## Von Michael Lindner, Financial Engineering, ING BHF-BANK

Auf dem Sparbuch gibt es höchstens 2 % Zinsen, und selbst zehnjährige Bundesanleihen bringen nur 4 % Jahresrendite. Kein Wunder also, wenn sich viele Sparer mit so wenig Rendite nicht mehr zufrieden geben wollen. Sie verlangen nach Anlageformen, die ihnen mehr für das hart verdiente Geld bringen. Immer mehr Anleger lernen deshalb Derivate und insbesondere Aktienanleihen als Anlagemöglichkeit schätzen. Für den eingeweihten Anleger bieten Aktienanleihen viele Chancen, und wer kann heutzutage darauf verzichten? Doch was sind eigentlich Aktienanleihen? Und was macht Aktienanleihen so interessant?

#### Von den Anfängen zur Gegenwart

Der Sommer 1998, gekennzeichnet durch niedrige Zinsen und hohen Volatilitäten an den Aktienmärkten, bildete den mehr als erfolgreichen Start eines Anlageproduktes, welches es bis dato lediglich für Institutionelle Kunden gab - die Aktienanleihe. Zum Start hin wurden die Emissionshäuser förmlich mit Kaufaufträgen überhäuft. Nicht selten war eine Emission von 100 oder 200 Mio. DM, später dann Euro, innerhalb weniger Wochen am Markt plaziert. Ungeachtet der mit dem Produkt verbundenen Risiken blieb die Nachfrage bis zum Dax-Höchststand im Frühjahr 2000 auf einem sehr hohen Niveau. Erst mit dem Niedergang des Neuen Marktes und der Wende im Dax kam es, wenngleich mit einer gewissen Zeitverzögerung, zu einer Marktberuhigung mit deutlich rückläufigen Umsätzen. Diese Phase hielt bis weit in das zweite Halbjahr 2002 an, was anhand der schmerzlichen Kursverluste an den Aktienmärkten nicht sonderlich verwundert. Allerdings sind seit Herbst 2002 wieder deutlich steigende Umsätze zu beobachten, und auch der eine oder andere Emittent, der sich zwischenzeitlich gänzlich aus der Emission von Aktienanleihen verabschiedet hatte, ist wieder aktiv. Welches Potential dabei in diesem Markt steckt, verdeutlicht ein Blick auf die Umsatz-

entwicklung der letzbeiden Jahre. Während das bereits hervorragende Jahr 2003 eine Vervierfachung des Umsatzes auf ca. 4,3 Mrd. Euro verzeichnete, den schon in den ersten fünf Monaten dieses Jahres mehr als 3,5 Mrd. Euro gehandelt.

#### Was steckt dahinter?

Betrachten wir nun eine Aktienanleihe von "innen". Wie setzt sie sich zusammen? Aktienanleihen zeichnen



Michael Lindner

sich durch außerordentlich hohe Kupons von zum Beispiel 7, 10, 15 % oder mehr aus. Damit liegen die Kupons weit höher als die über den am Kapitalmarkt zu erzielenden Renditen festverzinslicher Anleihen vergleichbarer Emittenten. Dieser "Aufschlag" wird durch die Einnahme einer zusätzlichen Prämie erreicht. Der Genuß der Prämie, in Form des hohen Kupons, ist allerdings an eine Bedingung geknüpft. Der Anleger erklärt sich bereit, entweder den Nominalbetrag zu erhalten oder eine bei Emission festgelegte Anzahl Aktien abzunehmen. Diese Verpflichtung ergibt sich formell aus einem Optionsgeschäft, das in der Anleihe integriert ist. Es handelt sich dabei um den Verkauf einer Verkaufsoption – kurz Put genannt. Diese Put-Option klärt die Rückzahlung auf ganz einfache Art: Erreicht die zugrunde-

liegende Aktie zu einem festen Zeitpunkt einen bestimmten Kurs, erfolgt die Rückzahlung ohne Wenn und Aber zum Nominalbetrag. In der Regel wird dieser Kurs – der Basispreis – so gewählt, daß er dem aktuellen Kursniveau bei Emission entspricht oder diesen sogar unterschreitet. Daher spielen Aktienanleihen ihre Stärke besonders in seitwärts tendierenden Aktienmärkten aus, denn für eine gute Performance ist es unerheblich, wie weit die Aktie am Stichtag über dem Basispreis notiert.

#### Wo Licht ist, gibt es auch Schatten!

Als Gegenleistung für die sehr hohen Zinsen, die im übrigen unabhängig von der Art der Rückzahlung gezahlt werden, geht der Anleger das Risiko ein, das bei Emission festgelegte Aktienpaket zu erhalten. Eine Lieferung von Aktien kommt freilich nur in Frage,

wenn sie am Stichtag zur festgelegten Uhrzeit unter dem Basispreis notiert. Kommt es zur Lieferung von Aktien, besteht das Risiko für den Anleger in der Differenz zwischen Aktiengegenwert und Anschaffungskosten. Das Verlustrisiko wird jedoch durch die erhaltenen Zinsen gemindert, denn diese bilden einen Sicherheitspuffer, der eventuelle Kursverluste der Aktie bis zur Höhe der erhaltenen Zinsen abfedert. Der Kauf einer Aktienanleihe ist deswegen in den meisten Fällen defensiver und somit risikoärmer als der direkte Erwerb der Aktie.

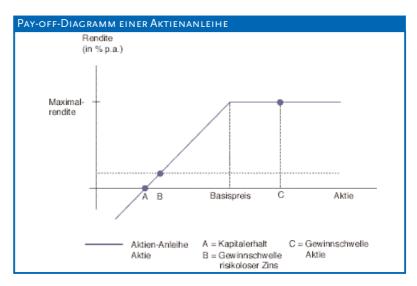
Nachfolgende Grafik veranschaulicht das Risikoprofil und zeigt eindeutig die über weite Strecken bestehende Outperformance gegenüber dem direkten Kauf der Aktie. Außerdem werden nochmals deutlich die "Outperformance-Punkte" herausgestellt, die sich gegenüber dem Erwerb einer Anleihe bzw. dem Kapitalerhalt ergeben.

#### 10 % für alle Aktienanleihen?

In der Werbung kann man des öfteren lesen: "8 % Aktienanleihe auf E.ON" oder "14 % Aktienanleihe auf Nokia". Warum haben die Anleihen unterschiedlich hohe Kupons? Die Lösung liegt in dem bereits beschriebenen Optionsrecht. Den Wert des Optionsrechtes bestimmt neben der Laufzeit, der Höhe der erwarteten Dividenden und den Zinsen maßgeblich die für die Restlaufzeit der Option erwartete Schwankungsbreite der Aktie. Im Fachjargon wird dies Volatilität genannt. Das Recht, Aktien zu einem bestimmten Preis liefern zu dürfen, ist um so wertvoller, je schwankungsintensiver sich die zugrundeliegende Aktie zeigt. Dies ist damit zu erklären, daß mit zunehmender Schwankungsintensität die Wahrscheinlichkeit steigt, das Recht ausüben zu können. Die Aktien, die in der Vergangenheit eine hohe Schwankung aufwiesen, kamen überwiegend aus dem High Tech-Bereich, während hingegen Aktien aus dem Versorgerbereich nur geringen Schwankungen unterworfen waren. Die Höhe des Kupons kann daher sehr gut als Gradmesser für den Risikogehalt einer Aktienanleihe und seiner zugrundeliegenden Aktie dienen.

#### Die richtige Anleihe

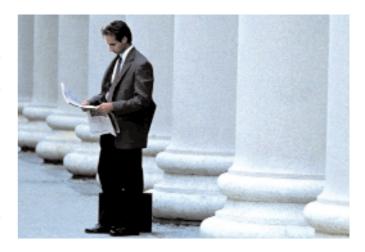
Sind die Chancen und Risiken klar, die im Zusammenhang mit dem Erwerb von Aktienanleihen stehen und ist der Entschluß gefallen, in Aktienanleihen zu investieren, sind noch einige Aufgaben zu erledigen. Da Aktienanleihen von Emittent zu Emittent



unterschiedlich ausgestattet sein können, sollten die Besonderheiten mit Hilfe des offiziellen Verkaufsprospektes und eventuellen Kurzinformationen zu den Produkten herausgearbeitet und mit dem Anlageberater erörtert werden. Eine Besonderheit von Aktienanleihen besteht darin, daß es sich dabei um Finanzinnovationen handelt. Nicht zuletzt aus diesem Grund sollte daher auch ein Gespräch mit dem Steuerberater in Erwägung gezogen werden, da für eine steuerliche Beurteilung neben der Kapitalanlage in die Aktienanleihe auch die sonstigen steuerlichen Verhältnisse des Anlegers zu beachten sind. Sind diese Punkte geklärt, finden die Hausaufgaben statt. Zuerst sollte sich der Anleger über seine "Wunschaktie" informieren und sich Gedanken über deren mögliche Kursentwicklung bis zur Fälligkeit der Aktienanleihe machen. Danach wird die nach den Vorstellungen des Anlegers "passende" Anleihe gesucht, die eben dieses Kursszenario darstellt. Kleiner Tip: Viele Emittenten bieten diverse Berechnungstools im Internet kostenlos auf der jeweiligen Homepage an. Mit Hilfe dieser Tools können zum Beispiel die Kursspannen ermittelt werden, innerhalb derer der Kauf von Aktienanleihen besonders interessant sein kann.

#### **Fazit**

Für eine gute Performance der Aktienanleihe sind Anleger nicht auf stark steigende Aktienkurse angewiesen. Aktienanleihen spielen ihre Stärke vor allem in seitwärts tendierenden Aktienmärkten aus. Diese Besonderheit mindert die Risiken und erhöht die Chancen!





# Nicht nur eine Frage der Volatilität!

Was für den Einsatz von Optionsscheinen oder Turbo-Zertifikaten spricht

Von Alexander Klatt, Leiter des Europa-Geschäftes bei der Citigroup

#### Qual der Wahl

Der tradingorientierte und an Hebelprodukten interessierte Anleger hat die Qual der Wahl: Soll er auf den ihm seit Jahren vertrauten Optionsschein als Hebelinstrument zurückgreifen, oder doch auf die neue Kategorie der Turbo-Zertifikate setzen? Viele Anleger handeln bei der Wahl ihrer Mittel häufig emotional getrieben. Ein Blick auf die unterschiedlichen Ausstattungen offenbart jedoch klare Kriterien zur Beantwortung der Frage: Optionsschein oder Turbo-Zertifikat?

#### **Der Optionsschein**

Zunächst lohnt der Blick auf die Ausstattungskriterien der beiden Produkte. Der Optionsschein ist eine verbriefte - und damit als Wertpapier handelbare – Option. Das heißt ein Recht, aber keine Pflicht, etwa eine Aktie zu einem vorab festgelegten Preis zu einem bestimmten Termin zu beziehen. Ein Beispiel wäre etwa ein Call-Optionsschein auf die Deutsche Telekom mit einem Basispreis von 15 Euro und einer Laufzeit bis Ende des Jahres. Liegt der Kurs der Telekom am Ende des Jahres über 15 Euro, lohnt der Bezug der Aktie zu 15 Euro, denn der Anleger kann dann die Aktie zu einem höheren Preis an der Börse verkaufen er erzielt einen Gewinn.

#### Volatilität als Preiseinflußgröße

Der Preis des Optionsscheins richtet sich demnach zu einem großen Teil nach der Wahrscheinlichkeit, wie weit die Aktie über den Basispreis steigen und damit wie hoch der mögliche Gewinn sein kann. Die erwar-Schwankungsbreite wird implizite Volatilität genannt. Je höher diese ist, desto teurer ist der Optionsschein. Es wird deutlich, daß bei einer er-



Alexander Klatt

warteten Schwankungsbreite der Telekom von null auch der Optionsschein wertlos wäre. Denn würde die Telekom auf ihrem aktuellen Kurs von 14 Euro bis zum Ende der Laufzeit regungslos verharren, würde ein Bezug zu 15 Euro am Laufzeitende keinen Sinn machen. Die Aktie könnte über die Börse günstiger erworben werden. Weitere Einflußfaktoren für den Preis des Optionsscheins sind etwa die erwartete Dividende und das Zinsniveau.

#### Das Turbo-Zertifikat

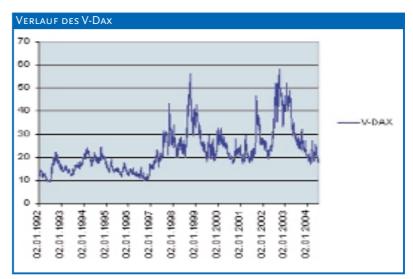
Die auf den ersten Blick schwer nachzuvollziehende Preisbildung bei Optionsscheinen verhalf den Turbo-Zertifikaten (kurz: Turbo) zum Siegeszug in Deutschland. Bei diesen Produkten bewegt sich der Kurs des Derivates nahezu eins zu eins mit dem Basiswert, etwa der Telekom. Ausgehend von einer KO-Schwelle klettert der Turbo ebenso um einen Euro, wenn die Aktie um einen Euro im Kurs zulegt. Die Funktionsweise kann vereinfacht mit einem Wertpapierkredit verglichen werden. Bei einer Knock-out-Schwelle von

12 Euro leiht sich der Investor vom Emittenten 12 Euro. Zusammen mit dem zu zahlenden Preis für das Produkt von rund zwei Euro (entspricht dem Eigenkapital; Kreditkosten bleiben bei dieser Überlegung unberücksichtigt) ergibt sich der Preis der Aktie von 14 Euro. Klettert die Telekom nun von 14 auf 15 Euro, erhöht sich der Wert des Turbo-Zertifikats auf 3 Euro. Durch den verminderten (Eigen-)Kapitaleinsatz des Investors ergibt sich eine Hebelwirkung. Durch diesen Vergleich werden zwei weitere Merkmale des Turbos deutlich. Fällt der Kurs der Telekom unter 12 Euro, wäre das Eigenkapital verbraucht, der Kunde müßte zusätzlich das geliehene Geld einsetzen. Damit hier keine Nachschußpflicht für den Kunden entsteht, verfällt der Turbo bei Erreichen der Knock-out-Schwelle sofort.

#### **Vor- und Nachteile**

Einfache Preisbildung gegenüber sofortigem Totalverlustrisiko – die Vorteile des einen Produktes sind prinzipiell die Nachteile des anderen. Für welche Situation eignet sich somit welche Produktkategorie? Zunächst erscheinen Optionsscheine für eine Absicherung des Depots klar als bessere Alternative, da diese in der Regel auf längere Sicht eingegangen wird und zudem meist die Verunsicherung und damit die Volatilität bei fallenden Kursen deutlich ansteigt. Dies bringt zusätzliche Gewinne bei einem Put-Optionsschein. Investoren mit spitzem Bleistift werden aber entgegenhalten, daß die Absicherungs-





Historisch niedrige Volatilitäten lassen Optionsscheine wieder attraktiver werden

kosten mit Turbos geringer sind. Dies würde aber eine permanente Beobachtung und gegebenenfalls den wiederholten Aufbau einer Position inklusive erneuter Transaktionskosten einschließen.

#### Tradingansatz entscheidet

Bei spekulativen Engagements hingegen hängt die Entscheidung zum einen vom Tradingansatz und zum anderen vom Volatilitätsniveau ab. Bei kurzfristigen Engagements, die direkt an der Entwicklung eines Basiswertes partizipieren sollen, wird oft das Turbo-Zertifikat bevorzugt, speziell bei Anlegern, die intraday handeln (Day Trader). Diese Produkte ermöglichen hier deutlich höhere Hebel als Optionsscheine. Für Investoren, die ein Substitut für Aktien suchen und dabei eine Optionsschein-Position längerfristig halten, sind diese die bessere Alternative.

#### Vola-Niveau ist wichtig

Generell kann sich in Zeiten niedriger Volatilität (auch "Vola" genannt), wie wir sie gerade erleben, der Griff zu Optionsscheinen lohnen. Besonders bei Spekulationen auf fallende Kurse und einem niedrigen Vola-Niveau können Anleger bei Optionsscheinen in doppeltem Maße profitieren - von der Bewegung des Basiswertes und einer anziehenden Volatilität. Bei einem Engagement auf steigende Kurse können derzeit beide Produktarten interessant sein. Würde der Markt in der Zukunft wieder höhere Volatilitäten sehen, so wären dann "tief-im-Geld-stehende" Optionsscheine oder Turbo-Zertifikate die bessere Alternative.

#### **Fazit**

Letztlich entscheidet die Affinität des Anlegers ebenfalls über das gewählte Produkt: Bei einem Optionsscheinkauf muß der Anleger neben der Entwicklung des Basiswertes auch deren künftig erwartete Schwankungsbreite in einem gewissen Maße einschätzen können. Dieses beinhaltet eine große Chance, aber auch ein Risiko. Doch Investoren sollten sich zudem die Frage stellen, in wie weit sie das Totalverlustrisiko bei Turbo-Zertifikaten tragen können.

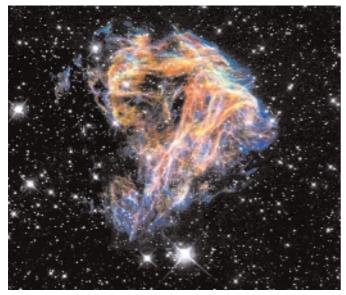
# Investment für Profilsüchtige

Derivate eröffnen neues Universum der Geldanlage

Von Holger Bosse, Derivate-Spezialist bei Dresdner Kleinwort Wasserstein

Der große Nutzen, den Privatanleger nahezu ausschließlich mit dem Einsatz von Derivaten in der Kapitalanlage erzielen können, liegt in der Modellierung des Chance/Risiko-Profils der gewählten Anlagegattung. Vor dem Zeitalter der Derivate reduzierte sich die Entscheidungsfreiheit der Investoren auf "Ja" oder "Nein". Das heißt, er konnte nur darüber entscheiden, in einer Anlagegattung investiert zu sein oder eben nicht. Dabei mußte das spezifische Chance/Risiko-Profil der gewählten Gattung akzeptiert werden, ohne daß eine Möglichkeit der Variation dieses Profils gegeben war. Heutzutage kann der Privatanleger mit entsprechend strukturierten Wertpapieren, die das Chance/Risiko-Profil fast aller Anlagegattungen im Hinblick auf eine erwartete Kursentwicklung "krümmen", ein seinen individuellen Annahmen entsprechendes Szenario abbilden, um so den gewünschten Anlageerfolg zu erzielen.

Von den unzähligen Strukturen, die in den vergangenen Jahren seitens der Emittenten an den Markt gebracht wurden, sind viele aufgrund der zu hohen Komplexität wieder verschwunden oder fristen ein Mauerblümchendasein. Die verbleibenden, am Markt etablierten Produktgruppen lassen sich hinsichtlich der gewünschten Zielrichtung in Klassen einteilen, wobei auch Mischformen möglich sind. Folgenden Klassen werden zur Zeit durch entsprechende Produkte abgebildet: Marktkonform, Hebelwirkung, Strategie, Rendite-Optimierung und Kapitalschutz.



Derivate: Neues Universum für die Geldanlage

#### Marktkonform

Die Klasse "Marktkonform" beinhaltet alle Index-, Themen- oder Basket-Zertifikate, mit denen ganze Märkte, Teilmärkte oder Gruppen von Märkten abgebildet werden. Als Beispiele wären hier Dax- (Markt), Biotech-Basket-(Teilmärkte) oder Osteuropa-Zertifikate (Basket) zu nennen. Das charakteristische an dieser Klasse ist die unmodellierte Übernahme des Chancen/Risiko-Verhältnisses des dem Zertifikat



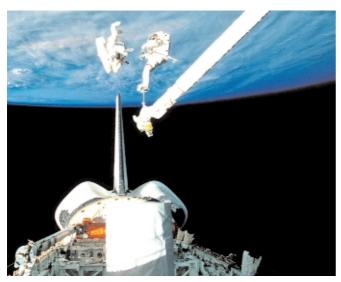
Holger Bosse

zugrundeliegenden Basiswertes. Im Fachjargon werden die Produkte deswegen auch Delta-1-Produkte genannt. Diese Zertifikate eignen sich für Anleger, die mit einem einzelnen Investment eine breite Streuung erreichen und dabei das Marktrisiko des Basiswertes ohne Veränderung seines Profils übernehmen wollen.

#### Hebelwirkung

Anleger, die auf geringste Marktschwankungen spekulieren möchten, um daran überproportional zu partizipieren, sind in der Klasse "Hebelwirkung" richtig aufgehoben. Hier wären in erster Linie die Knock-out-Zertifikate auf Aktien und Aktienindices zu nennen. Ihre Wirkungsweise ist der von Optionsscheinen vergleichbar, allerdings spielt die implizite Volatilität als Bewertungsparameter so gut wie keine Rolle. Der Anleger partizipiert dabei ab einer bestimmten Kursschwelle an der Preisentwicklung des zugrundeliegenden Basiswertes. Der Preis des Zertifikates errechnet sich somit überschlägig als Differenz zwischen Kassakurs des Basiswertes und Kursschwelle. Kursschwankungen des Basiswertes resultieren dadurch in überproportionalen, also "gehebelten" Kursbewegungen des Zertifikates.

Eine neue Variante von Zertifikaten mit Hebelwirkung sind die sogenannten Outperformance-Zertifikate auf Aktien. Hierbei partizipiert der Anleger analog der Direktinvestition im Verhältnis 1 zu 1 an der Kursbewegung einer zugrundeliegenden Aktie. Ab einer bestimmten Schwelle erfolgt jedoch eine Überpartizipation, was zu der gewünschten Hebelwirkung führt.



Es kommt nur auf den richtigen Hebel an

#### Strategie

Strategie-Zertifikate bilden komplexe Anlagestrategien ab, die für den Anleger im Kassamarkt nicht ohne weiteres abzubilden sind. Zum einen handelt es sich dabei um Strategien, die auf Basis objektivierter Kriterien aus einer Grundgesamtheit von Aktien bestimmte Teilmengen (Portefeuilles) selektieren. Der Selektionsmechanismus ist dergestalt, daß nach Maßgabe vergangenheitsbezogener Tests eine Outperformance entsprechend zusammengestellter Portefeuilles gegenüber dem Gesamtmarkt wahrscheinlich erscheint. Als typische Strategien wären solche zu nennen, die auf wachstumsstarken, substanzstarken oder solchen Titeln beruhen, die eine hohe Dividendenrendite erzielen. Zum anderen werden mit Strategie-Zertifikaten Anlagemethoden abgebildet, die auf quantitativen oder technischen Analysen beruhen. So wurden als Zertifikate beispielsweise verschiedene Markttiming-Strategien emittiert oder solche, die auf charttechnischen Überlegungen basieren.

Im Gegensatz zu allen anderen Zertifikate-Klassen basieren Strategie-Zertifikate in der Regel nicht auf statischen Portefeuilles. Vielmehr unterliegt die aus der Strategie resultierende Teilmenge oder der Investitionsstatus einer regelmäßigen Kontrolle hinsichtlich der Auswahlkriterien, die gegebenenfalls zu Anpassungen des Portefeuilles führt. Da die den Strategie-Zertifikaten zugrundeliegenden Annahmen in der Regel auf mehrjährigen Zahlenreihen basieren, sind sie ausschließlich für solche Anleger geeignet, die nach Möglichkeiten einer langfristigen Kapitalanlage suchen. Darüber hinaus ist zu berücksichtigen, daß die den Zertifikaten zugrundeliegenden Strategien seltener auf eine absolute Performance, sondern in der Mehrzahl auf eine relative Performance ausgerichtet sind. Insofern sollte der Anleger grundsätzlich eine positive Erwartung über den gewählten Gesamtmarkt haben.

#### **Rendite-Optimierung**

In dieser Klasse werden alle Instrumente zusammengefaßt, die nicht auf Hebelwirkung ausgerichtet sind, aber trotzdem eine Überrendite im Vergleich zur Performance des Basiswertes erwirtschaften sollen. Der klassische Vertreter eines Rendite-Optimierers ist das Discount-Zertifikat. Dabei partizipiert der Anleger an der Kursperformance des Basiswertes bis zu einer festgelegten Höchstgrenze, wodurch die maximal erzielbare Rendite des Zertifikates gedeckelt ist. Durch den niedrigeren Einstiegspreis erzielt der Anleger eine Überrendite, sofern der Basiswert eine bestimmte Kursschwelle, den Outperformance-Punkt, nicht überschreitet. Erst ab dieser Kursschwelle ist der Anleger mit dem Discount-Zertifikat schlechter gestellt als mit dem Basiswert. Eine vergleichsweise neue Spielart des Discount-Zertifikats ist das Rolling-Discount-Zertifikat. Hier liegt dem Zertifikat ein Index zugrunde, der aus kurz laufenden, miteinander verketteten Discountern gebildet wird.

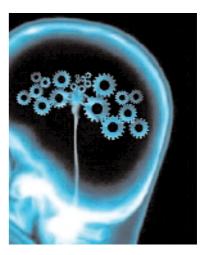
Zertifikate zu Rendite-Optimierung sind vor allem für vorsichtig agierende Anleger geeignet, die auch bei geringen Marktschwankungen überdurchschnittliche Renditen in der Geldanlage erzielen wollen. Anleger mit extremen Markterwartungen finden hier dagegen nicht die richtigen Instrumente.

#### **Kapitalschutz**

Zertifikate mit Kapitalschutz garantieren dem Anleger zunächst die Rückzahlung eines Mindestbetrags. Darüber hinaus partizipiert der Anleger an der Kursentwicklung eines zugrundeliegenden Basiswertes, welcher in der Regel ein Aktienindex oder ein

Korb von Indices sein kann. Neben Kapitalgarantie und Partizipation können Zertifikate mit Kapitalschutz auch eine Mindestverzinsung tra-

Der Vorteil dieser Zertifikate-Konstruktion, der Kapitalschutz, ist auch gleichzeitig Ursache für die nicht unerheblichen Nachteile, die Anleger bei dieser Klasse akzeptieren müssen. Aufgrund der Zusage der Rückzah-



lung eines Mindestbetrags müssen nämlich die durch die Anlage erwirtschafteten Erträge beim Privatanleger versteuert werden und zwar unabhängig von der Haltedauer. Dies ist bei Zertifikaten eher die Ausnahme. In der Regel sind mit Zertifikaten erzielte Erträge nach Ablauf der zwölfmonatigen Spekulationsfrist steuerfrei. Ein weiterer Nachteil der Kapitalschutz-Zertifikate ist die Partizipationsquote, die in der Regel deutlich unter 100 % liegt. Bei haussierenden Märkten sind daher diese Zertifikate anderen Konstruktionen deutlich unterlegen.

Zusammenfassend kann festgehalten werden, daß Privatanleger mit Zertifikaten Investitionsstrategien umsetzen können, die sie ohne deren Einsatz nicht verwirklichen könnten. Es ist davon auszugehen, daß die Entwicklung entsprechender Produkte erst am Anfang steht und in den kommenden Jahren eine Vielzahl neuer Anlagestrategien als Zertifikat verpackt auf den Markt kommen wird.

# Einstieg in die Welt der Anlagezertifikate

Mit Bonus Protect und Discounts ein Schnippchen schlagen

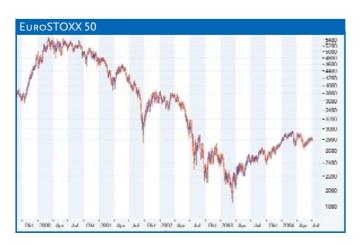
## Von Walter Gunkel, Vermögensberater der Raiffeisenbank Ehrwald-Lermoos-Biberwier/Tirol

Zertifikate gehören zu den wichtigsten Finanzinnovationen der letzten Jahre. Durch den gezielten Einsatz in der Vermögensberatung bedienen sie die Bedürfnisse vieler Anleger und sind für fast alle Börsensituationen anwendbar - häufig sogar weniger risikoreich als ein Investment in Einzelaktien oder andere Anlageformen. Aufgrund des starken Wettbewerbes unter den Emissionshäusern scheinen der Kreativität vieler Investmentbanken keine Grenzen gesetzt. Fast täglich werden neue - oft hervorragende Produkte - dem Anleger angeboten. Allerdings fällt es vielen Privatanlegern immer schwerer, die für sie und ihre Anlageziele passenden Produkte aus der Vielzahl dieser Angebote herauszufinden.

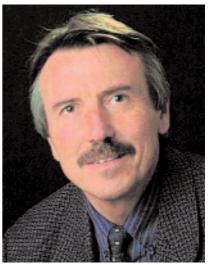
#### Anlageziele bestimmen die Produktauswahl

Für die erfolgreiche Kapitalanlage ist eine umfassende persönliche und finanzielle Bestandsaufnahme unumgänglich. Hierbei sollte der Anleger auf seine Risikobereitschaft, Risikofähigkeit, Mentalität, finanzielle Ausgangslage und die bereits genutzten Produkte achten. Zeithorizont und Anlageziele sind wichtige Voraussetzungen für die Entscheidungsfindung und schränken oft die zur Verfügung stehenden Produkte ein. Von Ausnahmen abgesehen ist eine Anlage für einen kurzfristigen Zeithorizont in Zertifikaten wenig sinnvoll. Gerade bei solchen, deren Wertentwicklung von Aktien, Aktienindices, Aktienkörben, Devisen oder auch Rohstoffen abhängig ist, sollte das Kapital zumindest mittelfristig nicht benötigt werden. Selbst bei Garantieprodukten kann es während der Laufzeit zu negativen Kursentwicklungen kommen.

#### ♦ Pflegeleichtes Basisinvestment für risikobewußte Anleger Als besonders gelungene Produktinnovation können die erstmals im Frühjahr des vergangenen Jahres vom Bankhaus Sal.



Oppenheim und mittlerweile auch von anderen Emittenten begebenen Protect Bonus-Zertifikate zeichnet werden. Gerade einem Zertifikate-Einsteiger, der ein Aktienengagement anstrebt, kann diese Produktart nahegelegt werden. Mit einem Protect Bonus-Zertifikat sichert sich der Anleger einen festen Mindestgewinn, sofern die Aktie oder der Index während der Laufzeit nicht unter ein gewisses Ni-



Walter Gunkel

veau (Protect; Barriere; Schwelle) fällt. Finanziert wird diese Art Teilkaskoversicherung durch den Dividendenverzicht, da die zukünftig erwarteten Dividenden in eine Art Knock-out-Put, die sogenannte "Down- and-Out-Option", investiert werden. Steigt der Index oder die Aktie jedoch deutlich an, dann partizipiert der Anleger in der Regel ohne Begrenzung am Anstieg des gewählten Basiswertes. Das Risiko eines Protect Bonus-Zertifikates entspricht dem der zugrundeliegenden Aktie bzw. Index zuzüglich der nicht erhaltenen Dividenden. Doch selbst dieser Dividendenverzicht kann je nach Marktlage zum Teil ausgeglichen werden. Bei Emission kostet ein Protect Bonus-Zertifikat ungefähr genauso viel wie der Basiswert. Aktuell bieten sich bei bereits begebenen Bonus-Zertifikaten auf den EuroStoxx-50 interessante Einstiegsmöglichkeiten an.

BEISPIEL 1	
PROTECT BONUS-ZERTIFIKAT EUROSTOXX-50	
WKN:	556 696
EMITTENT:	Sal. Oppenheim
Bonus Niveau:	3.570
PROTECT NIVEAU:	1.670
FÄLLIGKEIT:	15.12.2009

#### Erläuterung zu Beispiel 1:

Beim Stand von 2.797 Punkten (am Stichtag 11.06.2004) wird das Protect Bonus-Zertifikat mit einem Bezugsverhältnis von 100:1 zu einem Kurs von 26,68 Euro gehandelt, also mit einem Discount von 1,29 Euro oder 4,6 %. Das entspricht rund zwei Jahresdividenden der im EuroSTOXX-50 befindlichen Einzelwerte.

Der Dividendennachteil wird im Falle des Durchbrechens der Kursschwelle (1.670 Punkte) oder einem Anstieg des Index über 3.570 Punkte reduziert. Bei Rückzahlung zum Bonus-Niveau (d.h. sofern sich der Index bis zum Laufzeitende über der Kursschwelle, aber unter dem Bonus-Niveau befindet) ergibt sich ein möglicher Gesamtertrag von 9,02 Euro je Zertifikat, das entspricht



Quelle: Sal. Oppenheim

einer Wertsteigerung von 33,8 % (Rendite 5,4 % p.a.). Mit einem Rückgang der Volatilität geht ein Abbau der Differenz zum Basiswert vonstatten. Ein ausreichender Risikopuffer zur Kursschwelle ist vorhanden, er beträgt 40,2 %. Protect Bonus-Zertifikate werden mittlerweile auf viele Indices (z.B. Dax; Dow Jones, EuroSTOXX-50, Nikkei 225; Topix, SMI, CAC 40, Hang Seng, RDX, CECE und auf Rohstoffe) begeben. Dadurch läßt sich mit diesen Zertifikaten für den Aktienteil und die Anlageklasse Rohstoffe eine vernünftige Streuung darstellen. Zu beachten ist jedoch, daß bei einigen Protect Bonus-Zertifikaten ein zusätzlicher Cap (Gewinnbegrenzung) eingezogen wurde, so daß bei einem sehr starken Anstieg des betroffenen Index eine uneingeschränkte Partizipation nicht mehr gegeben ist (z.B. beim RDX).

#### Risiken reduzieren - Chancen wahren

Bei einem Depotcheck sollte der Anleger überlegen, ob sich vorhandene Bestände nicht vielleicht zum Umtausch in Bonus-Zertifikate eignen. Man kann so bis zu einem gewissen Maße seine Risiken reduzieren, ohne auf die Chancen eines Kursanstieges verzichten zu müssen. Idealerweise bieten sich für diese Umschichtungen Benchmark-orientierte Investments an. Dies können z.B. Index-Zertifikate auf die jeweiligen Indices sein, oder Aktienfonds, die ihren als Benchmark zugrundeliegenden Index über Jahre hinweg nicht geschlagen haben, oder schließlich auch Einzeltitel, für die es Protect Bonus-Zertifikate gibt.

Bei den vielen Vorteilen ist neben dem Dividendenverzicht ein weiterer Nachteil zu erwähnen: Zertifikate sind prinzipiell Inhaberschuldverschreiben; d.h. die Rückzahlung hängt von der Finanzkraft des Emittenten ab – daher sollte man beim Kauf eines Zertifikates auf die Bonität des Emittenten achten.

#### Investment weiter beobachten

Grundsätzlich sollte man ein Protect Bonus-Zertifikat bis zur Endfälligkeit behalten. Bei starken Veränderungen des Basiswertes kann sich ein vorzeitiger Verkauf aber als sinnvoll erweisen. So kann bei einem starken Anstieg des Basiswertes in ein Zertifikat mit höherer Kursschwelle und höherem Bonusniveau oder bei einem starken Kursverfall in ein neues Zertifikat mit niedriger Kursschwelle umgeschichtet werden. Bei einem Anstieg wahrt man so die Chance auf einen "höheren Bonus", bei einem Kursverfall dagegen kann man, sofern sich die Märkte nicht wieder erholen, das Verlustrisiko minimieren.

#### ◆ Discount-Zertifikate – (fast) alles ist möglich

Für Anleger, die eine konkrete Markterwartung bzw. eine Kurserwartung zu einem Einzeltitel haben, bieten sich durch den Einsatz von Discount-Zertifikaten hervorragende Alternativen zu einem Direktinvestment.

Mit Discount-Zertifikaten kann man in stagnierenden, steigenden und sogar leicht fallenden Märkten oftmals zweistellige Renditen erzielen. Der Kaufpreis eines Discount-Zertifikates liegt mehr oder weniger unterhalb des aktuellen Kurses der Aktie oder des Index (auch Basiswert genannt) – deshalb der Begriff Discount oder Abschlag - und einem festgelegten Höchstbetrag, auch Cap genannt. Notiert der Basiswert am Stichtag auf oder über dem Cap, so wird der Höchstbetrag in bar gezahlt. Notiert der Kurs darunter, werden die Aktie oder ein Index-Zertifikat geliefert. Einige Emittenten wenden auch den Barausgleich (Cash Settlement) an. Der maximale Erfolg ergibt sich somit, wenn der Basiswert auf oder über dem Cap notiert. Werden Aktien geliefert, federt der ursprüngliche Discount den geringeren Kurswert ab. Solange die Aktie über dem

#### Erster Zertifikateclub Europas - weitere Informationen

Die genannten Produkte und Strategien sind nur ein kleiner Teil aus dem Universum der Zertifikate. Damit der erste Schritt in die Welt der Zertifikate für Neueinsteiger keine Fehlinvestition wird, wurde im Herbst vergangenen Jahres unter der Patronanz der Raiffeisenbank Ehrwald/Tirol der 1. Zertifikateclub Europas gegründet. 143 Gesellschafter aus Österreich, Deutschland und Italien sind diesem Club, der als GbR geführt wird, beigetreten. Auf einem Gemeinschaftsdepot wird ausschließlich in Zertifikaten investiert. Jede Anlageentscheidung wird durch einen Anlageausschuß getroffen und den Gesellschaftern mittels eMail nachvollziehbar mitgeteilt. Infos zum club unter: walter.gunkel@rbgt.raiffeisen.at oder Tel.: 0043 - 56 73 / 227 735

Kaufpreis des Zertifikates schließt, bleibt der Anleger in der Gewinnzone. Der Anleger erleidet erst dann einen Verlust, wenn der Kaufpreis für das Discount-Zertifikat höher war als der Wert des Basiswertes zum Zeitpunkt der Lieferung.

#### Erfolg oder Mißerfolg - auf den Basiswert kommt es an

Bevor sich ein Anleger zu einem Investment in Discount-Zertifikate entscheidet, sollte er sich grundsätzlich gut mit dem Basiswert beschäftigen. Der Grundsatz lautet: Man sollte nur Discount-Zertifikate auf Aktien kaufen, wenn man auch tatsächlich die Aktie selbst kaufen würde. Für die Auswahl des Basiswertes kann man sich auch die Arbeit der Profis zunutze machen. So können zum Beispiel die größten Positionen der besten Fondsmanager, die ihre Anlageentscheidungen nach dem Value-Ansatz treffen, als Basiswerte dienen. Hat man seinen Basiswert gefunden, bieten sich je nach Markterwartung verschiedene Strategien an.

Konserva	tive Strategie:
MARKTERWA	RTUNG:
	grundsätzlich positiv, Rückschläge nicht ausgeschlossen
Anlageziel	:
	ANSPRECHENDE RENDITEN AUCH BEI FALLENDEN KURSEN

Der Cap befindet sich zum Zeitpunkt des Kaufs weit unter dem aktuellen Aktienkurs und bietet ein hohes Sicherheitspolster (15 bis 30 %). Die erzielbare Rendite beträgt je nach Basiswert zwischen 5 und 10 % p.a.

Ausgewogene Sti	RATEGIE:
MARKTERWARTUNG:	
	positiv, leicht steigende Kurse
Anlageziel:	
	lukrative Renditen bei leicht steigenden Kursen;
	gewisser Risikopuffer gewünscht

Der Cap befindet sich zum Zeitpunkt des Kaufs leicht über dem aktuellen Aktienkurs und bietet einen Sicherheitspuffer von 8 bis 12 %. Die erzielbare Rendite beträgt je nach Basiswert zwischen 15 bis 25 % p.a.

Dyna	mische Strategie:
Markt	ERWARTUNG:
	steigende Kurse
Anlag	EZIEL:
	ÜBERDURCHSCHNITTLICHE RENDITEN BEI LEICHT STEIGENDEN KURSEN

Diese Strategie bietet sich auch für eine Art Absicherung an. Ist man von einem weiteren moderaten Anstieg der Aktie überzeugt, kann man die Position verkaufen und in ein Discount-Zertifikat tauschen. Die Vorteile dabei: Bis zu einem gewissen Maß nimmt man am Anstieg seines Ursprunginvestments teil und erhöht indirekt die Substanz, sofern es zu einem Kursrückgang im Basiswert – und damit zur Lieferung der Aktie – kommt.

Hierfür eignet sich eine spezielle Art von Discount-Zertifikaten, die aktuell nur von der Commerzbank ("pluspro") und HSBC ("Partial Time-Barrier") angeboten werden. Zusätzlich zum Cap entscheidet eine zusätzliche Kursschwelle, die bei der Commerzbank in den letzten vier Wochen vor dem Feststellungstag

(bei HSBC drei Wochen) nicht unterschritten werden darf. Der Discount kann leicht negativ sein, d.h. es besteht ein etwas höheres Risiko als beim Investment in den Basiswert. Allerdings sind Renditen von 20 bis 40 % in einem kürzeren Zeitabstand möglich. Diese Strategie bietet sich z.B. für das Aufholen von Verlusten oder für einen spekulativen Anleger im Falle von Sondersituationen an.

#### **Beispiel Nokia**

"Ein Börsianer darf seine Papiere nie im Verhältnis zum Einkaufspreis sehen, sondern muß sie zum Tagespreis einschätzen. Bei der Entscheidung, ob er verkaufen soll oder nicht, sollte er den Einkaufspreis vergessen" - das wußte schon André Kostolany. Mit diesem Satz trifft der Altmeister eine der größten Schwächen vieler Anleger. Da diese in der Regel auf einen Einstandskurs oder Höchstkurs fixiert sind, möchte man abwarten, bis man aus der Verlustzone kommt. Wenn der Anleger mit moderat steigenden Kursen rechnet, sollte er seine Aktien in Discount-Zertifikate pluspro tauschen. Bei der Auswahl sollten Zertifikate bevorzugt werden, die eine Kursschwelle leicht über dem Kurs des Basiswertes zeigen.

Nokia ist einer der Titel, der sich in vielen Depots befindet. Siehe Beispiel 2 dazu:

Beispiel 2	
Commerzbank pluspro Nokia	
WKN:	314 761
BW-Tag:	24.09.2004
BEOBACHTUNGSZEITRAUM:	24.08. – 24.09.2004
CAP:	18,00 Euro
Schwelle:	13,00 Euro
Kurs Nokia 11.06.	11,87 Euro
Kurs Zertifikat 11.06.	12,55 Euro
Aufgeld:	0,68 Euro = 5,7 %
Max. Ertrag:	5,45 Euro = 43,4 %
Notwendiger Anstieg:	1,13 Euro = 9,5 %

Sollte die Nokia-Aktie zwischen dem 24.8. und 24.9.2004 niemals (auch nicht intraday) unter 13 Euro notieren, bekommt der Anleger 18 Euro zurückgezahlt. Falls die Kursschwelle nicht erreicht bzw. unterschritten wird, werden die Aktien wieder ins Depot eingebucht. In diesem Fall hat der Anleger die Optionsprämie allerdings verloren. Vorgenannte Strategie läßt sich natürlich noch verfeinern - so kann man durch Beimischung eines am Geld stehenden Discount-Zertifikates das Aufgeld für die Gesamtposition neutralisieren oder auch je nach Positionsgröße Discounter mit verschiedenen Kursschwellen und Laufzeiten einsetzen. Allerdings setzt dies ein aktives Handeln des Anlegers voraus.

#### Raiffeisen Zertifikateforum

Geballtes Zertifikate-Wissen können die Teilnehmer anläßlich des 2. Raiffeisen Zertifikateforums, das am 21.09.2004 im österreichischen Ehrwald stattfinden wird, direkt durch die großen Emittenten erwerben. Infos zum Zertifikateclub und Zertifikate-Forum unter: walter.gunkel@rbgt.raiffeisen.at oder Tel.: 0043 - 56 73 / 227 735

# **Der Short Strangle**

## Investieren bei gleich bleibender Markterwartung

## Von Michael Roczinski, Head of Sales, Eurex

Der Short Strangle beschreibt eine Kombinationsstrategie beim Handel mit Aktienoptionen die angewandt wird, wenn ein Investor in seiner Markterwartung weder stärkere Gewinne noch Verluste sieht, d.h. er möchte sich nicht darauf festlegen, ob ein Index, hier in unserem Beispiel der Aktienindex DAX®, bis zu einem bestimmten Zeitpunkt steigen oder fallen wird. Er erwartet allerdings, daß der Index DAX® keine allzu starke Bewegung machen wird. Ein leichter Anstieg bzw. Rückgang des Index wirkt sich nicht negativ auf seinen Profit aus. Am Kassamarkt würde der Investor bei dieser Erwartungshaltung kein Investment tätigen, denn sehr oft investiert der private Anleger nur bei Erwartung steigender Kurse.

Die Strategie, mit der der Investor seine Erwartung am Terminmarkt Eurex bei der beschriebenen Markterwartung optimal abbilden kann, ist der Strangle. Er beschreibt den gleichzeitigen Verkauf eines Calls und eines Puts zu unterschiedlichen Ausübungspreisen, den so genannten Basispreisen.

In unserem Beispiel steht der Index DAX $^{\!\scriptscriptstyle{(0)}}$ am 16. Juli 2004 bei 4.000 Punkten. Der Investor erwartet, daß der Index innerhalb eines Monats, nämlich bis zum nächsten Verfalltag am 20. August 2004 (das entspricht 35 Tagen Restlaufzeit) nicht unter 3.800 Punkte fallen und nicht über 4.200 Punkte steigen wird.

Der Investor plant seinen Kapitaleinsatz gering zu halten und entscheidet sich deshalb für das Produkt DAX® EX-EXTF. Bei der EXTF-Option auf den Aktienindex DAX® handelt es sich um eine Option auf einen börsengehandelten Fonds (Exchange Traded Fund), der den Index DAX® passiv abbildet. Futures und

Optionen auf ETFs, die an Eurex gehandelt werden, heißen EXTFs (Eurex Exchange Traded Funds). Bei der EXTF-Option hat jeder Punkt des Index einen Gegenwert von 1 Euro. Der Investor hat selbstverständlich auch die Möglichkeit, ein anderes Instrument zu wählen, das einen höheren Kontraktwert aufweist wie zum Beispiel eine DAX®-Option: Hier hat jeder Punkt des Index einen Gegenwert von



Michael Roczinski

5 Euro. Als Laufzeit wählt er August 2004. Ein ETF ist 1/100 des Index. Die Kontraktgröße der Option auf den DAX® EX ist 100, somit liegt der Kontraktgegenwert bei rund 4.000 Euro.

In unserem Beispiel tätigt der Investor folgende Geschäfte, um seine Erwartungen abzubilden:

Er verkauft...

- einen Put DAX® EX-EXTF August 2004 Basis 38 und verkauft gleichzeitig
- einen Call DAX® EX-EXTF August 2004 Basis 42



#### Was bedeuten diese Spezifikationen für den **Investor?**

Durch den Verkauf des Put-Kontraktes ist er bei Ausübung der Option durch den Käufer verpflichtet, diesem die dem Kontrakt zugrundeliegenden Basiswerte DAX® EX (Bezeichnung des börsengehandelten Fonds am Kassamarkt) am 20. August 04 gegen Zahlung des Basispreises von 38 Euro abzu-

Durch den Verkauf des Call-Kontraktes ist er bei Ausübung der Option durch den Käufer verpflichtet, diesem die dem Kontrakt zugrundeliegenden Basiswerte DAX® EX am 20. August 04 für 42 Euro zu verkaufen.

Für den verkauften Put erhält der Investor (bei einer unterstellten Volatilität von 25 im DAX®) ca. 44 Euro (0,44 Euro x 100) und für den verkauften Call erhält der Investor ca. 52 Euro, insgesamt also ca. 96 Euro. Jeder Punkt des Index DAX® ist hier 1 Euro wert.

#### Welchem Risiko unterliegt das Investment?

Der Käufer der Put-Option hat gegen Zahlung der Optionsprämie in Höhe von 44 Euro das Recht erworben, dem Verkäufer (Investor) 100 DAX® EX-ETFs für jeweils 38 Euro am 20. August 04 zu verkaufen. Dieses Recht wird der Käufer immer dann wahrnehmen, wenn er am Verfalltag durch die Put-

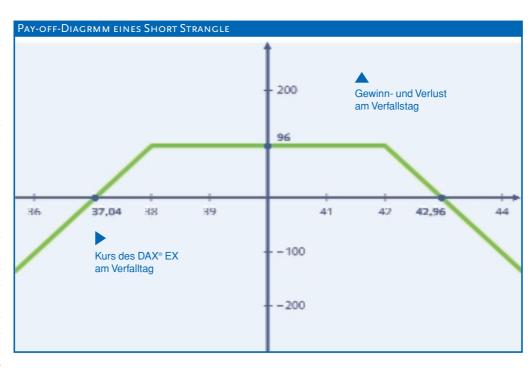
Option mehr Geld vom Verkäufer der Put-Option erhält als am Kassamarkt, d.h. wenn der DAX® Index am Verfalltag unter 3.800 Punkten notiert bzw. der DAX® EX unter 38 Euro. Für den Verkäufer der Put-Option besteht somit erst ein Risiko, wenn der DAX® am 20. August unter 3.800 Punkten notiert. Jeder Punkt darunter kostet ihn einen 1 Euro.

Der Käufer der Call-Option, hat gegen Zahlung der Optionsprämie in Höhe von 52 Euro das Recht erworben, bei dem Verkäufer 100 DAX® EX-ETFs für jeweils 42 Euro am 20. August 04 kaufen zu können. Dieses Recht wird der Käufer immer dann wahrnehmen, wenn er am Verfalltag durch die Call-Option weniger Geld beim Verkäufer der Call-Option bezahlen muß als am Kassamarkt, d.h. wenn der DAX® Index am Verfalltag über 4.200 Punkten bzw. der DAX® EX über 42 Euro notiert. Für den Verkäufer der Call-Option besteht somit erst ein Risiko, wenn der Index am 20. Juli über 4.200 Punkten liegt. Jeder Punkt darüber kostet ihn in diesem Beispiel 1 Euro. Ein starker Kursverfall bzw. Kursanstieg im Index kann für den Investor somit auch einen deutlichen Verlust bedeuten.

#### Welche Chancen bietet das Investment?

Betrachtet man nun beide Verkäufe zusammen, so liegt der besondere Reiz für den Investor darin, daß er lediglich ein Risiko hat, wenn der DAX® Index am Verfalltag unter 3.800 oder über 4.200 Punkten notiert. Im Bereich zwischen 3.800 und 4.200 Punkten behält er die eingenommene Prämie, was bezogen auf einen DAX®-Stand in Höhe von 4.000 Punkten ca. 2,5 % zusätzliche Rendite für einen Zeitraum von 35 Tagen bedeutet.

Darüber hinaus wirkt sich eine fallende Volatilität im DAX® Index während dieses Zeitraums positiv auf die Gesamtposition aus. Dies ist besonders für Investoren zu bedenken, die beabsichtigen, ihre Position vor dem Verfalltag glattzustellen.



#### Was passiert jedoch, wenn die Position gegen den Investor läuft?

Angenommen der Aktienindex DAX® fällt unter 3.800 Punkte oder steigt über 4.200 Punkte, dann kann der Investor seine durch beide Verkäufe eingenommene Prämie (96 Euro) komplett auf "eine Seite legen" um dort die Verluste auszugleichen. Mit anderen Worten, erst wenn der Index unter 3.704 fällt (3.800 minus 96) oder über 4.296 steigt (4.200 plus 96), bewegt sich die Gesamtposition in die Verlustzone und zwar mit 1 Euro pro Punkt. Ein DAX® Stand am 20. August 2004 in Höhe von beispielsweise 3.650 Punkten (oder 4.350 Punkte) würde einen Verlust in der Gesamtposition von 54 Euro bedeuten. Bei dieser Strategie hat man unbegrenztes Risiko aufgrund der Tatsache, daß der DAX® Index unbegrenzt steigen und fallen kann. Der Gewinn ist begrenzt auf die eingenommene Prämie.

Berücksichtigt man, daß der Investor diese Optionskombinationsstrategie bei einem DAX® Stand von 4.000 Punkten eingegangen ist, so muß sich der ETF und somit der zugrundeliegende Index um fast 9 % in 35 Tagen bewegen, bevor die eingenommene Prämie von 96 Euro gefährdet ist.

## Exkurs – was ist ein Long Strangle:

Im Gegensatz zum Short Strangle, bei dem der Investor keine stärkeren Marktbewegungen erwartet, setzt der Investor eines Long Strangles auf starke Kursbewegungen des Index, in unserem Beispiel des Index DAX®, unabhängig von der Kursrichtung. In diesem Fall kauft er einen Put und gleichzeitig einen Call zu unterschiedlichen Ausübungspreisen. Betrachtet man diese Strategie am Verfalltag, so gewinnt der Investor an jedem Punkt, den der Index unterhalb des Basispreises des gekauften Puts und oberhalb des Basispreises des gekauften Calls notiert. Bei dieser Strategie ist das Risiko begrenzt auf die bezahlte Optionsprämie, und das Gewinnpotential ist unbegrenzt.

# **Eine clevere Alternative zum Optionsschein**

Mit Discount-Call- und Discout-Put-Zertifikaten das Risiko minimieren

Von Grégoire Toublanc, Derivate-Spezialist bei BNP Paribas

Neben der Möglichkeit, Call- oder Put-Optionen zu kaufen und später wieder zu verkaufen, hat der Anleger an der Eurex eine weitere Möglichkeit: Er kann Optionen leerverkaufen. Diese an sich sehr spekulative Art des Handelns ist in Kombination mit anderen Geschäften eine vielfach genutzte Möglichkeit, um das Risiko eines Engagements in einer Aktie oder in einem Optionsschein zu verringern.

#### Was heißt "Shorten"?

Beim Shorten eines Optionskontrakts - Fachjargon für Leerverkauf – verkauft der Investor etwas, was er im Grunde genommen gar nicht besitzt. Worin liegt hier der Sinn? Der Händler, der eine Call-Option shortet, bekommt vom Käufer unmittelbar die Prämie der Option ausbezahlt. Er spekuliert darauf, daß diese Prämie in Zukunft weniger wert sein oder wertlos verfallen wird. Tritt seine Vermutung ein, so kann er zu einem günstigeren Preis kaufen und so die Position schließen. Er verdient die Differenz zwischen dem ursprünglichen Verkaufskurs und dem aktuellen Kaufkurs. Die verstreichende Zeit spielt für den Verkäufer bzw. Stillhalter eine entscheidende Rolle: Täglich verliert die Option einen Teil des Zeitwertes. Liegt sie am Laufzeitende "aus dem Geld", ist also wertlos, so hat er die komplette Prämie verdient.



Ein Schutzmechanismus zahlt sich nicht nur beim Fallschirmspringen aus

#### Höheres Risiko als beim Kauf

Aber Achtung! Solche Geschäfte sind hoch riskant: Was ist, wenn der Basiswert steigt? Die Call-Option wird zunehmend teurer, so daß der Stillhalter seine Position nur zu einem höheren Kurs schließen kann. Theoretisch kann eine Aktie unendlich steigen, so also auch der Wert der Call-Option. Das Risiko beim Call-shorten ist somit unbegrenzt, während der



Grégoire Toublanc

mögliche Gewinn von vornherein auf die Prämie beschränkt ist. Daher muß der Call-Verkäufer einen Geldbetrag als Sicherheitsleistung oder sogar die zugrundeliegenden Aktien im Depot hinterlegen. Daher wundert es, daß sich dank der Shorting-Möglichkeit das Risiko eines Basisinvestments senken läßt. Dies wird am Beispiel von Discount-Call-Zertifikaten schnell deutlich.

#### Discount-Calls als Alternative zum Optionsschein

Angenommen, ein Anleger erwartet einen Dax-Stand von 4.300 Punkten am Ende des Jahres 2004. Dies würde zum momentanen Kurs von 3.936 ein Plus von 9,2 % bedeuten. An dieser vermuteten Entwicklung möchte er überproportional partizipieren, beispielsweise über einen Call-Optionsschein mit Basispreis 3.800 und Laufzeit bis 17.12.2004. Dieser Schein kostet heute 3.71 Euro. Erfüllt sich die Annahme, so ist der Schein am Laufzeitende 5 Euro Wert und hat einen Gewinn von ca. 35 % erwirtschaftet. Alternativ zum einfachen Call 3.800 hätte der Investor einen Discount-Call mit Basispreis 3.800 und Cap 4.300 (Cap = Deckel) kaufen können.

#### Worin liegt der Unterschied, und was genau ist ein Discount-Call?

Ein Discount-Call ist die Verbriefung zweier gleichzeitiger Optionsgeschäfte. Der Investor kauft einen Call mit Basispreis 3.800 und Laufzeit 17.12.2004 zu 3,71 Euro und verkauft parallel einen Call mit Basispreis 4.300 und gleicher Laufzeit. Für den verkauften Call erhält er unmittelbar 0,86 Euro Prämie. Diese mindert so125%

mit den Einstandspreis des erworbenen Calls 3.800. Der Discount-Call kostet nun 2,85 Euro (3,71 minus 0,86) ist also um 23 % billiger als der einfache Call 3.800.

#### **Drei Szenarien**

Am Laufzeitende gibt es drei Möglichkeiten:

- 1) Der Basiswert (hier der Dax) notiert auf oder über dem Cap-Preis: Der Investor erhält den maximalen Auszahlungsbetrag: 5 Euro. Dieser errechnet sich aus der Differenz zwischen Cap und Basispreis.
- 2) Der Basiswert liegt zwischen Cap und Basispreis. Hier erhält der Investor die Differenz zwischen dem Basispreis und dem aktuellen Stand des Basiswertes.
- 3) Die dritte Möglichkeit besteht darin, daß entgegen der Erwartung des Investors - der Basiswert den Basispreis unterschreitet. Hier erleidet der Investor einen Totalverlust seines Einsatzes. Dies gilt allerdings nur zum Zeitpunkt des Verfalls. Während der Laufzeit zieht ein Unterschreiten des Basispreises keinen Totalverlust nach sich.

Die untenstehende Tabelle zeigt die Rendite des Dax Discount-Calls am Laufzeitende im Vergleich zu der des klassischen Optionsscheins.

#### Vergleich

Das Ergebnis ist eindeutig: Am Laufzeitende schneidet der Discount-Call zwischen 3.800 und 4.451 Punkten immer besser ab als der vergleichbare Optionsschein. Begründung: Der Discount Call mit 2,85 Euro ermöglicht im Gegensatz zu einem klassischen Call (3,71 Euro) eine Reduktion des Einstiegspreises in Höhe von 23 %. Erst ab einem Dax-Niveau von 4.451 Punkten ("Outperformance Punkt") wäre ein Investment in den herkömmlichen Call vorteilhafter gewesen.

Zusätzlich gibt es weitere Vorteile: Neben der erhöhten Rendite des Discount-Calls (siehe Tabelle) fallen zudem die Risiken geringer aus. Liegt der Dax am Laufzeitende etwa unter der Erwartung des Anlegers nur bei 4.100 Punkten, erleidet der Call einen Verlust von 19 %. Der Discount-Call aber ist mit 5 % Wertzuwachs bereits in der Gewinnzone.

Da bei 3.800 Punkten und darunter in beiden Fällen ein Totalverlust eintritt, sollte der Investor darauf achten, den Discount-Call auszuwählen, der seiner persönlichen Risikoneigung entspricht. Bevorzugt ein Anleger ein geringes Risiko, sollte er auf solche Discount-Calls zurückgreifen, bei denen die Aktie oder der Index bereits weit über dem Cap notiert. Denn hier darf der Basiswert per Laufzeitende sogar bis zum Cap sinken, und trotzdem erhält der Investor die maximale Rendite.

#### Wie wählt man einen Discount-Call aus?

Discount-Calls eignen sich für jeden klassischen Optionsscheinanleger, der konkrete Kursziele für einen Basiswert hat



Vergleich discount-Call mit Call-Optionsschein

und überproportional an der erwarteten Entwicklung partizipieren will. Ist dies der Fall, so wählt der Investor einen Discount-Call aus, bei welchem der Cap mit dem erwarteten Kursziel übereinstimmt. Somit wird zwar die potentielle Performance oberhalb des Caps "abgeschnitten", aber letztendlich erwartet der Anleger ja auch nicht, daß der Basiswert über sein Kursziel hinaus steigen wird. Es macht also Sinn, die Erwartung "Basiswert steigt über Kursziel hinaus" durch das Shorten des Calls zu verkaufen, um vom daraus resultierenden Discount zu profitieren.

Der Nachteil gegenüber einem einfachen Call-Optionsschein ist natürlich, daß der Gewinn begrenzt ist. Steigt der Basiswert wider Erwarten – weit über das Kursziel hinaus, so ist die Performance des Calls eindeutig höher. Discount-Calls können auch für konservative Investments hochinteressant sein. Dafür wählt man ein Papier, dessen Cap weit unter dem aktuellen Kurs des Basiswertes liegt.

#### Beispiel:

Mit einem Discount-Call Dax 2.500 bis 3.000 und Verfall im März 2005 erzielt man die maximale Rendite von 7,3 %, wenn der Dax am Laufzeitende über 3.000 Punkten notiert. Mit anderen Worten darf der Index bis zum Laufzeitende um stolze  $24\,\%$ unter das aktuelle Niveau (3.936) gesunken sein. Ein Discount-Zertifikat mit einem Cap bei 3.000 würde dagegen lediglich 4 % Performance einbringen. Dafür erleidet das Discount-Zertifikat allerdings auch keinen Totalverlust unter 2.500 Indexpunkten.

#### **Fazit**

Prinzipiell gilt folgendes: im Vergleich zu einem Optionsschein ist ein Discount-Call grundsätzlich risikoärmer und bietet innerhalb einer bestimmten Bandbreite immer eine höhere Rendite. Im Vergleich zu einem Discount-Zertifikat mit gleichem Cap ist der Discount-Call renditestärker, nur steigt auch das Risiko: Es

> besteht die Möglichkeit des Totalverlusts. Handelbar sind die Produkte über die Börsen in Stuttgart (EUWAX) und Frankfurt (Smart Trading).

Prozentuale E	NTWICKLU	ng in Abhä	NGIGKEIT V	ом Dax				
Dax Stand	<3.800	3.900	4.000	4.100	4.200	4.300	4.400	4.451
CALL	-100 %	-73 %	-46 %	-19 %	+8 %	+35 %	+62 %	+75 %
DISCOUNT- CALL	-100 %	-65 %	-30 %	+5 %	+40 %	+75 %	+75 %	+75 %

# "Mit Rücksetzern von wenigstens 30 % kalkulieren"

Smart Investor im Gespräch mit Oliver Disler\* von ABN Amro über Rohstoff-Zertifikate

Smart Investor: Auf welche Rohstoffe läßt sich am deutschen Markt mit Zertifikaten spekulieren?

Disler: Das Angebot an Zertifikaten umfaßt neben Rohstoff-Indices wie den Goldman Sachs Commodity Index oder den AIG Commodity Index nahezu alle Edelmetalle wie Gold und Silber, Basismetalle wie Aluminium und Kupfer oder Agrarprodukte wie Zucker oder Kaffee.

Smart Investor: Mit welchen unterschiedlichen Zertifikate-Arten läßt sich auf Rohstoffe setzen bzw. welches Instrument ist für welche Strategie geeignet?

Disler: Zur Portfoliodiversifikation eignen sich Index-Zertifikate auf Rohstoffindices, den Ölpreis oder den Metal-Basket, der den Basismetall-Bereich abdeckt. Da viele Rohstoffe in US-Dollar notieren, sollte sich der Anleger des Währungsrisikos bewußt sein. Währungsgesicherte Quanto-Zertifikate offerieren hier eine interessante Lösung. Mit Mini-Future-Zertifikaten oder Optionsscheinen auf Rohstoffe kann sich der spekulative Trader im Markt engagieren.

Smart Investor: Worin liegen dabei die Vorteile gegenüber einer Spekulation an den großen Warenterminbörsen, wo man klassische Optionen und Futures handeln kann?

Disler: Nur die wenigsten Anleger verfügen über einen Zugang zu den Terminbörsen. Der Markt ist stark fragmentiert. Alle Rohstoffkontrakte notieren an sechs verschiedenen Terminbörsen. Zudem sind die Handelsbedingungen - z.B. die Margin -, Handelszeiten und Währungen unterschiedlich. Zertifikate sind zu deutschen Handelszeiten handelbar und funktionieren für alle Rohstoffe unter denselben Vorraussetzungen.

Smart Investor: Ein europäischer Goldinvestor hat einen Großteil des Goldpreis-Anstiegs des letzten Jahres nicht mitnehmen können, weil der fallende US-Dollar viel von der Gold-Outperformance aufgefressen hat. Läßt sich dieses Dilemma mit Deriva-

Disler: Quanto-Zertifikate bieten dem Anleger eine implizite dynamische Währungsabsicherung. Neben dem Kaufkurs werden auch alle zukünftigen Erträge der Anlage gegen Währungsverluste abgesichert.

Smart Investor: Angenommen, man ist wie der Smart Investor langfristig sehr bullish für Silber bzw. Silberaktien. Mit welchen Derivaten könnte man auf diese Strategie setzen?

Disler: Aufgrund der Währungsproblematik sollten Anleger auch beim Silber zur währungsgesicherten Variante greifen. Ebenfalls interessant, aber etwas spekulativer ist ein Basket auf Silberminenaktien oder ein Mini Future Zertifikat einem tiefen Basispreis eventuell bei 4 US-\$. Der Anleger kann damit die Performance nochmal zusätzlich "hebeln".

Smart Investor: Wenn man sich den äußerst dramatischen bruch am Silbermarkt im April und Mai ankann dann guten Gewissens Hebel-Zertifikate auf Rohstoffe empfehlen, schließlich ist doch



Oliver Disler

hier die Gefahr eines Beinahe-Totalverlustes enorm hoch? Disler: Anleger, die sich langfristig engagieren, sollten mit Rücksetzern von wenigstens 30 % kalkulieren und dementsprechend auch ihr Hebel-Zertifikat auswählen. Aggressivere Papiere können immer nur der kurzfristigen Anlage dienen.

Smart Investor: Es wird in der Finanzbranche gemutmaßt, daß das relativ teure Platin im Vergleich zum relativ billigen Palladium nachgeben wird. Ließe sich solch eine Meinung mit strukturierten Produkten umsetzen?

Disler: Die Preisspreizung ist momentan sehr extrem, eine derartiges Szenario ist somit nicht unrealistisch. Zum einen können Anleger natürlich über Hebel-Zertifikate oder Optionsscheine auf den Preisanstieg des Palladiums setzen. Den Spread direkt kann man mit strukturierten Produkten leider noch nicht umsetzen.

Smart Investor: Ihr Haus bietet auch Produkte mit Kapitalschutz an. Was muß man darunter verstehen?

Disler: Kapitalgarantierte Produkte ermöglichen am Laufzeitende eine Rückzahlung des Kapitaleinsatzes und funktionieren damit wie eine Anleihe. Die Kuponzahlung wird ersetzt durch eine Partizipation an der Entwicklung von Rohstoffnotierungen.

Interview: Ralf Flierl

<sup>\*)</sup> Oliver Disler, Vizedirektor bei ABN AMRO Bank N.V., Zweigniederlassung Zürich, ist verantwortlich für den Verkauf von derivativen Finanzinstrumenten auf Aktien und Rohstoffe in der Schweiz

# "Eine der schnellst wachsenden Wirtschaftsregionen"

Smart Investor im Gespräch mit Thorsten Welgen, Direktor Listed Products Germany bei der Société Générale, über Asien-Zertifikate

Smart Investor: Herr Welgen, die Société Générale hat in letzter Zeit eine ganze Reihe von Zertifikaten mit Focus Asien herausgebracht, warum?

Welgen: Asien ist zur Zeit eine der schnellst wachsenden Wirtschaftsregionen. Aus den Fehlern des letzten Asien-Crashs wurde gelernt, die Rahmenbedingungen für Investitionen haben sich seither wesentlich verbessert. Das Handelsvolumen steigt mit der Nachfrage nach Investitions- wie auch Konsumgütern, und viele asiatische wie westliche Unternehmen werden von der weiteren Öffnung der Märkte und intensiveren Handelsbeziehungen stark profitieren.

Smart Investor: Welches sind die Vorteile von Zertifikaten gegenüber einem direkten Investment in asiatische Aktien?

Welgen: Durch den Einsatz von Zertifikaten kann der Investor ganz einfach auch komplexe Anlagestrategien umsetzen und Transaktionskosten einsparen. Der direkte Zugang zu den asiatischen Märkten wäre für die meisten Anleger sehr aufwendig und teuer oder gar nicht möglich. Mit dem Einsatz von Derivaten kann der Anleger sehr bequem und zu geringen Kosten innerhalb der europäischen Handelszeiten auf einen liquiden Markt zurückgreifen, der vom Emittenten sichergestellt wird.

Smart Investor: Alle Welt spricht von China, allerdings lauern dort wohl auch jede Menge Gefahren.

Was raten Sie einem China-interessierten Anleger, der nicht zuviel Risiko eingehen

Welgen: Wenn wir von Risikoreduzierung sprechen, kommen wir nicht umhin, die moderne Portfoliotheorie und Diversifikation in Betracht zu ziehen. Diversifikation bedeutet eine Verteilung der Anlagen auf verschiedene Werte, um nicht von der Entwicklung eines Unternehmens abhängig zu sein: Investieren Sie in einen Index! Sie sind dann auf sehr transparente Weise in einem ganzen Markt investiert. Je nach Markteinschätzung und Risikoneigung stehen dem Investor verschiedene Index-, Bonus- und Discount-Zertifikate zur Verfügung.

Smart Investor: Emerging Markets im allgemeinen und asiatische Märkte im besonderen sind bekannt für die drastischen Kursausschläge. Gibt es Möglich-



keiten, sich durch Derivate dagegen zu schützen?

Welgen: Wer bereits über ein Asien-Engagement verfügt und sich nun gegen Kursverluste schützen möchte, kann auf Put-Optionsscheine set-Absicherungen sind in bestimmten Marktsituationen sinnvoll, können aber bei längerer Haltedauer recht kostspielig werden. Recht komfortabel werden vorübergehende Kursschwan-



Thorsten Welgen

kungen durch die bewährte Konzeption des Risikopuffers von Discount-Zertifikaten abgefangen: Aktien bzw. Indices werden mit Discount erworben; im Gegenzug verzichtet der Anleger ab einem bestimmten Kursniveau auf weitere Gewinne.

Smart Investor: Wer in Asien investiert, hat zusätzlich noch das Währungsrisiko. Was raten Sie einem Anleger diesbezüglich?

Welgen: Das Währungsrisiko kann aus verschiedenen Gründen bei einer Anlage in Asien weniger gut eingeschätzt werden als bei einer Anlage im westlichen Währungsraum. Es empfiehlt sich, auf Produkte zurückzugreifen, die mit dem sogenannten Quanto-Mechanismus ausgestattet sind, d.h. bei denen das Währungsrisiko komplett ausgeschaltet ist.

Smart Investor: Was empfehlen Sie in Anbetracht des jüngsten Crashs in Indien einem Anleger, der sich in Asien engagieren

Welgen: Großen Chancen stehen meistens entsprechende Risiken gegenüber. Der Anleger sollte sich vor einer Investitionsentscheidung über seinen Anlagehorizont in Klaren sein und sich mentale Stop-Loss-Marken setzen, bei denen er sein Engagement verkleinert oder beendet. Um das Länder-Risiko zu minimieren, können Anleger zu Zertifikaten greifen, mit denen sie in mehreren Märkten gleichzeitig investiert sind, und deren Allokation auf nachvollziehbaren Parametern immer wieder an aktuellen Marktgegebenheiten angepaßt wird.

Interview: Ralf Flierl

# Die Kunst der richtigen Strategie



## Über die Performance und die Sinnhaftigkeit von Strategie-Zertifikaten

Angefangen hat alles in den 90er Jahren mit Index- und Discount-Zertifikaten. Heute, rund zehn Jahre später, ist die angebotene Produktpalette erheblich umfangreicher geworden, und die Emittenten versuchen mit immer ausgefalleneren Zertifikaten Investoren zu gewinnen. Immer mehr an Bedeutung gewinnen dabei die sogenannten Strategie-Zertifikate, in denen nach klar formulierten Regeln als erfolgreich eingeschätzte Investmentansätze verfolgt werden. Zum Teil erfordern diese Strategien jedoch einen recht ansehnlichen Verwaltungsaufwand, den sich die Manager bezahlen lassen. Außerdem müssen sich die Anleger voll und ganz auf das Geschick der Experten verlassen, die sich zwar streng an die bei der Auflegung festgehaltenen Regeln halten müssen, dennoch: Ein gewisser Ermessensspielraum bleibt trotzdem.

#### Auf den Squeeze-out spekulieren

Ein Beispiel: Im Squeeze-out-Basket-Zertifikat von Sal. Oppenheim (ISIN: DE000SAL2QZ2) sind, mit unterschiedlicher Gewichtung, die Anteilsscheine von zehn Aktiengesellschaften enthalten, bei denen die Experten des Bankhauses in naher Zukunft mit einer Zwangsabfindung der freien Aktionäre rechnen und sich im Hinblick darauf hohe Chancen versprechen. Die größten Positionen sind zur Zeit mit einem Anteil von zusammen 75 % Brau und Brunnen, Buderus, Celanese, Hoechst und SAP SI. Bis zum Laufzeitende am 31.3.2009 profitiert der Anleger von eventuellen Abfindungszahlungen und möglichen Nachbesserungen, aber auch von den Kurssteigerungen der Aktien. Wichtig ist, daß die Zusammensetzung des Baskets von der Emittentin jederzeit angepaßt werden kann. Der recht hohe Aufwand dieser Strategie muß allerdings bezahlt werden: Neben der einbehaltenen Dividende fällt quartalsweise eine Management-Gebühr von 0,3125 % an und zusätzlich bei Erfolg eine Performance-Fee von 10 %. Ob die Spekulation bei dem erst vor kurzem aufgelegten Zertifikat aufgeht, muß sich aber erst noch zeigen. Bisher liegt bei keiner der ausgewählten Firmen überhaupt ein Squeeze-out-Beschluß vor.

#### Der MACD-Indikator als Basis

Auch für den Fan der Technischen Analyse ist gesorgt. Die Dresdner Bank offeriert ein Zertifikat auf den Dax, bei dem je nach Signallage des MACD-Indikators eine Long- oder Short-Position auf den Index eingegangen wird (ISIN: DE0005909097). Der MACD basiert auf drei gleitenden Durchschnitten unterschiedlicher Glättung, die zueinander in Beziehung gesetzt werden. Dargestellt wird er in Form zweier Linien. Ein Signal entsteht, wenn die schnellere die langsamere Linie von unten nach oben (Kauf) oder von oben nach unten (Verkauf) schneidet. Mit Blick auf die



recht aufwendige Strategie - die Anpassung erfolgt wöchentlich - und die fast durchweg positive Entwicklung des Dax in den letzten 12 Monaten läßt der Erfolg aber eher zu wünschen übrig. Aufgelegt im November 2002 hat dieses Zertifikat die Abwärtsbewegung des deutschen Aktienindex bis März 2003 voll mitgemacht, seitdem den Anstieg aber nur unterproportional nachvollzogen. Einem Dax-Anstieg von mehr als 70 % in diesem Zeitraum steht beim MACD-Zertifikat ein Zuwachs von nur 35 %, also der Hälfte, gegenüber.

#### Die Momentum-Strategie

Nicht viel besser sieht es beim MDax-Momentum-Zertifikat der DZ-Bank aus (ISIN: DE0006522691). Dieses Papier mit einer Laufzeit bis April 2007 basiert auf einem Basket, bestehend aus den jeweils 15 MDax-Werten, die während der letzten acht Monate die beste Kursentwicklung aufweisen konnten. Die sogenannte Momentum-Strategie setzt nämlich darauf, daß starke Aktien vorerst weiter stark bleiben und schwache tendenziell weiter an Wert verlieren werden. Alle zwei Monate wird die Zusammensetzung aktualisiert, der Aufwand ist also zumindest geringer als beim oben genannten MACD-Papier. Aufgelegt am 14. April 2002 zu 100 Euro notiert das Zertifikat derzeit bei 98 Euro, hat also 2 % verloren, während der MDax um etwa 10 % zugelegt hat - auch kein besonders überzeugendes Ergebnis. Neben dem Verzicht auf die Dividenden fallen für den Anleger in diesem Fall keine weiteren Kosten an, allerdings beträgt die Geld/Brief-Spanne immerhin  $2\,\%$ . Auch dieser Betrag muß erst einmal verdient werden.

#### Eine "künstliche Intelligenz" trifft die Entscheidungen

Einen interessanten Ansatz verfolgt das Strategie-Zertifikat der Société Générale, bei dem die Entscheidungen über Kauf oder Verkauf mit Hilfe eines selbstlernenden Bewertungssystems, also einer künstlichen Intelligenz, getroffen werden (ISIN: DE0006482805). Das Zertifikat basiert auf einem Korb von 15 amerikanischen Biotechnologie-Unternehmen, deren Zusammensetzung vierteljährlich angepaßt wird. Da es bereits seit zweieinhalb Jahren am Markt ist und damit die lange Baisse, die insbesondere die Biotechbranche stark erschüttert hat, voll mitgemacht hat, darf das Minus von 30 % seit Auflegung nicht überbewertet werden. Seit März 2003 hat das Papier wieder 50 % zugelegt und braucht sich mit dieser Performance sicher nicht zu verstecken.

#### Transparenz oft nicht gegeben

Letzteres Beispiel zeigt deutlich, daß der Fantasie der Emittenten keine Grenzen gesetzt sind. Ob die vielen Ideen aber auch immer sinnvoll für den Anleger sind, ist fraglich. Zwar können die zum Teil recht komplizierten Strategien vom Anleger aufgrund des erheblichen Zeit- und Recherche-Aufwands nicht ohne weiteres selbst verfolgt werden, der Erfolg läßt aber in vielen Fällen sehr zu wünschen übrig. Bei den genannten Zertifikaten war die Wertentwicklung in der Regel schlechter als bei der zugrundeliegenden Benchmark. Ein ganz normales Index-Zertifikat wäre die lohnendere Alternative gewesen. Sinnvoller sind also vielleicht die einfacher gestrickten Zertifikate, die zwar auch eine feste Strategie verfolgen, deren Funktionsweise sich aber vom Anleger besser durchschauen läßt, was bei Zurateziehen einer künstlichen Intelligenz völlig unmöglich ist. Allerdings muß dies auch kein Nachteil sein.

#### Rolling-Discounts klingen vielversprechend

Weniger kompliziert und dennoch interessant klingt das Prinzip der Rolling-Discounts, der Nachfolger der ursprünglichen Discount-Zertifikate, die eigentlich auch zu den Strategie-Zertifikaten gezählt werden müssen (sh. S. 34, 50). Bei diesem Produkt wird das Stillhaltergeschäft, das den Discount ermöglicht, jeden Monat erneuert, so daß trotz der festen Laufzeit der Termingeschäfte die Laufzeit des Zertifikates unbegrenzt sein kann und der Anleger auch in stagnierenden und sogar in leicht fallenden Märkten attraktive Renditen erzielen kann, was dieses Produkt gerade in etwas unsicheren Zeiten attraktiv macht. Nach Aussage der Emittenten hat sich in der Rückrechnung gezeigt, daß Rolling-Discounts in den letzten Jahren die Indices klar outperformt hätten. Durch die ständige Anpassung des Cap an die aktuelle Situation kann der Anleger aber auch von einem steigenden Markt zumindest in weiten Teilen profitieren.

#### Stillhaltergeschäft dämpft das Risiko

Ein Blick auf ein bereits länger notiertes Papier bestätigt dies: In den letzten 12 Monaten, einem Zeitraum, in dem der Dax um etwa 25 % zugelegt hat, konnte das Dax Endlos Rolling-Discount Zertifikat der UBS (DE0001728723) immerhin 21 % an Wert gewinnen. Die im Vergleich zum Dax etwas niedrigere Performance ist der Preis für die zusätzliche Rendite, die sich aus dem ständigen Verkauf der Optionen ergibt und die in schlechten Zeiten den



Anzeig

## Die Geschichte des Wertpapiers

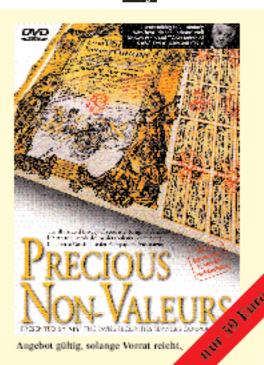
Bestellen Sie jetzt die packende DVD\* zur Geschichte des Wertpapiers. Erleben Sie Finanz- und Wirtschaftshistorie in 13 spannenden Kapiteln.

Bestellen Sie Ihre DVD für nur 39 Euro:

E-Mail: schmitt@hwph.de Telefon: 08106 - 24 61 86

Fax: 08106 - 24 61 88

\*Der Film ist in drei Sprachen auf der DVD enthalten: Englisch (Originalton), Deutsch und Französisch als Voice Cover





halten.

schon vermuten läßt, setzt dieses Papier auf die 16 weltweit tätigen Aktiengesellschaften, die im gleichnamigen Index zusammengefaßt sind. Wie bestimmte Studien zeigen, sollen sich Aktien mit hoher Dividendenrendite langfristig besser entwickeln als ihre auszahlungsschwachen Kollegen. Zumindest in den letzten drei Jahren, dies zeigt ein Vergleich mit dem Weltindex MSCI, war dies bei diesem Zertifikat aber nicht der Fall.

#### **Investmentfonds oder Zertifikat?**

Spätestens am letzten Beispiel wird offensichtlich, wie fließend die Grenzen zwischen Zertifikaten und Fonds inzwischen geworden sind. Investmentfonds, die auf Aktien mit ho-

Übersicht ausgewählter Strategie-Zertifikate				
ISIN	EMITTENT	STRATEGIE	Laufzeit	Kurs (25.06.)
DE000SAL2QZ2	SAL. OPPENHEIM	Squeeze-out	07.04.2009	105,03 Euro
DE0005909097	Dresdner Bank	MACD	UNBEGRENZT	77,03 Euro
DE0006522691	DZ Bank	Momentum	18.04.2007	98,00 Euro
DE0006482805	Société Générale	Künstl. Intelligenz	12.05.2005	65,60 Euro
DE0001728723	UBS	ROLLING DISCOUNTS	UNBEGRENZT	143,30 Euro
DE0006211345	BNP Paribas	DIVIDENDE	01.09.2006	68,20 Euro

#### Sind einfache Strategien erfolgreicher?

Auch wenn also manche Zertifikate mit klangvollen Strategien unterlegt sind, müssen diese nicht immer die bessere Wahl sein. Oftmals ist die Transparenz für den Anleger überhaupt nicht mehr gegeben, und er muß sich voll und ganz auf das Geschick der jeweiligen Verwalter verlassen. Zudem verlangen eben diese für ihre Tätigkeit je nach Komplexität der Konstruktion teilweise satte Gebühren, die die Rendite schmälern. Geeigneter für den langfristigen Erfolg dürften die einfacher gestrickten Papiere sein, zu deren Vertretern unter anderem die altbekannten In-

> dex- und Discount-Zertifikate zählen, mit denen einst alles begonnen hat. So wie es den meisten Fondsmanagern nicht gelingt, ihre Benchmark outzuperformen, dürfte dies auf Dauer auch den wenigsten Zertifikate-Managern beschieden sein.

> > Matthias Wahler

# **Hedgefonds**

## Direktanlagen contra Hedgefonds-Zertifikate

## Von Ralf Dieckvoß, CEFA-Investmentanalyst/DVFA

#### Der Bundesminister der Finanzen warnt:

"Bei diesem Investmentfonds müssen Anleger bereit und in der Lage sein, Verluste des eingesetzten Kapitals bis hin zum Totalverlust hinzunehmen." Dieser Warnhinweis ist seit dem Inkrafttreten des Investmentmodernisierungsgesetzes am 1. Januar 2004 auf jedem Verkaufsprospekt eines Hedgefonds zu finden. Mit diesem Gesetz, dessen Ziel die Fortentwicklung und Steigerung von Leistungsfähigkeit und Attraktivität des Investmentstandortes Deutschland ist, erfolgte die erstmalige Zulassung von "Sondervermögen mit zusätzlichen Risiken" in Deutschland. Anbieter von Hedgefonds treffen seitdem auf liberale rechtliche Rahmenbedingungen. Das Gesetz unterscheidet Single Hedgefonds von Dach-Hedgefonds, die in erstere investieren und somit eine Streuung über verschiedene Manager und Strategien (siehe Kasten) ermöglichen. Zum Schutz der Privatanleger dürfen Single Hedgefonds nicht öffentlich vertrieben werden.

#### Die große Freiheit der Unterschied zu traditionellen Investmentfonds

Im Gegensatz zu traditionellen Investmentfonds unterliegen Hedgefonds kaum regulatorischen Einschränkungen. Hedgefonds-Managern stehen im Vergleich zu ihren Kollegen sämtliche Anlegeinstrumente wie Leerverkäufe, die Fremdkapitalaufnahme (Leverage) und der Einsatz von Derivaten zur Auswahl. Dies macht Hedgefonds flexibler als traditionelle Investmentfonds. Das gemeinsame Ziel der Hedgefonds besteht darin, unabhängig vom gegenwärtigen Trend an den Aktien- und Rentenmärkten Gewinne zu erzielen – also auch bei fallenden Kursen. Investoren müssen beachten, daß die Rücknahme von Anteilen nur zu bestimmten Rücknahmeterminen möglich ist. Mindestens jedoch einmal in jedem Kalendervierteljahr.

#### Der Erfolg der Hedgefonds

Aufgrund des Verlaufs der Aktienmärkte in den letzen Jahren sowie des historisch niedrigen Zinsniveaus sind alternative Anlageformen wie Hedgefonds und Private Equity vermehrt in den Blickpunkt des Anlegerinteresses gerückt. Diese Anlageformen versprechen attraktive Renditen oberhalb des aktuellen Zinsniveaus sowie eine weitgehende unabhängige Entwicklung von denjenigen der Aktien- und Rentenmärkte. Gerade institutionelle Anleger wollen in Zukunft einen höheren Anteil ihres Vermögens in alternative Asset-Klassen investieren. Im Gegensatz zu den USA und Großbritannien steht Deutschland hier erst am Beginn der Entwicklung.

Im Mai diesen Jahres sammelten Hedgefonds nach Angaben des Branchenverbandes BVI mit 409,1 Mio. Euro mehr Geld ein als alle klassischen Fonds-Kategorien. Optimisten der Hedgefonds-Szene gehen von der Fortsetzung momentanen Wachstumsraten von 30 % pro Jahr aus. Bis zum Jahr 2010 könnte die Branche dann ein Kapitalvolumen von rund 4.000 Mrd. US-\$ (aktuell verwalten rund 800 bis 1.000 Mrd. US-\$). Zur Zeit existieren mehr als 6.000 Hedgefonds weltweit. Die massiven Mittelzuflüsse führen allerdings



Ralf Dieckvoß

auch zu Problemen. Aufgrund der begrenzten Anlage bei erfolgreichen Hedgefonds sind Investoren gezwungen, verstärkt in neu aufgelegte Hedgefonds ohne Track Record zu investieren.

#### Hedgefonds-Zertifikate

Das bisherige Verbot des Vertriebs von Hedgefonds in Deutschland führte zum Konstrukt des Zertifikates. Hier wählt der Emittent die nach seiner Meinung besten Hedgefonds für sein Portfolio aus und gibt auf dieses Portfolio ein Zertifikat heraus, das exakt der Wertentwicklung des Portfolios entspricht. So bestand für Privatanleger schon seit einigen Jahren die Möglichkeit der indirekten Investition in Hedgefonds. Wie bei anderen Zertifikaten auch, unterliegt der Investor bei der Anlage in Hedgefonds-Zertifikate - im Gegensatz zu Dach-Hedgefonds - dem Emittentenrisiko. Die Performance der ersten Hedgefonds-Zertifikate läßt jedoch sehr zu wünschen übrig, so konnte das von den Emittenten genannte Renditeziel von 10 bis 15 % bisher bei weitem nicht erreicht werden.

Wie bei traditionellen Investmentfonds stellt sich die Frage, ob das aktive Management von Hedgefonds-Zertifikaten nicht durch einen passiven Ansatz ersetzt werden kann. Seit kurzer Zeit können Anleger in verschiedene Hedgefonds-Indices investieren. Hierzu gehört der HFRX Global Hedgefonds Index mit seinen acht Subindices, der S&P Hedgefonds Index sowie der CSFB/Tremont  $60\,Investable\,Index.\,Der\,CSFB/Tremont\,Hedge fonds\,Index\,erzielte$ in den letzen 10 Jahren eine Performance von rund 12,5 % p.a. bei einer Volatilität von nur rund 8 %. Die Mehrzahl der Hedgefonds konnte diesen Wert nicht überbieten. Im Gegensatz zu normalen Index-Zertifikaten ist die Investition in Hedgefonds Index-Zertifikate allerdings relativ teuer. So fallen z.B. beim CSFB/Tremont 60 Investable Index-Zertifikat neben dem Spread von rund 3 % noch eine "Zertifikatsgebühr" von 1,16 % p.a., eine "Indexberechnungsgebühr" von 0,84 % p.a. sowie eine "Währungsabsicherungsgebühr" von 0,48 % p.a. an. Nicht zu vergessen ist, daß die Berechnung des Indexwertes auf den Nettoinventarwerten der Indexfonds basiert, somit schließt die Indexberechnung schon Gebühren ein, welche bei den Indexfonds anfallen.

#### Erstaunliche Gebührensätze

Die Gebühren von Hedgefonds setzen sich aus dem Ausgabeaufschlag (bis zu 5 %) sowie der Managementgebühr und einer Performancegebühr, die zwischen 10 und 25 % liegen kann, zusammen. Anleger sollten darauf achten, daß das Prinzip der Highwatermark gilt. Dies stellt sicher, daß das Management die erfolgsabhängige Gebühr nur bei neuen Höchstständen erhält. Bei Dach-Hedgefonds und bei Hedgefonds-Zertifikaten zahlt der Anleger doppelte Gebühren: Ausgabeaufschlag und Jahresgebühr für den Dachfonds und die Gebühren, die der einzelne Single Hedgefonds kostet.

#### **Fazit**

In der Finanzpresse entweder mit großer Kritik (bei unerklärlichen Kursbewegungen) oder als Allheilmittel (hohe Renditen auch bei fallenden Aktienmärkten) beschrieben, liegt die Wahrheit wie so oft dazwischen. Hedgefonds können durch die Möglichkeit der Leerverkäufe und der Kreditaufnahme und die

Anzeige

Kontakt: +49 (0) 1803-131412\* www.hvb.de/indexing indexing@hvb.de n-tv S. 601 ff.



# HVB Bonus Zertifikate: Stellen Sie Ihr Höhenruder auf Steigflug.

- Volle Partizipation an Kursgewinnen des DJ EURO STOXX 50™.
- Chance auf attraktiven Ertrag in Höhe von mindestens 45%, wenn der Index während der Laufzeit nicht um 40% oder mehr fällt.
- Verzeichnet der Index größere Verluste, entspricht das Zertifikat zum Laufzeitende einem klassischen Indexzertifikat.
- Laufzeit 6 Jahre

Zeichnungsfrist: 05. Juli - 23. Juli 2004 (12 Uhr)

WKN: HV0AY5

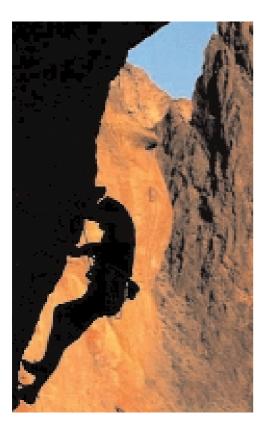
Interesse? Bufen Sie uns an!



\*9 Cent pro Minute aus dem Festnatz der Deutschan Tellakom (Skänd 06/2004) Die allein matigeblichen Verkaufsbedingungen erhalten Sieb ei der Bayerischen Hypio und Vereinsbank J.G. Framework & Documentation Services (1900/039), Arabell astraille 12, 81925 München

Ein Mittall ad der MVR Group

#### **Strategien**



Gut kombiniert können Hedgefonds auch Sicherheit ins Depot bringen

damit verbundene geringe Korrelation zu den etablierten Asset-Klassen zur Diversifikation eines Portfolios beitragen. Auf der anderen Seite sind auch bei Hedgefonds sämtliche Strategien im großen Ausmaß vom Managerrisiko betroffen, da die Fähigkeit des Managers zur Erzielung einer langfristig attraktiven Performance ein wesentliches Element ist.

Dach-Hedgefonds und Hedgefonds-Zertifikate stellen im Gegensatz zu Single-Hedgefonds die indirekte Anlagemöglichkeit und damit die risikoärmere Investition in diese Asset-Klasse dar. Der Warnhinweis auf einen Totalverlust ist bei Dach-Hedgefonds

eher theoretischer Natur. Hier stellt sich die Frage, ob zukünftig nicht bei jeder Aktie der gleiche Warnhinweis erfolgen müßte, wenn man die Performance einiger Aktien in den letzen Jahren betrachtet. Als Nachteile sind die geringe Transparenz, die geringe Liquidität und die hohen Kosten anzuführen. Nicht zu vergessen ist das Währungsrisiko, da für die meisten Hedgefonds der US-Dollar die Referenzwährung ist. Kritisch anzumerken ist weiterhin, daß es sich momentan um einen nachfragegetriebenen Markt handelt, was dazu führt, daß auch eher unerfahrene Manager einen Hedgefonds auflegen.

Nur erfahrende Privatanleger sollten die Anlage in Hedgefonds in Betracht ziehen. Sie sollten sich der hohen Kosten sowie des Risikos bewußt sein und insgesamt nur einen kleinen Teil ihres Gesamtvermögens in Hedgefonds investieren.

## Hedgefonds Strategien im Überblick

- Relative Value nutzt Fehlbewertungen zwischen miteinander verbundenen Wertpapieren wie Aktien, Renten, Optionen oder Futures aus.
- Equity Market Neutral: Aufbau identischer Positionen auf der Kauf- und Verkaufsseite in unterschiedlichen Aktien, d.h. marktneutrales Aktienportfolio ohne direktes Marktrisiko. Gewinn bei relativer Kursveränderung der Aktien.
- Convertible Arbitrage: Preisineffizienzen zwischen Wandelanleihen und ihren zugrunde liegenden Aktien werden ausgenutzt.
- Fixed Income Arbitrage: Ausnutzen von Preisanomalien zwischen verschiedenen Zinswertpapieren bzw. Zinsinstrumenten.
- Event Driven nutzt die Unsicherheit in Bezug auf den Ausgang besonderer Situationen eines Unternehmens wie Fusionen, Übernahmen, Restrukturierungen und Ausgliederungen.
- Merger Arbitrage (auch Risk Arbitrage): Es wird versucht, Abhängigkeiten zwischen den Unternehmen auszunutzen, die an einer Fusion oder Übernahme beteiligt sind (i.d.R.: Long Übernommener, Short Übernehmender).

- Distressed Securities: Investition in Aktien oder Renten eines Unternehmens, das sich in einer finanziell angespannten Situation befindet (i.d.R.: Long schlechte Bonitäten).
- Opportunistische Strategien besitzen das höchste Markt-Exposure. Hedgefonds-Manager versuchen auf Grund ihrer speziellen Markterfahrungen, bestimmte Entwicklungen vor-
- Global Macro: Durch die gesamtwirtschaftliche Analyse der Entwicklungen von Wirtschaft und Politik wird versucht Preisineffizienzen über verschiedene Asset-Klassen zu nutzen (Basisgeschäft: Long/Short Aktien, Derivate Trading).
- Long/Short Equity: Kauf unterbewerteter Aktien und gleichzeitiger Leerverkauf überbewerteter Aktien (rund 30 % Marktanteil).
- Short Seller: Aktien überbewerteter Wertpapiere werden ausgeliehen und verkauft.
- Emerging Markets: Die Strategie konzentriert sich auf Aktien und Anleihen aus Schwellenländern.
- Managed Futures: Handel von Futures und Forwards auf Aktienindices, Zinsen, Währungen oder Rohstoffe. Der Fonds kann Long- oder Short-Positionen halten.

# Pro und Contra Hedgefonds-Zertifikate

Ralf Dieckvoß im Gespräch mit Stefan Armbruster (pro), Director Global Equity Derivatives bei der Deutschen Bank AG, und Andreas Woitzik (contra), geschäftsführender Gesellschafter der DEUTSCHE DERIVATE Vermögensverwaltung GmbH

**PRO** 

Dieckvoß: Herr Armbruster, die Deutsche Bank hat im Herbst 2000 das Xavex HedgeSelect Zertifikat emittiert. Wie erklären Sie die bis

heute schlechte Wertentwicklung?

Armbruster: Ich kann Ihre Einschätzung zur Wertentwicklung nicht teilen. Das Zertifikat wurde im Jahre 2000 emittiert und es folgten, wie wir nun alle wissen, sehr schwierige Börsenjahre, auch für Hedgefonds - wobei das Zertifikat den Abschwung an den Weltmärkten nicht mitgemacht hat und somit das oberste Ziel, nämlich Kapitalerhalt unter allen Umständen, erreicht hat. Es hat darüber hinaus seit Auflage eine positive Performance erzielt, und das kann man für diesen Zeitraum wahrhaftig nicht für viele Anlagen behaupten.

Dieckvoß: Aktuell hat die Deutsche Bank den HFRX Global Hedgefonds Index sowie die verschiedenen Einzelstrategien für Privatanleger investierbar gemacht. Versprechen Sie sich von dem passiven Ansatz eine bessere Performance?

Armbruster: Mit den HFRX Index-Zertifikaten wurde den deutschen Anlegern zum ersten Mal Zugang zu einem Benchmark-Index im Hedgefonds-Bereich ermöglicht. Hier stand für uns die Repräsentativität des Index im Vordergrund, wodurch ein breit

diversifizierter Zugang zur Anlagekategorie Hedgefonds ermöglicht wird vergleichbar stellen etwa Dax-Index-Zertifikate einen einfachen Zugang zum deutschen Aktienmarkt dar. Der Gedanke wird konsequent weitergeführt durch das Angebot von Index-Zertifikaten auf alle acht Einzelstrategie-Indices, womit es dem Anleger ermöglicht wird, in einzelne Strategien wie z.B. Merger-Arbitrage, zu investieren.



Stefan Armbruster

Dieckvoß: Kritiker sehen die Kosten der Hedgefonds-Zertifikate, also den Spread, die Management- und Performancegebühr, als extrem hoch an. Wie stehen Sie dazu?

Armbruster: Es ist hier nicht gerechtfertigt, alle Produkte über einen Kamm zu scheren. Das Index-Zertifikat auf den HFRX Global Index weist z.B. eine jährliche Gebühr von insgesamt 1,5 %auf, es gibt keine Performancegebühr und der Spread von ebenfalls 1,5 % ist konkurrenzlos günstig im Vergleich zu vielen aktuell in Deutschland angebotenen Hedgefonds-Produkten.

**CONTRA** 

Dieckvoß: Herr Woitzik, die großen Hedge-Fonds-Indices wie z.B. der CSFB/Tremont weisen hohe Renditen, niedrige Korrelationen zu

Aktienmärkten und geringe Volatilitäten auf, insgesamt also eine attraktive Anlage?

Woitzik: In der Tat – allerdings für den Emittenten! Hedgefonds-Manager sind niemals Angestellte und von daher auch nicht Angestellte einer Bank. Die Erzeuger der Erträge sind grundsätzlich selbständige Unternehmer. Der Anleger sollte also zusehen, daß er "die Milch beim Bauern kauft", sonst hat nicht er die Erträge, sondern andere.

Dieckvoß: Was ist Ihr hauptsächlicher Kritikpunkt an Hedgefonds-Zertifikaten, die seit einigen Jahren bei Privatanlegern reißenden Absatz fanden?

Woitzik: Wer von einem Nicht-Hedgefonds-Manager kauft, läuft stets Gefahr, daß er den "Bock zum Gärtner macht". Die größte Gefahr dazu besteht bei Zertifikaten, da sich diese nennenswerter staatlicher Aufsicht entziehen. Niemand würde einen Gebrauchtwagen kaufen, wenn der Kaufvertrag zehn Seiten umfaßte. Doch der zum Dresdner Bank-Zertifikat umfaßt über 270 Seiten! Und bei der Deutschen Bank heißt es zum "DWS Hedge Invest Dynamic"-Produkt: "Der Erwerb von Anteilen... kann zu einer Bildung von Kaskadenstrukturen führen." Wer so etwas kauft, dem ist nicht mehr zu helfen. Im übrigen hat bereits das Vorgängerprodukt "Xavex-Hedge Select" mit einem kumulierten Ertrag von 4,6 % über 3,5 Jahre bei einer Sharpe Ratio von minus 1,09 versagt.

Dieckvoß: Bietet sich als Alternative die Investition in Hedgefonds-Index-Zertifikate oder die direkte Investition in Hedgefonds an?



Andreas Woitzik

Woitzik: Seitdem praktisch alle Hedgefonds-Index-Produzenten von Banken gekauft wurden, kann man sich auch dies sparen. Der von Ihnen genannte etwa trägt die vier Buchstaben "CSFB" für "Crédit Suisse First Boston". Eine Alternative zur Direkt-Investition gibt es nicht. Warum auch sollten Anleger die Leistung von demjenigen beziehen, der zur Leistungserbringung gar nicht in der Lage ist?

Dieckvoß: Wie sehen Sie denn dann die weitere Entwicklung des Hedgefonds-Marktes?

Woitzik: Für die Emittenten rosig, für den Anleger traurig. Zumindest für denjenigen, der nicht endlich aufwacht.

## There is no free lunch

## Gesetze des Marktes gelten auch für Derivate

Zertifikate sind schon eine geniale Erfindung. Da gibt es Papiere, die machen Aktienkurssteigerungen überproportional mit und bieten zudem noch ein Sicherheitspolster gegen Kursverluste. Bei anderen bekommen Anleger den Basiswert mit einem Rabatt, und bei einer dritten Variante können Investoren bei moderaten Kurssteigerungen der zugrundeliegenden Aktie die doppelte Performance realisieren, ohne dabei ein höheres Risiko als beim direkten Kauf der Unternehmensanteile eingehen zu müssen. Angeboten werden aber auch Konstruktionen, die den Schutz des eingesetzten Kapitals garantieren, dennoch aber unbegrenzt von Wertzuwächsen des Underlyings profitieren.

#### Umsonst ist noch nicht einmal der...

Auch wenn es auf den ersten Blick bisweilen den Anschein hat, wird am Kapitalmarkt natürlich nichts verschenkt, oder, wie es die Amerikaner sagen, "there is no free lunch". Das gilt für die Geldanlage mit Zertifikaten wie für jede andere Investmentklasse auch. Zusätzliche Gewinnchancen oder abgemildertes Risiko auf der einen Seite sind zwangsläufig mit Einschränkungen an anderer Stelle verbunden. Dieser Zusammenhang läßt sich weder durch Kreativität noch den geballten mathematischen Sachverstand der Emittenten umgehen. Um sich ein umfassendes Bild von den verschiedenen Zertifikatetypen zu machen, sind deshalb sowohl ihre Vorteile als auch die jeweiligen Refinanzierungswege intensiv zu betrachten.

#### Von Kurssteigerungen und Performance

Der wohl größte Posten, der Zertifikatebesitzern regelmäßig "vorenthalten" wird, um eine gegenüber dem Basiswert veränderte Auszahlungsstruktur zu finanzieren, ist die vom Emittenten einbehaltene Dividende. Während ausgeschüttete Unternehmensgewinne bei Investmentfonds automatisch in das Fondsvermögen einfließen und damit den Wert eines Anteils erhöhen, bzw. einen Kursabschlag beim Basiswert entsprechend kompensieren, findet dieser Ausgleich bei Zertifikaten nur in Ausnahmefällen statt. Bei Emittenten besonders beliebt sind deshalb auch Produkte auf Aktien, die eine möglichst hohe Dividendenrendite aufweisen. Äußerst selten werden dagegen Papiere begeben, die sich auf Anteile solcher Unternehmen beziehen, von denen keine Ausschüttungen zu erwarten sind. Gleiches gilt auch für Papiere auf Performanceindices, also solche, die so berechnet werden, als ob abfließende Zahlungen umgehend wieder in die jeweilige Aktie reinvestiert werden. Eine Ausnahme bilden hier lediglich Index-Zertifikate, die von verschiedenen Anbietern auch auf den Dax, den MDax oder den Euro-STOXX 50 Total Return Index angeboten werden und von ihrer Transparenz und Kostenstruktur her nahezu unschlagbar sind.



Jede Mahlzeit muß man sich verdienen

#### Gewinnbegrenzung als Refinanzierungsmittel

Bei Discount-Zertifikaten wird der Rabatt gegenüber dem direkten Erwerb der Aktie oder des Index darüber hinaus über eine Gewinnbegrenzung finanziert. Dabei verkauft der Emittent einen Call, dessen Basispreis gleichzeitig die Obergrenze für den maximal erreichbaren Kurs des Derivats bestimmt. Vereinfacht gesagt wird der indirekte Erwerb der Aktie über die vereinnahmte Prämie "subventioniert". Das Discount-Zertifikat kann dadurch zu einem Preis deutlich unter dem aktuellen Kurs des Basiswerts angeboten werden. An Wertsteigerungen des Underlyings über den Basispreis des Calls hinaus ist der Zertifikatebesitzer dann natürlich nicht beteiligt. Ähnlich konstruiert sind auch sogenannte Speeder, Sprinter, Runner oder KickStart-Zertifikate, nur daß bei ihnen mit der vereinnahmten Prämie nicht ein Preisnachlaß, sondern die überproportionale Wertsteigerung innerhalb eines bestimmten Bereichs finanziert wird. Bei Garantieprodukten nimmt der Anleger dagegen nur mit begrenzter Kraft an Kurszuwächsen des Basiswerts teil. Steigt der Dax jährlich um 10 %, kann bei einer durchaus üblichen Partizipationsrate von 50 % mit einem entsprechenden Garantie-Zertifikat lediglich die Hälfte dieser Rendite erwirtschaftet werden. Bezieht sich das Papier zudem auf den EuroSTOXX 50, müssen die in ihm enthaltenen Aktien aufgrund der abfließenden Dividenden sogar eine durchschnittliche Performance von ca. 12,6 % aufweisen, damit es das Zertifikat selbst ohne Berücksichtigung möglicher Gebühren auf einen Return von durchschnittlich 5 % pro Jahr bringt.

Dr. Martin Ahlers

# Das Wichtige steht im Kleingedruckten!

Gilt dies auch für die Verkaufsprospekte von Hebel- und Anlageprodukten?

Von Dieter Lendle, Deutsches Derivate Institut e.V.



Dieter Lendle

Die Antwort fällt differenziert aus. In einem Markt mit inzwischen über 45.000 Wertpapieren geht notwendige Transparenz schnell verloren. Gerade dem privaten Anleger ist daher zu empfehlen, daß er sich vor seiner Kaufentscheidung eingehend mit dem Derivat beschäftigt. Zu den zu berücksichtigenden Kriterien gehören aber nicht nur der Preis des Produkts, die vom Emittenten quotierte Handels-

spanne oder die angebotenen Serviceleistungen. Auch die Inhalte des Verkaufsprospekts können wichtig sein.

#### Inhaberschuldverschreibungen

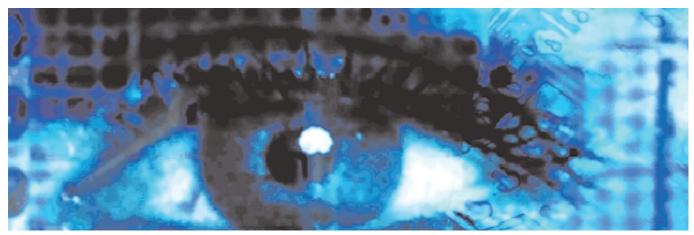
Zunächst sollte dem Anleger klar sein, daß es sich bei den oben genannten Hebel- und Anlageprodukten um Inhaberschuldverschreibungen handelt. Es existiert also ein über das Kursrisiko hinausgehendes Risiko der Insolvenz des Emittenten. Aus diesem Grund enthalten Verkaufsprospekte die Bilanz, die Gewinn- und Verlustrechnung und einen Lagebericht des Emittenten. In aller Regel nehmen diese Angaben den mit Abstand meisten Platz im Verkaufsprospekt ein. Der Anleger hat also die Möglichkeit, sich ein Bild von der Bonität des Emittenten zu machen.

Generell ist beim Kauf von Hebel- und Anlageprodukten genauso wie bei anderen Wertpapierklassen immer die Frage zu stellen, ob die Bonität des Emittenten den Kauf seiner Inhaberschuldverschreibungen rechtfertigt. Hilfreich und aktueller als Bilanzkennzahlen sind Einstufungen durch Rating-Agenturen wie Standard & Poor's oder Moody's. Allerdings haben in einigen Fällen Emissionshäuser GmbHs für die Begebung der verbrieften Derivate gegründet, die mit deutlich weniger Kapital ausgestattet sind als die Konzernmütter. In diesen Fällen sollten sich Investoren darüber informieren, ob die Mutter Garantieerklärungen für die Tochter abgegeben

STAMMDATEN EINES DISCOUNT-ZERTIFIKAT	FS
WKN / Symbol	905550 -
ISIN	DE0009055509
Wertpapierart	Anlagezertifikate
Produktbezeichnung	Discount-Zertifikat
Emittent	ABN Amro
Handelssegment	€ишах
Optionsart	Call
Basiswert (-kurs)	Bayer (23,07)
Dasispreis / Strike in [Währung]	0,000 [CUR]
Cap	20,000
Knock In Schwelle	
Range	-
Bezugsverhältnis	1:1
Ausübungsart	europäisch
Währung / Notiz	EURO / Stück
Kleinste handelbare Einheit	1,00
Max. Spread in %	0,00
Kursschwelle für max, hom, Spread in €	0,00
Max. homogenisierter Spread in €	1,00
Min, quotierungsvolumen in € *	10.000,00
Min. quotierungsvolumen in Stück/nominal *)	10.000,00
Fälligkeit	17.12.2004
Letzter Börsenhandelstag	13.12.2004
Handelszeit	09:00 - 20:00
Emissionsvolumen	200.000,00
Quanto	nein
Dividendenreinvestition	nein
Kündigungsrecht	nein
Gebuhren	nein
Besonderheiten	

Discount-Zertifikate sind innovative Instrumente der modernen Geldanlage. Die Bezeichnung "Discount-Zertifikat" nimmt den zentralen Aspekt bereits vorweg: Mit dem Kauf eines Discount-Zertifikats erwirbt der Anleger eine Aktie mit Abschlag und somit kostenguenstiger als bei der Direktinvestition. Fuer den eingeraeumten Preisvorteil nimmt der Anleger allerdings eine Begrenzung des Gewinnpotenzials in Kauf, welches durch den Cap-Kurs dargestellt wird. Discount-Zertifikate kombinieren in geradezu idealer Weise die Sicherheit des Anleihemarktes mit den Chancen des Aktienmarktes und sorgen fuer stabilere Ertraege.Ist der Kurs des Underlyings am Laufzeitende gleich oder niedriger dem Cap, erfolgt die Auszahlung des Gegenwertes gemaess dem Bezugsverhaeltnis. oer Emittent hat die Wahlmöglichkeit

Quelle: www.euwax.de



Zumindest mit einem Auge sollten Anleger das Kleingedruckte überfliegen

#### Options- oder Zertifikatsbedingungen

Mehr als einen prüfenden Blick sind die Options- oder Zertifikatsbedingungen wert. Sie erklären ausführlich in juristischem Deutsch, welche Ausstattungsmerkmale das Produkt kennzeichnen, welche Stückzahl begeben wurde und wie die Ausübungsusancen aussehen. Da es sich bei verbrieften Derivaten um abgeleitete Produkte handelt, die keinen Einfluß auf das Kapital des Emittenten haben, ist die emittierte Stückzahl von nachgeordneter Bedeutung. Interessanter sind die Ausübungsbedingungen, die in Kurzform als sogenanntes Term Sheet vom Emittenten zusammengefaßt werden. Ein Vergleich zu den Wertpapieren anderer Emittenten lohnt bei Kündigungsklauseln z.B. bei Zertifikaten mit Endloslaufzeiten und den Bedingungen zu Kapitalanpassungen. In den vergangenen Jahren hat so manche Kapitalmaßnahme die Inhaber von Hebel- und Anlageprodukten überrascht.

#### Kurzinformationen hilfreich

Verkaufsprospekte sind lang und schwer zu lesen. Trotzdem ist es wichtig, sich vor dem Kauf eines derivativen Wertpapiers einen detaillierten Überblick zu verschaffen. Werden weitere Anlage- oder Hebel-Zertifikate desselben Emittenten geordert, reicht es meist aus, eine Kurzfassung der Options- oder Zertifikatsbedingungen mit einem stichwortartigen Überblick zu Laufzeit, Bezugsverhältnis, Basispreis oder anderen relevanten Kursbarrieren zu studieren. Sehr umfangreiche Informationen erhalten Investoren auf www.boerse-stuttgart.de bzw. www.euwax.de. Nach Eingabe der Wertpapier-Kennummer werden kostenfrei aktuelle Quotierungen, handelbare Stückzahlen und Ausstattungsmerkmale zu dem Produkt geliefert.

Weniger als 1 % der Käufer verbriefter Derivate lassen sich vor ihrem Investment einen Verkaufsprospekt zuschicken. Und dies, obwohl die Zusendung per eMail oder das Herunterladen von der Webseite des Emittenten inzwischen die schnelle und kostengünstige Alternative gegenüber der postalischen Zusendung 100 Seiten dicker Prospekte geworden ist.

#### **Gute Beratung nicht ersetzbar**

Ein Blick in Verkaufsprospekte lohnt sich. Detaillierte Angaben zu den Bedingungen des Wertpapiers und zur finanziellen Situation des Emittenten runden eine Kaufentscheidung ab. Für die meisten Anleger gilt jedoch die Regel, daß das Studium schwer verständlicher Verkaufsprospekte eine gute Beratung nicht ersetzen kann.

Anzeige

# 417%

## High-Performer

Mit dem Bonus-Zertifikat Euro Stoxx Bonus 1530 erzielen Sie bis zur Fälligkeit des Zertifikates eine Performance von mindestens 17%. Bedingung ist, daß der Index bis zur Zartifikatsfälligkeit mie unter 1.531 Punkten liegt. Weitere attraktive Bonus-Zertifikate finden 5ie mit dem Bonuswatch-Tool von Finanztzeff.de

Zurtifikat	Euro Steek SC Borus 1930
Endttent	Société bénézele
MOX	SCOACE
FWillighwit	30,09,2006
Berriere	1,530
Bonus-Level	3,300
Basiswert	Euro Stoor 50

Diese Information expetet beine Anlagobecatory, Sästliche Angeben echsigen ohne Saudre,

Steed Sedon: 280A Peokto (56,06,200A)



Foyer der Neuen Börse in Frankfurt-Hausen

# Vom Handelsraum übers Börsenparkett ins Depot

Wie der Handel mit Zertifikaten und Optionsscheinen abläuft

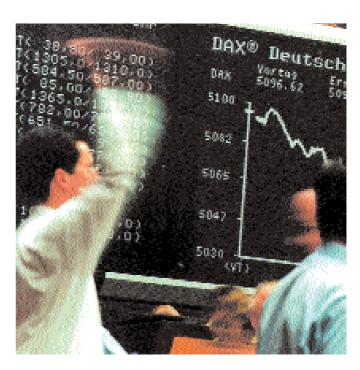
Von der Redaktion der Börse Frankfurt

Ein paar Klicks im Internet, ein Anruf beim Bankberater oder ein kurzes Fax genügen, um ein Zertifikat oder ein Hebelprodukt zu handeln. Für den Anleger ist das simpel, der Depotauszug bestätigt später, was ge- und verkauft wurde. Was aber passiert hinter den Kulissen?

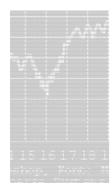
Die erste Entscheidung ist gefallen. Ein Anleger hat ein Zertifikat oder einen Optionsschein ausgewählt, welchen er künftig in seinem Depot haben möchte. Nun gibt er einen Kaufauftrag auf, entweder beim Online Broker oder bei seiner Hausbank. Dabei wählt der Anleger auch den Börsenplatz aus, über den das Geschäft abgewickelt werden soll.

#### Best Price-Prinzip und schnelle Ausführung

Der Auftrag landet im börslichen Handel zunächst bei dem Skontroführer, der für das gewünschte Produkt das Orderbuch führt. Dieser bekommt vom Emittenten dessen An- und Verkaufskurs - das sogenannte Quote - elektronisch übermittelt. Die Quotes werden von den Emittenten laufend anhand der aktuellen Marktpreise, die für das einzelne Produkt relevant sind, ermittelt und im Markt veröffentlicht.



#### Hintergrund



Der Skontroführer kann die eingegangene Order in seinem Orderbuch mit einer Order eines anderen Kunden "matchen", d.h. die beiden Orders gegeneinander ausführen, sofern der Preis für den Anleger günstiger ist als das Emittentenquote. Das überprüfen die Skontroführer mit Hilfe des Limit-Kontroll-Systems, dem Herzstück ihrer Arbeit, dessen Nutzung vorgeschrieben ist. Skontroführer bringen also als Vermittler die verschiedenen Handelsteilnehmer zusammen und sorgen für den bestmögli-

chen Preis für den Anleger. Zu diesem "Best Price"-Prinzip haben sich die fünf Frankfurter Skontroführer mit dem Smart Commitment verpflichtet. Sie garantieren, jede handelsübliche Order innerhalb von 30 Sekunden auszuführen. Auch die Emittenten garantieren ihren Kunden seit der Einführung von Smart Trading mehr Qualität. Ihre Quotes haben bis zu einem bestimmten Mindestvolumen verbindliche Gültigkeit. Bei Anlageprodukten wie Zertifikaten und Aktienanleihen beträgt dies 10.000 Euro, für Hebelprodukte wie Optionsscheine und Knock-outs reicht es bis 3.000 Euro.

#### Bank oder Börse

Einige Emittenten bieten auch den direkten Kauf ihrer Anlageund Hebelprodukte im sogenannten außerbörslichen Handel an. Dabei fragt der beauftragte Broker direkt beim Emittenten nach dem gültigen Preis. Ist der Kunde mit dem gestellten Quote einverstanden, erhält die Emittentenbank eine Bestätigung, und das Geschäft ist perfekt.

Der Kauf an der Börse bietet mehrere Vorteile:

- Limit- und Stop-Kurse, die bei außerbörslichem Handel nicht
- Verbesserter Anlegerschutz mit geregelten Mindeststandards bei der Preisfeststellung und einer sekundenschnellen garantierten Orderausführung
- Unabhängige Kontrolle der Vorgänge durch die Handelsüberwachungsstelle (HÜSt) der Frankfurter Wertpapierbörse

#### Aufräumarbeiten

Während für den Skontroführer und den Kunden das Geschäft damit erledigt ist, bleibt beim Emittenten hingegen noch einiges zu tun. Für jede Transaktion muß die emittierende Bank Absicherungsgeschäfte tätigen. Im Gegensatz zum Skontroführer handelt der Emittent nämlich auf eigene Rechnung. In der Bankersprache heißt das, daß die Bank das Risiko auf die eigenen Bücher nimmt, bis die Risikoposition geschlossen ist. Ein Beispiel: Ein Kunde kauft 50.000 Call-Optionsscheine auf BMW. Sobald das Geschäft mit dem Anleger abgeschlossen ist, sichert sich die Bank ab, indem sie BMW-Aktien kauft. Damit könnte sie die Kauf-Option ohne Nachteil bedienen, wenn sie fällig wird und ausgeübt würde.

Einen Gewinn erzielt die Bank in der Regel an den gestellten Quotes. Wenn genügend Aufträge durch ihre Bücher laufen, kann sie die Differenz zwischen An- und Verkaufskurs, den Spread, vereinnahmen. Doch dies muß den Kunden schon nicht mehr interessieren. Er hat das gewünschte Wertpapier bereits in seinem Depot.



Die Neue Börse bei Nacht

# "Es bleibt vielerorts erheblicher Aufklärungsbedarf"

Smart Investor im Gespräch mit Tobias Kramer von Finanztreff.de, Stefan Gresse und Frank Burkhardt, Derivateexperten bei ABN Amro bzw. der Société Générale.

Smart Investor: Die Beliebtheit von Zertifikaten hat in den letzten Jahren unglaublich zugenommen. Wie erklären Sie sich dies?

Kramer: In erster Linie hängt der Erfolg von Zertifikaten damit zusammen, daß die Produkte eine immer größere Vielfältigkeit gewonnen haben - und zwar nicht nur für den spekulativ orientierten Anleger, sondern insbesondere auch für solche, die langfristig strukturiert investieren wollen. Hinzu kommen ihre hohe Transparenz und Nachvollziehbarkeit. Bei Indexpapieren reicht beispielsweise ein einziger Blick auf den jeweiligen Index aus, um zu wissen, wo das Zertifikat aktuell steht.

Smart Investor: Warum sind aber gerade die Deutschen ein Volk der Zertifikatehändler geworden und nicht die Amerikaner oder die Briten?

Gresse: Das liegt im wesentlichen an der Struktur des Marktes. Zum einen ist es für den Privatanleger hierzulande verhältnismäßig schwer, Zugang zu den Terminmärkten zu bekommen. In den USA ist man es dagegen gewohnt, Futures und Optionen direkt zu handeln. Insofern gab es bei uns einen Bedarf an alter-

nativen Lösungen. Zum zweiten sind die Zulassungsrichtlinien in Deutschland relativ liberal, so daß sich strukturierte Produkte ohne größere Schwierigkeiten lancieren lassen. In anderen Märkten, wie beispielsweise Italien oder Großbritannien, ist dies dagegen deutlich schwieriger.

Burkhardt: Darüber hinaus haben die Investoren aber auch erkannt, daß man bei fallenden Märkten, wie wir sie bis Anfang 2003 gesehen haben, mit dem reinem aktiven Management klassischer Investmentfonds nicht mehr weiter kommt. Es waren somit Alternativen gefragt, die auch in seitwärts laufenden oder fallenden Märkten noch Renditen generieren. Das war ein wesentlicher Antrieb zur Konstruktion kapitalgarantierter Produkte, und es hat gleichzeitig den Discount-Zertifikaten, die es bereits seit 1995 gibt, endlich zum Durchbruch verholfen. Neben dem schweizerischen Markt haben wir zudem eine verhältnismäßig lange Geschichte im Bereich strukturierter Produkte. So gibt es in Deutschland eine Emittentengemeinde, die seit über einem Jahrzehnt aktiv ist, und da wäre es schon ein Armutszeugnis, wenn die Bemühungen nicht auch irgendwann zu einem Erfolg geführt hätten. Mit Optionsscheinen fing dieser Erfolg an und setzt sich jetzt im Bereich der strukturierten Zertifikate fort.

Smart Investor: Für welche Anlegergruppen sind Zertifikate grundsätzlich geeignet?

Kramer: Ich glaube, wir stimmen hier alle darüber überein, daß jeder Privatanleger für den Kauf von Zertifikaten in Frage kommt (Zustimmendes Nicken). Für jeden, der sich über seine individuellen Anlageziele bezüglich Sicherheit und Performance im klaren ist, gibt es geeignete Produkte. Wichtig ist allein, daß sich der Anleger entsprechende Erwartungen über die Entwicklung des Basiswertes bildet, was in gleichem Maße aber auch für die direkte Aktienanlage gilt.



Tobias Kramer, Finanztreff.de

#### Hintergrund

**Burkhardt:** Erwartungen sind hier ein ganz wichtiger Punkt. Wir behaupten nicht, die Marktentwicklung besser einschätzen zu könnten. Wir stellen den Anlegern "lediglich" ein Instrumentarium zur Verfügung, mit dem es ihnen möglich ist, die eigenen Erwartungen auf bequeme Weise eins zu eins umzusetzen.

Kramer: Um bei Aktien zu bleiben: Jeder Anleger muß sich im Grunde genommen nur die Frage stellen, warum er Aktien kauft oder besitzt. Weil er eine bestimmte Erwartung bezüglich der zukünftigen Kursentwicklung hat. Und jede Erwartung – in welche Richtung sie auch immer gehen mag – läßt sich mit Derivaten, also mit Zertifikaten und Hebelprodukten, für den Anleger besser als mit dem Basiswert abbilden.

**Smart Investor:** Dennoch gibt es Akzeptanzprobleme. Besteht nicht vielfach der Eindruck, daß es sich bei Zertifikaten um hochspekulative Produkte handelt, deren Erwerb die Termingeschäftsfähigkeit erfordert?

Gresse: Die Wahrnehmung der Anleger wird in diesem Punkt natürlich stark durch die Informationspolitik der Banken geprägt. Viele Produkte und Anlagestrategien werden von einzelnen Instituten immer noch in eine viel zu hohe Risikoklasse eingeordnet und damit massiv diskriminiert. Darunter fallen zum Teil auch klassische Index- und Discount-Zertifikate. Letztendlich kann aber jede Bank selbst entscheiden, wie die jeweiligen Derivate einzustufen sind, eine übergeordnete Handhabe gibt es bisher zumindest nicht.

Kramer: Zu beobachten ist allerdings auch, daß einzelne Banken für selbst emittierte Produkte die Termingeschäftsfähigkeit nicht für erforderlich halten, diese für ähnlich konstruierte Zertifikate der Konkurrenz aber einfordern.

Gresse: Oft spielen aber auch Unwissenheit und der Wunsch nach Absicherung gegenüber dem Kunden ganz generell eine wichti-



ge Rolle. Zwar wurden bereits einige Initiativen – insbesondere in Zusammenarbeit mit dem neu gegründeten Deutschen Derivate Institut – gestartet, um diesen Mißstand aufzuheben, dennoch besteht hier nach wie vor erheblicher Aufklärungsbedarf. **Kramer:** Es wurde eben ein Begriff genannt, der die drei wichtigsten Aspekte zur Heranführung von Anlegern an das Thema Zertifikate aufzeigt. Erstens Aufklärung, zweitens Aufklärung

Anzeige

#### Hintergrund



Stefan Gresse, ABN Amro

und drittens Aufklärung. Um die Aufklärung weiter voranzutreiben und potentiellen Interessenten die Produkte näher zu bringen, bieten sich in erster Linie solche Zertifikatetypen an, die für den Anleger relativ einfach zu verstehen sind und deren Erwerb bei den meisten Banken zu recht auch ohne Termingeschäftsfähigkeit möglich ist. Dies sind neben Indexzertifikaten in erster Linie Discount-Zertifikate und Bonus-Zertifikate.

Smart Investor: Wen sehen Sie bei der Aufklärung insbesondere in der Pflicht?

Kramer: Die Aufklärung darüber, welche Möglichkeiten strukturierte Produkte bieten sowie welche Chancen und Risiken mit ihrem Erwerb verbunden sind, ist über diverse Wege zu betreiben: Zum einen über den klassischen Presseweg, also z.B. mit Sonderheften und Beilagen. Zum anderen natürlich über das Internet, weil dort entsprechende Informationen aktuell verfügbar sind. Auf Finanztreff.de stellen wir mit der über die Homepage erreichbaren "Investmentecke" jeden Tag eine aktuelle Möglichkeit des Investments vor - von konservativ bis spekulativ. Unsere Einsteigertools Best-Discount und Bonuswatch in der Rubrik "Zertifikate" erlauben Anlegern außerdem, sich einfach einen schnellen Überblick über Discount- oder Bonus-Zertifikate zu verschaffen. Beide Tools helfen Anlegern, aber auch Anlageberatern. Denn gerade in der Fläche kommt dem Vertrieb der Banken eine hohe Bedeutung zu. An keiner anderen Stelle können die individuellen Anlageziele eines Kunden derart gut berücksichtigt und offene Fragen im direkten Dialog geklärt werden.

Smart Investor: Neben den bereits erwähnten Papieren fallen auch die hoch spekulativen Knock-out-Produkte, bei denen im-

mer mit einem Totalausfall gerechnet werden muß, unter den Begriff Zertifikat. Sehen Sie hier aus Anlegerschutzgründen kein Problem?

Gresse: Die Begrifflichkeit soll letztendlich der Idee Rechnung tragen, daß es sich beim Gesamtspektrum der Zertifikate – unabhängig von ihrer jeweiligen Risikostruktur - um ein Baukastensystem handelt, bei dem einzelne Elemente beliebig miteinander kombiniert werden können. Zudem wäre es sicherlich nicht einfacher bzw. übersichtlicher, wenn jedes Produkt eine eigene Wortkreation bekäme.

Smart Investor: Wo wir schon bei der Begrifflichkeit sind: Warum können sich die Emittenten eigentlich nicht auf einheitliche Namen für ein und dasselbe Produkt einigen?

Burkhardt: Eins der wesentlichen Argumente pro Zertifikate ist sicherlich ihre hohe Transparenz. Da ist es zugegebenermaßen schon paradox, daß sich genau dieser Aspekt in der Namensgebung nicht wiederfindet. Das verwirrt nicht nur den Anleger, sondern auch die Medien.

Kramer: Ein schönes, bzw. aus Sicht der Branche katastrophales Beispiel waren bisher die Speeder, Sprinter, Runner oder Double-Chance-Zertifikate, bei denen Anleger innerhalb einer gewissen Bandbreite von Wertsteigerungen des Basiswertes doppelt profitieren. Sind sie am Markt derzeit noch unter 8-10 verschiedenen Namen vertreten, sollen sie zukünftig unter der einheitlichen Bezeichnung "Sprint-Zertifikate" emittiert werden. Auch uns als Informationsanbieter im Internet erschwert eine unterschiedliche Namensgebung natürlich die Kategorisierung und damit die Aufbereitung der Informationen für unsere Kunden.

Burkhardt: Eine Vereinheitlichung läßt sich letztendlich auf zwei Wegen erreichen. Entweder gibt es einen Konsens bezüglich der direkten Namensgebung, oder es gelingt uns, eine Kategorisierung zu schaffen, bei der die einzelnen Namen relativ leicht in festgelegte Gruppen einsortiert werden können. Problematisch wird es natürlich dann, wenn Emittenten bestimmte Namensrechte geschützt haben und dadurch eine Zweiteilung im Markt entsteht. Aber auch diesem Thema hat sich das Deutsche Derivate Institut bereits angenommen und erste Fortschritte erzielt.

Smart Investor: Die Zertifikatebranche bemüht sich insbesondere auch um Anleger, die bis vor wenigen Jahren noch allein von der Fondsindustrie umworben wurden. In welchem Verhältnis stehen Zertifikate und Investmentfonds zueinander?

Burkhardt: Sicher besteht zwischen Fonds und Zertifikaten eine Art Konkurrenzsituation, die allerdings nicht in der Weise gegeben ist, wie sie von den Medien gerne kreiert wird. So handelt es sich tendenziell um zwei sich wunderbar ergänzende Instrumente. Es gibt durchaus gute Gründe für aktives Management und natürlich auch eine ganze Reihe von Fonds, die über Jahre hinweg eine sehr gute Performance erzielt haben. Passen Entwicklung und Philosophie zu den Vorstellungen des Anlegers, spricht überhaupt nichts gegen den Erwerb entsprechender Anteile. Auf der anderen Seite gibt es aber auch viele Argumente, insbesondere auch taktische und strukturelle, die für den Einsatz von Zertifikaten sprechen.

**Gresse:** In der Tat weisen viele Fonds Strukturierungsprobleme auf, die sich durch den Einsatz von Zertifikaten vermeiden lassen. So waren diverse Asienfonds im vergangenen Jahr äußerst erfolgreich. Die Mehrzahl dieser Produkte notiert allerdings in



Frank Burkhardt. Société Générale

Dollar. Aufgrund von Währungsverlusten sieht die Entwicklung auf Euro-Basis deshalb ganz anders aus. Mit sogenannten Quanto-Zertifikaten kann das Währungsrisiko dagegen vollständig ausgeschaltet werden. Sicherlich ein unschätzbarer Mehrwert, der dem Anleger hier geboten wird.

Smart Investor: Häufig werden die kurzen Vorlaufzeiten bei der Emission neuer Zertifikate als Vorteil gegenüber der Fondsindustrie angeführt. Kann daraus aber nicht leicht die Gefahr entstehen, sich zu schnell mit neuen Produkten zu verrennen?

Gresse: Per se würde ich nicht sagen, daß Schnelligkeit bei der Zulassung unbedingt ein Vorteil sein muß, zumindest nicht für den Anleger. Natürlich gibt es Fälle, wie zuletzt den Börsengang der Postbank, wo es vorteilhaft ist, umgehend mit entsprechenden Produkten auf die jeweilige Aktie am Markt sein zu können. Grundsätzlich sehe ich dies aber nicht als herausragendes Merkmal gegenüber Investmentfonds an.

Kramer: Da muß ich widersprechen. Kommt es beispielsweise zu einer positiven Entwicklung beim Gold, entsteht dadurch Interesse in der Öffentlichkeit. Wenn eine Fondsgesellschaft dann aufgrund komplizierter Genehmigungsverfahren vier bis sechs Monate braucht, um entsprechende Produkte auf Goldminenaktien aufzulegen und zu lancieren, ist dies doch eine verhältnismäßig lange Zeitspanne. Mit Zertifikaten können von der Entwicklung her analog verlaufende Investitionsmöglichkeiten innerhalb von zwei Wochen auf den Markt gebracht werden. Der Anleger kann somit bereits zu einem Zeitpunkt reagieren, zu dem der Basiswert noch interessant und der Trend intakt ist. Als zweites kommt aber hinzu, daß sich - anders als bei Fonds gleichzeitig auch risikooptimierte, ertragsoptimierte oder spekulative Produkte begeben lassen. Innerhalb kürzester Zeit wird dem Anleger damit ein vielfältiges Universum an die Hand geben, mit dem er entsprechend seiner persönlichen Risikoneigung in den jeweiligen Basiswert investieren kann. Mit einem Investmentfonds hat er diese Vielfalt an Möglichkeiten nicht.

Burkhardt: Ich sehe die Schnelligkeit ebenfalls als einen wesentlichen Vorteil an. Sicherlich kann man sich durch überhastetes Agieren dabei auch in einer Nische verrennen, was uns - wie übrigens auch der Fondsindustrie mit ihren Internet- und Medienfonds

natürlich auch schon passiert ist. Heute ist die Branche aber sehr viel reifer und nutzt ihren Zeitvorteil gegenüber anderen Produkten deshalb mit Bedacht.

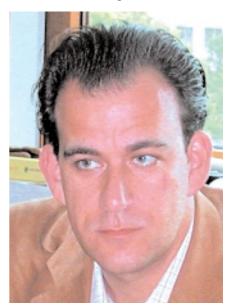
Smart Investor: Turbo- oder Knock-out-Zertifikate haben den klassischen Optionsscheinen innerhalb weniger Jahre den Rang abgelaufen. Wie entsteht ein derartiger Trend? Wie wird die Zeit reif für ein neues Produkt?

Gresse: Zunächst ist hier das günstige Marktumfeld zu nennen. Bei Einführung der spekulativen Zertifikate waren Optionsscheine aufgrund der damals überaus hohen Volatilität extrem teuer. Hinzu kam eine latente Unzufriedenheit vieler Anleger mit Optionsscheinen. Dieser Unzufriedenheit haben Zertifikateanbieter Rechnung getragen und mit Turbos ein einfaches und gut nachvollziehbares Produkt auf den Markt gebracht und damit

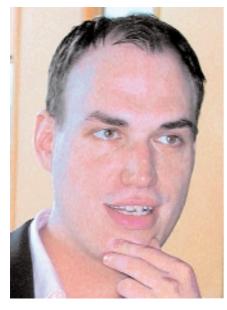
einen neuen Trend in Gang gesetzt.

Kramer: Absolut betrachtet nimmt der Käufer von Knockout-Produkten an ieder Indexbewegung oberhalb der Knockout-Schwelle eins zu eins teil. Einfacher transparenter geht es nicht.

Burkhardt: Eine Verdrängung, wie sie bei Optionsscheinen durch Turbo-Zertifikate stattgefunden hat, ist allerdings alles andere als nor-



#### Hintergrund



mal. So etwas passiert wohl in jedem Jahrzehnt nur ein einziges Mal.

Kramer: Bei der Erfindung der Discount-Zertifikate im Jahr 1995 waren die Zeit und der Markt dagegen noch nicht reif für diese Produkte. Sie wurden nur an termingeschäftsfähige Kunden verkauft, meist viel zu umständlich erklärt und brachten Renditen von vielleicht 10 oder 15

%. Das war im Vergleich zu den Aktienkurssteigerungen bis Anfang 2000 natürlich verhältnismäßig wenig. Ihren Durchbruch schafften sie dann auch erst mit dem Rückgang der Aktienmärkte.

Smart Investor: Was sind denn überhaupt die entscheidenden Faktoren dafür, daß ein Zertifikat erfolgreich wird bzw. zumindest werden kann?

Burkhardt: Für den Erfolg einzelner Produkte ist letztendlich entscheidend, daß sie einfach und verständlich sind und darüber hinaus über klare "Selling Points" verfügen. Bei Bonus-Zertifikaten habe ich beispielsweise eine Kombination aus Kapitalschutz und Bonus. Das hat Sex-Appeal und hohen Nutzen für den Anleger, dem das Produkt zudem einfach zu vermitteln ist. Zertifikate mit hoch komplexen erklärungsbedürftigen Strukturen haben es am Markt dagegen äußerst schwer.

Smart Investor: Welchen Basiswert halten Sie momentan für be-

sonders interessant?

Gresse: Wenn man von der These ausgeht, daß sich viel Liquidität im System angesammelt hat, die konsequent durch alle Märkte "bubbelt", sind irgendwann auch mal die Rohstoffe dran, was wir ansatzweise auch schon gemerkt haben. Darüber hinaus halten wir diesen Markt aber auch langfristig für sehr interessant.

Burkhardt: Wir glauben ebenfalls fest daran, daß Commodities als neue Assetklasse von Privatanlegern entdeckt werden, bzw. schon entdeckt worden sind. Die Ressourcen sind in vielen Bereichen begrenzt. Besonders akut ist die Diskussion derzeit beim Öl. Auf mittlere Sicht werden wir aber auch über Wasservorräte und die Luftverschmutzung reden, wo langsam ebenfalls Derivate ins Spiel kommen, um entsprechende Rechte handelbar zu machen. Nach meiner Einschätzung werden Rohstoffe und Ressourcen zu einem Mega-Thema der nächsten Jahre und Jahrzehnte werden, auf das die Zertifikateindustrie berechtigterweise jetzt zu reagieren beginnt.

Smart Investor: Zum Schluß noch ein Blick in die Zukunft. Wie wird sich der Zertifikatebereich in den kommenden fünf Jahren entwickeln?

Burkhardt: Die gesamte Emittentengemeinde wird dafür sorgen, daß sich die Vorteile von Zertifikaten bis zum letzten Privatanleger herumsprechen werden. Zudem wird sich die Transparenz bei der Namensgebung und Segmentierung weiter erhöhen. Beide Aspekte werden das dynamische Wachstum der Branche auch zukünftig vorantreiben.

Gresse: Dieser Aussage kann ich mich nur anschließen, wobei ich allerdings glaube, daß wir zukünftig nicht mehr ganz so viele Innovationen sehen werden wie zuletzt. Für den Anleger wird es dadurch etwas überschaubarer. Sicherlich auch ein wichtiger Grund dafür, daß Zertifikate mehr und mehr zum klassischen Instrumentarium für den Anleger werden.

Kramer: Wenn die Innovationsgeschwindigkeit tatsächlich etwas zurückgehen sollte, dafür aber die Aufklärungsbemühungen ausgeweitet werden, wird es nach meiner Überzeugung nicht nur zu einem leichten, sondern zu einem sehr hohen Wachstum der Branche kommen. Immer mehr Anleger werden in diesem Fall die Vorteile von Zertifikaten erkennen.

Smart Investor: Herr Burkhardt, Herr Gresse, Herr Kramer, vielen Dank für das interessante Gespräch.

Interview: Dr. Martin Ahlers, Ralf Flierl

Tobias Kramer, Finanztreff.de, und Stefan Gresse, ABN Amro



# Depots effektiv steuern

Über die steuerliche Behandlung von Termingeschäften und Zertifikaten

Von Peter Jung\*, Ernst & Young

#### Steuerliche Grundlagen

Bei der steuerlichen Behandlung von Derivaten im Privatvermögen kommen zunächst zwei Einkunftsarten in Betracht. Zum einen können sonstige Einkünfte z.B. im Rahmen von Spekulationsgeschäften vorliegen, des weiteren kann es sich um Einkünfte aus Kapitalvermögen handeln. Diese Unterscheidung hat u.U. gravierende Auswirkungen, da z.B. Verluste aus Spekulationsgeschäften (im Gegensatz zu Verlusten aus Kapitalvermögen) nur mit Spekulationsgewinnen nicht dagegen mit anderen Einkünften, z.B. Einkünften aus nichtselbständiger Arbeit oder Gewinnen aus Gewerbebetrieb verrechnet werden können. Auf der anderen Seite können Spekulationsgewinnen, dem Halbeinkünfteverfahren unterliegen und werden faktisch nur zur Hälfte besteuert, wenn es sich beispielsweise um Veräußerungsgewinne von Aktien handelt. Einkünfte aus Kapitalvermögen unterliegen außerdem dem Kapitalertragsteuerabzug, sofern ein Freistellungsauftrag nicht vorliegt oder dieser überschritten wird; die einbehaltene Steuer kann auf die persönliche Steuerschuld des Anlegers im Rahmen seiner Einkommensteuerveranlagung angerechnet werden.

#### Freibeträge und Freigrenzen

Bei Kapitaleinkünften wird ein Freibetrag (ab 2004) von 1.370 Euro (bzw. 2.740 Euro bei Ehegatten) berücksichtigt, bei privaten Veräußerungsgeschäften besteht eine Freigrenze von 512 Euro; wenn diese überschritten wird, sind Spekulationsgewinne in voller Höhe zu versteuern.

#### Termingeschäfte

Der Gesetzgeber faßt unter dem Begriff Termingeschäfte sämtliche als Options- oder Festgeschäfte ausgestaltete Finanzinstrumente sowie Kombinationen zwischen Optionsund Festgeschäften zusammen, deren Preis unmittelbar oder mittelbar von dem Börsen- oder Marktpreis von Wertpapieren, Geldmarktinstrumenten, Waren oder Edelmetallen, dem Kurs von Devisen oder Rechnungseinheiten oder Zinssätzen abhängt.

Sofern solche Termingeschäfte vor Ablauf einer Jahresfrist getätigt, also innerhalb der sog. Spekulationsfrist weiterverkauft oder (im Falle von Optionen) ausgeübt oder Vorteile aus ihnen erlangt werden (bei Zertifikaten, Futures und Forwards), werden sie als private Veräußerungsgeschäfte angesehen, bei denen der entstandene Veräußerungsgewinn steuerpflichtig ist. Eine ermäßigte Besteuerung nach dem Halbeinkünfteverfahren kommt hier grundsätzlich nicht in Betracht.

#### **Finanzinnovationen**

Vor diesem Hintergrund werden regelmäßig Kapitalmarktprodukte entwickelt. die das steuerliche Ziel haben, statt Zinserträge (steuerfreie) Veräußerungsgewinne zu generieren; der Gesetzgeber und die Finanzverwaltung reagieren i.d.R. mit entgegengesetzten Interessen. So liegen Einkünfte aus Kapitalvermögen u.a. dann vor, wenn sogenannte Finanzinnovationen veräußert, abgetreten



Peter Jung

oder eingelöst werden. Als Finanzinnovationen sind aus steuerlicher Sicht beispielsweise Zertifikate mit Kapitalgarantie zu qualifizieren.

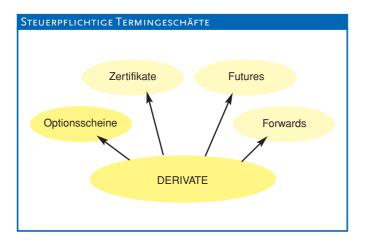
Im folgenden wird ein kurzer Überblick über die gängige Praxis der steuerlichen Behandlung bezogen auf die hier exemplarisch dargestellten Derivate gegeben.

#### Optionsgeschäfte

Die steuerliche Behandlung von Optionsgeschäften ist ausführlich in einem Schreiben des Bundesfinanzministeriums aus dem Jahr 2001 geregelt und wird durch weitere Verwaltungsanweisungen ergänzt. Bei Optionsgeschäften liegen regelmäßig keine Einkünfte aus Kapitalvermögen vor.

Optionsscheine werden i.d.R. wie börsengehandelte Optionen behandelt, so daß bei der Veräußerung innerhalb eines Jahres und bei Überschreiten der Freigrenze steuerpflichtige Einkünfte vorliegen.

Es ist jedoch zu beachten, daß aufgrund der vielfältigen Gestaltungsmöglichkeiten der Emittenten auch Konstruktionen (wie z.B. Range Warrants) geschaffen werden können, die bei wirtschaftlicher Betrachtungsweise keine Optionen im eigentlichen Sinne mehr darstellen und deshalb u.U. zu Einkünften aus Kapitalvermögen führen. Eine genaue Analyse der Emissisionsbedingungen ist daher unbedingt zu empfehlen.



#### Zertifikate

Zertifikate (Schuldverschreibungen), die Aktien vertreten, verbriefen das Recht auf Zahlung eines einmaligen Geldbetrages, oder eines Geldbetrages und der Lieferung z.B. einer bestimmten Aktie. In jedem Fall hängt die Höhe des zu zahlenden Geldbetrags regelmäßig von einem ungewissen Ereignis, z.B. vom Stand eines Index (Partizipationsscheine) oder vom Wert einer oder mehrerer Aktien am Fälligkeitstag (Discount-Zertifikate) ab.

Für die Besteuerung ist ausschlaggebend, ob die Emissionsbedingungen die vollständige oder zumindest eine teilweise Rückzahlung des hingegebenen Kapitals vorsieht, sog. Garantie-Zertifikate. In diesem Fall wird der Teil des Betrags, der bei Endfälligkeit gezahlt wird und über das hingegebene Kapital hinausgeht, als steuerpflichtiger Kapitalertrag behandelt. Im Falle der Veräußerung erzielt der Verkäufer auch außerhalb der einjährigen Spekulationsfrist einen steuerpflichtigen Kapitalertrag, der nach der Marktrendite zu ermitteln ist. Das Gleiche gilt für den Zweiterwerber, auch er erzielt bei der Einlösung einen steuerpflichtigen Kapitalertrag.

Im Falle, daß bei den Emissionsbedingungen des Zertifikats keine vollständige oder teilweise Rückzahlung des eingesetzten Kapitals (Garantie) vorliegt, kommt eine Besteuerung nur in Frage, wenn der Käufer innerhalb eines Jahres nach der Anschaffung des Zertifikates einen Geldbetrag oder Vorteil daraus erlangt. Dann handelt es sich um ein steuerpflichtiges Veräußerungsgeschäft. Werden die Zertifikate innerhalb eines Jahres nach der Anschaffung verkauft, so kommt es zu einem steuerpflichtigen privaten Veräußerungsgewinn.

Bei Discount-Zertifikaten liegen nach Auffassung der Finanzverwaltung keine Kapitalerträge vor; eine Besteuerung kommt danach lediglich im Rahmen von privaten Veräußerungsgeschäften innerhalb der Spekulationsfrist in Betracht. Die Abgrenzung bei Bonuszertifikaten richtet sich ebenfalls danach, ob die (teilweise) Rückzahlung garantiert wird. Ist dies nicht der Fall, kommen wiederum nur Spekulationseinkünfte in Betracht.

#### **Futures und Forwards**

Bei den Financial Futures handelt es sich in der Regel um sogenannte verdeckte Optionsgeschäfte, bei denen äußerlich der Kauf des Basiswerts zwar vereinbart wird, die Vertragsparteien aber meist nur an einem Differenzausgleich durch Barzahlung interessiert sind. Da der Wille der Beteiligten aber erkennbar lediglich auf den Differenzausgleich gerichtet ist, liegen keine steuerpflichtigen Veräußerungsgeschäfte vor, da es an einem Veräußerungsvorgang fehlt. Allerdings hat hier der Gesetzgeber festgelegt, daß auch ohne Vorliegen eines Veräußerungsvorgangs, der bei der Fälligkeit des Termingeschäftes gezahlte Differenzausgleich der Besteuerung unterzogen wird, wenn dieses Termingeschäft innerhalb eines Jahres vor Fälligkeit (Zahlung des Differenzausgleichs) abgeschlossen wurde. Für die Berechnung des Differenzausgleichs bei allen Eurex-Geschäften ist die Summe aller während der Laufzeit empfangenen und geleisteten Zahlungen im Zeitpunkt der Fälligkeit des Geschäftes ausschlagge-

Im Falle einer Glattstellung eines Future-Kontrakts innerhalb der Einjahresfrist nach Abschluß des Kontrakts liegt ebenfalls ein steuerpflichtiges Veräußerungsgeschäft vor. Forwards unterliegen der gleichen steuerlichen Behandlung wie sie auch für die Futures gelten, mit dem Unterschied, daß eine Glattstellung i.d.R. nicht möglich ist.

#### Steueroptimierung des Depots durch den **Einsatz von Derivaten**

Durch den Einsatz von Derivaten können verschiedene steuerliche Optimierungen erreicht werden. Neben dem klassischen Einsatz von Aktienoptionen zur Kurssicherung bis zum Ablauf der Spekulationsfrist und der nachfolgend steuerfreien Veräußerung der Aktien gibt es eine Vielzahl von Möglichkeiten für die Verwendung von Derivaten. So können beispielsweise bei Index-Zertifikaten auf Performance Indices, die neben der Indexsteigerung auch die Dividenden abbilden, bei entsprechender Ausgestaltung statt steuerpflichtiger Dividenden (im Fall einer Direktanlage in Aktien) steuerfreie Veräußerungsgewinne erzielt werden.

Aufgrund der Kreativität der Produktentwickler entstehen ständig neue Besteuerungsfragen, bis zu deren abschließender Beurteilung durch die Rechtsprechung u.U. Jahre vergehen können. Deshalb sind die innovativen Produkte stets kritisch auf die vermeintliche Steueroptimierung hin zu untersuchen. Dies mußte z.B. ein Anleger von Merrill-Lynch-Zertifikaten erfahren, der vor dem Finanzgericht Nürnberg unterlag und aufgrund der Kapitalgarantie der Papiere statt eines (vermeintlich) steuerfreien Veräußerungsgewinns letztlich steuerpflichtige Einkünfte aus Kapitalvermögen versteuern mußte.

Aufgrund der Unübersichtlichkeit der Materie und der Tatsache, daß bei der steuerlichen Beurteilung die individuelle Situation des Anlegers zu berücksichtigen ist, sollte zur Klärung von Zweifelsfragen stets eine persönliche Beratung durch einen Steuerberater erfolgen.

<sup>\*)</sup> Peter Jung ist als Steuerberater und Senior Manager bei der Ernst & Young AG in München tätig.



Rapsfelder und Alleen sind auch nicht über Nacht gewachsen

# Mit kleinen Schritten dem Vermögen entgegen

## Zertifikate-Sparpläne im Kommen

Ansparpläne für Investmentfonds haben sich bereits seit langem als probates Mittel zum Vermögensaufbau etabliert. Konkurrenz bekommen sie neuerdings durch Zertifikate-Sparpläne, die insbesondere bei Standardprodukten durch hohe Transparenz und eine günstige Kostenstruktur glänzen.

Sparen, Sparen, Sparen. Sei es für die Ausbildung der Kinder, das in ferner Zukunft geplante Eigenheim oder zum Ausgleich der Rentenlücke, die sich mit dem Eintritt in den Ruhestand zwangsläufig ergeben wird. Sinnvolle Gründe, über die selbständig verwalteten Aktien-, Anleihe- oder Derivate-Engagements hinaus regelmäßig noch etwas Geld beiseite zu legen, lassen sich unzählige finden. Fast genauso viele allerdings auch, mit dem Aufbau eines gewissen Polsters erst im nächsten Monat oder gar im kommenden Jahr zu beginnen. Dabei ist es gar nicht schwer, relativ kontinuierlich kleine Beträge vom laufenden Konto abzuzweigen und so zumindest langfristig eine recht erkleckliche Summe anzusammeln.

#### Die Zeit als bester Freund des Anlegers

Erwirbt ein Investor beispielsweise Monat für Monat Dax-Zertifikate im Gegenwert von lediglich 200 Euro, wird er bei einem unterstellten Anstieg des deutschen Leitindex von durchschnittlich 6 % pro Jahr auch ohne Berücksichtigung des Cost Average-Effekts in zehn Jahren immerhin schon eine Summe von 32.495 Euro angesammelt haben. Wird der Sparvorgang über 30 Jahre konsequent fortgeführt und die eingezahlten Beträge entsprechend möglicher Gehaltssteigerungen jährlich um 5 % erhöht, steigt das auf diese Weise angehäufte Vermögen

sogar auf über 350.000 Euro an. Selbständig ermitteln läßt sich der Sparerfolg z.B. im Internet unter www.cortalconsors.de/ sparen\_anlegen/sparen/vplaner.html. Neben der Endsumme kann dort auch die Sparrate errechnet werden, die nötig ist, um beispielsweise beim Eintritt in die Rentenphase einen bestimmtes Ziel erreicht zu haben.

#### Auf Standardprodukte erstklassiger Emittenten setzen

Mit über 70 verschiedenen Zertifikate-Sparplänen bietet Maxblue derzeit die größte Auswahl an. Wie die hohe Zahl bereits signalisiert, ist das Spektrum dabei keineswegs auf deutsche oder europäische Aktienindices beschränkt. Im Angebot finden sich vielmehr auch Sparpläne, die sich auf Wandelanleihen- sowie auf Strategie-Zertifikate beziehen. Selbst die Spekulation auf Edelmetalle und Rohstoffe sowie auf Hedgefunds, Biotechwerte und Emerging Markets ist inzwischen mit regelmäßigen Einzahlungen möglich. Trotz der hohen Vielfalt drängen sich für den langfristigen Vermögensaufbau in der hier beschriebenen Form allerdings nur wenige Zertifikate wirklich auf. Zu nennen sind dabei insbesondere Papiere auf den Dax oder den EuroSTOXX 50 Total Return Index, bei dem ausgeschüttete Dividenden ebenfalls dem Anleger und nicht dem Emittenten zugute kommen. Komplexere Varianten sowie exotische Produkte erfüllen dagegen oft nicht die Anforderungen, die im Rahmen eines langfristigen Sparplans an Transparenz und Kostenstruktur zu stellen sind, und sollten deshalb regelmäßig überwachten Einzelinvestments vorbehalten bleiben. Gleiches gilt auch für Themen-Zertifikate, die einseitig auf eine

Branche oder einen Rohstoff setzen. Die Streuung fällt bei ihnen einfach nicht breit genug aus. Gerade in Anbetracht der oben aufgeführten Zeithorizonte sollte die Bonität der Emittenten unbedingt in das Investitionskalkül mit einbezogen werden. Anders als bei Fonds, bei denen es sich um separat verwaltete Sondervermögen handelt, sind Zertifikatebesitzer nämlich Gläubiger des Emittenten. Muß dieser Konkurs anmel-

Anbieter von Zertifi	kate-Sparplänen		
Anbieter	Internet	Anzahl Sparpläne	Anschaffungskosten
	Service-Telefon	MINDESTRATE	Verwaltungsgebühren*
COMDIRECT BANK	WWW.COMDIRECT.DE	13	2,50 Euro + 0,4 % v. Vol.
	01803 / 4445	50 Euro	0,09 % v. Vol. p.a.
DAB Bank	WWW.DAB-BANK.DE	28	2,50 Euro + 0,25 % v. Vol.
	01802 / 244518	125 Euro	KEINE
MAXBLUE	WWW.MAXBLUE	67	2,50 Euro + 0,4 % v. Vol.
	01818 / 1000	50 Euro	0,1 % v. Vol. p.a.
S-Broker	WWW.SBROKER.DE	16	2,5 % v. Vol.
	0800 / 2080900	100 Euro	12 Euro p.a. pro Depot

<sup>\*</sup> Bei verschiedenen Zertifikaten fallen zusätzliche Managementgebühren an

den, ist auch das mühsam angesparte Vermögen verloren.

#### Nur bei Onlinebrokern im Programm

Neben Maxblue bieten derzeit comdirect, die DAB Bank und S-Broker Zertifikate-Sparpläne an. Anfang August 2004 will Consors sein bisher auf Investmentfonds beschränktes Angebot auf Zertifikate ausdehnen und seinen Kunden ebenfalls verschiedene Varianten der kostengünstigen Vorsorgemöglichkeit offerieren. Aufgrund fehlender Ausgabeaufschläge wirft das Geschäft für herkömmliche Banken und Sparkassen dagegen nicht genügend Ertrag ab, so daß von dieser Seite aus zunächst wohl keine entsprechenden Angebote zu erwarten sind. Zwar ist die Einrichtung von Zertifikate-Sparplänen teils bereits ab 50 Euro möglich, zur Vermeidung unnötiger Kosten sollte bei derart geringen Beiträgen jedoch auf die quartalsweise Einzahlung ausgewichen werden. Da bei langen Zeiträumen bereits wenige Zehntel Renditeunterschied hohen Einfluß auf das Endvermögen haben, sind die Kosten und Gebühren der unterschiedlichen Anbieter vor einem Abschluß intensiv miteinander zu vergleichen.

Dr. Martin Ahlers

## DAS KAPITALMARKTMAGAZIN FÜR PROFESSIONALS



#### JETZT 3 AUSGABEN GRATIS TESTEN!

### Monatlich

- Alle Börsengänge,
- IPO-Trends international
- Being Public/Investor Relations
   Kapitalmarkt-Trends
- M&A
- Tax & Legal

zzgl. 2 bis 3 Sonderausgaben jährlich!

## KENNENLERN-ABONNEMENT

ich möchte das GoingPublic Magazin gerne kennenlernen und nehme I la, Ihr kostenloses Kennenlern-Abonnement an. Bitte senden Sie mir die kommenden drei Ausgaben an die untenstehende Adresse. Überzeugt mich die Qualität des Magazins, beziehe ich das GoingPublic Magazin anschließend zum Preis von 58,20 Euro pro Jahr (12 Ausgaben plus zwei bis drei Sonderausgaben). Andernfalls kündige ich mein Kennenlern-Abonnement bis zwei Wochen nach Erhalt der dritten Ausgabe und mir entstehen keine weiteren Verpflichtungen.

Name, Vorname:	
Postfach/Straße:	
DI 7 Over	
PLZ, Ort.	
Telefon:	Fax:
	•
eMail-Adresse:	
Ort und Datum:	1. Unterschrift:
Widerrufsgarantie: Dieser Auftrag kann den. Rechtzeitiges Absenden genügt.	binnen zwei Wochen widerrufen wer-
Ort und Datum:	_2. Unterschrift:
	DRVTE

#### Coupon bitte einsenden an:

GoingPublic Media AG · Bahnhofstr. 26 · 82515 Wolfratshausen Telefon: 08171-419650 · Fax-Order: 08171-419656 oder online unter www.goingpublic.de/abo

# **Zertifikate-Trends 2004**

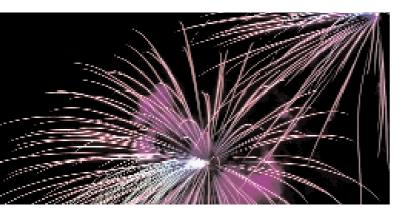
Mehr Märkte, mehr Strukturen – und mehr Verwirrung

Von Christian W. Röhl, Herausgeber des ZertifikateJournals\*

Auch über ein Jahr nach dem Ende der dreijährigen Baisse an den Aktienmärkten hat der Börsenhimmel sich noch nicht wieder nachhaltig aufgehellt. Zwar ist die Stimmung der Marktteilnehmer gemessen an Volatilitätsindices wie dem VDax (Deutschland) oder dem VIX (USA) mittlerweile so entspannt wie zuletzt im Jahr 2000. Die scheinbare Gelassenheit paßt jedoch nicht zu einem globalen Umfeld, das von Terrorängsten, zu hohen Rohstoffpreisen, einer sich nun klar abzeichnenden Zinswende und dem Risiko eines Immobilien-Crashs in den USA und Großbritannien geprägt ist.

So hat sich denn auch bei vielen Investoren die Erkenntnis durchgesetzt, daß mit der bequemen "Kostolany-Doktrin" - Aktien und Fonds kaufen und liegen lassen, weil die Kurse irgendwann sowieso immer steigen - zumindest in den etablierten Märkten kein Staat mehr zu machen ist. Dieses Umdenken dürfte gleichzeitig einer der wesentlichen Gründe für das weiter dynamisch steigende Interesse an Zertifikaten sein. Denn anders als klassische Anlageformen können Zertifikate eben nicht nur bei steigenden Kursen, sondern auch in Seitwärts- und Abwärtsphasen attraktive Renditen erzielen. Außerdem erschließen Zertifikate dem Privatanleger eine ganze Reihe neuer Märkte und Asset-Klassen, die für eine optimale Portfolio-Diversifikation von immenser Bedeutung sind. Einige Beispiele hierzu:

♦ Bonus-Zertifikate kommen dem häufig geäußerten Wunsch entgegen, mit ein- und demselben Investment-Vehikel für nahezu alle Börsenszenarien gerüstet zu sein. Diese Papiere, angesichts anfänglicher Laufzeiten von drei bis sechs Jahren vor allem für passive Langfrist-Anleger von Interesse, bieten zunächst eine risikogepufferte Sockelrendite: Sofern die unterliegende Aktie bzw. der unterliegende Index während der Laufzeit niemals unter eine



Auch in diesem Jahr brennen die Emittenten wieder ein wahres Produkt-Feuerwerk ab

vordefinierte Schwelle rutscht, werden bei Fälligkeit auf jeden Fall zwischen 120 und 140 % des investierten Kapitals zurückgezahlt. Je nach Ausgestaltung läßt sich auf diese Weise selbst bei 30-, 40oder gar 50-prozentigen Kurseinbrüchen noch Geld verdienen. Gleichzeitig ist man an sämtlichen über diese sogenannte Rendite hinausgehenden Zuwächsen des Basiswerts "eins-zueins" und in der Regel unbegrenzt beteiligt.



Christian W. Röhl

- ♦ Ein noch flexibleres Instrument sind Rolling-Discount-Zertifikate. Gestaltet als "Open End"-Papiere ohne Laufzeitbegrenzung verbrieft diese Innovation eine monatlich aktualisierte Investition in so genannte Stillhalterstrategien ("Covered Call Writing"). Dabei sind sowohl offensive als auch defensive Varianten darstellbar. Der "Rolling Deep Discount" beispielsweise verdient Monat für Monat zwischen 0,3 und 1,1 %, sofern der EruoSTOXX 50 innerhalb einer vierwöchigen Frist nicht mehr als 5 % verliert. Mit einer historischen Erfolgswahrscheinlichkeit von  $85\ \%$  und jährlich 45 % dynamischem Risikopuffer ist diese Spielart eine Top-Alternative zu Engagements am Rentenmarkt - einerseits weil die Erträge nach Ablauf der zwölfmonatigen Spekulationsfrist steuerfrei sind, anderseits weil das Produkt nicht dem einer Anleihe innewohnenden Zinsänderungsrisiko ausgesetzt ist.
- ◆ Klar auf Seitwärtsbewegungen ausgerichtet sind dagegen die sogenannten "Callable"-Zertifikate, die je nach Emittent "Maxi-Rend" (DZ BANK), "Express" (HypoVereinsbank) oder "mini-MAX" (Bankgesellschaft Berlin) heißen. Hier wird an jährlichen oder quartalsweisen Stichtagen festgestellt, ob der Basiswert mindestens seinen Stand bei Auflegung erreicht hat. In diesem

Unter www.zertifikatejournal.de kann der führende Anleger-Brief für Zertifikate und strukturierte Finanzprodukte kostenlos abonniert werden. Für Rückfragen erreichen Sie den Autor unter cwr@zertifikatejournal.de

### Hintergrund

Fall wird das Zertifikat vorzeitig zurückgezahlt - selbstverständlich nicht zum Emissionspreis, sondern mit einem zwischen 8 und 15 % liegenden Aufschlag. So werden schon in müden Börsenphasen Erträge erwirtschaftet, die höher ausfallen als die historische Aktienmarktrendite. Kann der Basiswert sein Anfangsniveau an keinem Stichtag überspringen, rutscht der Anleger am planmäßigen Laufzeitende (drei bis fünf Jahre nach Emission) erst dann in die roten Zahlen, sofern die Einbußen der Märkte eine vordefinierte Schutzgrenze überschreiten. Ansonsten ist zumindest der Kapitalerhalt garantiert.

- ♦ Während die bislang genannten Strukturen vor allem darauf abzielen, aus schwierigen Märkten mit einem mehr oder weniger begrenzten Wachstumspotential das Optimum herauszuholen, setzen "Emerging Markets"-Zertifikate auf die Stars von morgen: Vormalige Entwicklungsländer der sogenannten "Dritten Welt", die auf dem Weg zu modernen Industriegesellschaften sind. Lange Zeit waren China und die osteuropäischen EU-Debütanten Tschechien, Polen und Ungarn die einzigen über Zertifikate investierbaren Schwellenregionen; in den letzten Monaten haben die Emittenten ihr Sortiment jedoch stark ausgeweitet. Auch die Börsen in der Türkei, Indien, Indonesien, Malaysia, Südkorea oder Lateinamerika kann man sich nun mit entsprechenden Index-Zertifikaten "en bloc" ins Depot legen – und zwar ohne Management-Gebühr und im Rahmen von Geld/Brief-Spannen, die deutlich unter den im hiesigen Auslandshandel gestellten Spreads für die entsprechenden Einzelaktien angesiedelt sind.
- ◆ Eine ähnliche Blüte erlebt zur Zeit das Rohstoff-Segment. Nachdem die "Commodity"-Preise zwanzig Jahre lang permanent gefallen waren, trumpft die älteste aller Asset-Klassen nun wieder mächtig auf. Die Impulse dafür kommen einerseits aus den "Emerging Markets"; andererseits rächt sich nun, daß die zur Förderung von Energieträgern oder Industriemetallen benötigte Infrastruktur in der Vergangenheit kaum mehr aus-

gebaut wurde. Engpässe dürften also weiterhin an der Tagesordnung bleiben, und während Fonds nur Aktien von Rohstoff-Unternehmen kaufen dürfen, können Zertifikate-Anleger direkt an der Preisentwicklung partizipieren. Von Erdöl und Erdgas über Kupfer, Nickel und Aluminium bis hin zu Agrarprodukten wie Weizen, Kaffee oder Kakao werden mittlerweile alle wichtigen Rohstoffe und Waren durch klassische "Open End"-Papiere und gehebelte "Knock-out"-Produkte abgebildet. Wer sich mit der Einzelauswahl nicht beschäftigen will, sondern ganz bequem am Gesamttrend partizipieren sein möchte, kann stattdessen auf den GSCI Goldman Sachs Commodity-Index zurückgreifen. Dieses Preisbarometer spiegelt die Entwicklung eines Portfolios aus 25 Rohstoffen wider und ist sogar über Chance/Risiko-optimierte Strukturen wie Bonus-Zertifikate handelbar.

 In eine völlig neue Anlagedimension stoßen die sogenannten "Spread Trades" vor: Mit speziellen Zertifikaten (bislang nur von ABN Amro) oder einer kombinierten Position aus zwei "Knock-out"-Produkten spekuliert man hierbei nicht mehr auf Kurstendenzen ("Daimler steigt"), sondern auf die relative Entwicklung zweier Basiswerte ("Daimler läuft besser als BMW"). Das Investment koppelt sich somit vom allgemeinen Marktrisiko ab und man ist nur noch an der viel beschworenen "Outperformance" beteiligt: Egal, ob Daimler nun 10 % gewinnt und BWM 5 % verliert, oder ob die Schwaben um 10 % absacken und die Münchener 25 % einbüßen - in beiden Fällen ergibt sich die Rendite des Investors aus der Differenz von 15 Prozentpunkten. Besonders aussichtsreich ist diese von professionellen Anlegern bereits seit Jahren praktizierte Strategie im Hinblick auf Marktanomalien wie die momentane Überbewertung amerikanischer "Mid Cap"-Aktien oder das Gefälle zwischen verschiedenen Anleihen-Futures.

Die große Freiheit des Investierens will freilich auch genutzt werden - und da wird die Sache langsam schwierig. Die unge-

> heure Vielfalt an Strukturen (auf die großen Indices sind über 20 verschiedene Produkt-Typen verfügbar) sowie die teilweise höchst verwirrende Benennung der Produkte erschweren den Überblick und lassen so manchen Anleger am Ende doch wieder zum simplen Aktienfonds greifen. Die Emittenten wären deshalb gut beraten, auf so manche im Zweifelsfall wenig nutzbringende Innovation zu verzichten und statt dessen die Papiere, die wirklich einen revolutionären Mehrwert bringen, stärker in den Vordergrund zu rücken. Das ZertifikateJournal als führende Online/Onland-Community für strukturierte Finanzprodukte wird dazu künftig einen noch stärkeren Beitrag leisten: Neben dem wöchentlichen Anlegerbrief und zahlreichen anderen Info-Angeboten wie den "Best Buy"-Listen oder dem montäglichen Chat auf www.zertifikatejournal.de gibt es ab August eine Standardlösung, mit der auch gänzlich passive Anleger das gesamte Potential der besten Zertifikate ausschöpfen können.



Bei Rohstoffen greifen momentan viele Anleger beherzt zu



Börse Stuttgart

# Das Handelssegment EUWAX als Prototyp

Weiterentwicklung und Übertragung der Erfolgsfaktoren

### von Andreas Willius, Alleinvorstand der Börse Stuttgart AG

Die Börse Stuttgart ist Deutschlands zweitgrößter Handelsplatz. Gut ein Drittel des gesamten deutschen Ordervolumens im Parketthandel wurde 2003 und im ersten Halbjahr 2004 an der Börse Stuttgart gehandelt – Tendenz steigend. Betrachtet man die Orderzahlen der deutschen Börsen ohne Berücksichtigung des Börsenplatzes Frankfurt, so werden vier von fünf Kundenorders an die Börse Stuttgart gelegt. Die Grundlage dieser hohen Akzeptanz bei Privatanlegern ist die Ausrichtung ihres Börsenhandels und der angebotenen Dienstleistungen auf die Bedürfnisse dieser Kundengruppe unter Berücksichtigung der Besonderheiten der verschiedenen Wertpapiere beim Handelsund Preisfeststellungsprozeß. Innovation ist dabei eines der Schlüsselworte der Börse Stuttgart. Denn ohne innovative Ideen und innovative technische Lösungen zu ihrer Umsetzung wäre die Börse Stuttgart nicht das, was sie heute ist: die führende Privatanlegerbörse in Deutschland. Und das Handelssegment EU-WAX war in der Tat eine Innovation.

Doch bis dahin war es ein langer Weg. Die Wurzeln des Erfolgs gehen bis in die späten 80er Jahre zurück. Den scheidenden Schub für den Handel mit verbrieften Derivaten an der Börse Stuttgart aber hat die Gründung des Handelssegments WAX im Juli 1999 gebracht.



Andreas Willius



#### Privatanlegergerechte Gestaltung des Börsenhandels als Basis des Erfolgs

Mit der Einführung des Best-Price-Prinzips 1995 sowie des Best-Size-Prinzips 1997 wurden von der Börse Stuttgart schon Mitte der 90er Jahre die Grundlagen für einen privatanlegergerechten deutschen Börsenhandel gelegt. Mit diesen Maßnahmen begann sich die Börse Stuttgart am Privatanleger auszurichten. Mit der Gründung der EUWAX im Jahr 1999 folgte zusätzlich die Focussierung auf Produktgruppen. Neuartig war das Marktmodell der EU-WAX. Rückblickend stand es Pate für die weiteren Mitglieder der heutigen Segmentfamilie der Börse Stuttgart und bildete damit so etwas wie den Prototypen für diese Segmente. Zum Handelssegment EU-WAX haben sich inzwischen Bond-X (2003) für Rentenwerte und (2003) für ausländische Aktien sowie Gate-M (2004),

ein Segment für den Handel von Aktien mittelständisch geprägter Gesellschaften, hinzugesellt.

Grundsätzlich regeln Marktmodelle den Ablauf- und Ausführungsprozeß von Anlegeraufträgen und die Rahmenbedingungen auf Handelsplattformen. Den Mittelpunkt von börslichen

Marktmodellen stellt der Preisfeststellungsprozeß dar. Die Art und Weise der Preisfeststellung ist an der Börse Stuttgart verbindlich in der Börsenordnung fixiert. Für alle Segmente hat die Börse Stuttgart zusätzlich Regelwerke etabliert, die den qualitativ hochwertigen, transparenten und staatlich überwachten Wertpapierhandel gewährleisten.

#### Die Vorreiterrolle des Handelssegmentes EUWAX

Worin aber liegt die Vorreiterrolle der EUWAX? Wie hat die Börse Stuttgart das Marktmodell der EUWAX weiterentwickeln können und wie ist es gelungen, die Erfolgsfaktoren auf andere Handelssegmente zu übertragen?

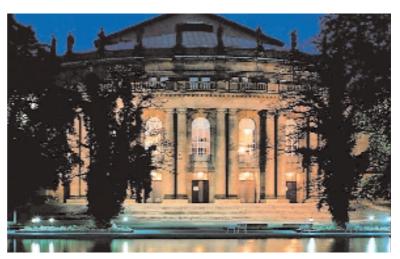
Neuartig bei der Gründung des Handelssegments EU-WAX war, wie schon vorher erwähnt, das dem Handel an der EUWAX zugrundeliegende Marktmodell. Dieses Marktmodell ist im eigens für die EUWAX geschaffenen Regelwerk fixiert. Das Regelwerk bedenkt die besonderen Charakteristika der gehandelten Wertpapiere und stellte eine besonders hohe Handelsqualität und Transparenz sicher. Daraus geht hervor, daß sowohl von Seite des Skontroführers (Maklers) als auch von Seite der quotierenden Emittenten bestimmte Kriterien erfüllt werden müssen. Dies sind im einzelnen:

- Die Festlegung einer verbindlichen Handelszeit für die jeweiligen Produkte
- Die Benennung mindestens eines Market-Makers, der verpflichtet ist, während der gesamten angegebenen Handelszeit aktuelle, verbindliche An- und Verkaufspreise (Quotes) zur Verfügung zu stellen
- Die Definition einer maximalen Handelsspanne
- Die Definition des dazugehörigen Mindesthandelsvolumens bei Notierungsaufnahme an der EUWAX
- Die Anerkennung des EUWAX-Regelwerkes.

Damit stellte die Börse Stuttgart und mit ihr alle aktiven Emissions- und Wertpapierhandelshäuser den Anlegerschutz, die Markt- und Preisfeststellungstransparenz und die Handelsqualität in Form von Liquiditäts- und Ausführungssicherheit auf eine neue Stufe.

#### Weitere Charakteristika

Bei der Berechnung und Feststellung des Börsenpreises müssen die Skontroführer die von den Emittenten aktuell zur Verfügung gestellten Quotes berücksichtigen. Börsenpreise dürfen nicht außerhalb des Emittentenquotes festgestellt werden. D.h., der Anleger wird in Stuttgart mindestens so gut bedient wie im Direkthandel mit dem Emittenten. Er hat darüber hinaus aufgrund der hohen Liquidität an der EUWAX die Chance auf eine bessere Ausführung. Zudem überprüft die Handelsüberwachungsstelle der Börse Stuttgart die Emittenten dahingehend, ob sie die angegebenen Mindeststückzahlen bereitstellen und den angegebenen Maximalspread nicht überschreiten. Die Verpflichtung der Emittenten zur laufenden Übermittlung aktueller Quotes ist die Grundlage eines funktionierenden Limit-Kontroll-Systems. Denn dieses vergleicht laufend die Kundenorders mit dem Orderbuch und den Emittentenquotes auf Ausführbarkeit und erhöht so die Geschwindigkeit und die Sicherheit der Orderausführung erheblich.



Stuttgarter Opernhaus: Nicht nur für die Anlegergemeinde hat die Schwabenmetropole einiges zu bieten

#### Ausbau der Segmentfamilie

Mit dem Ausbau ihrer Segmentfamilie 2003 und 2004 hat die Börse Stuttgart die Grundgedanken dieses Marktmodells auf andere Produktgruppen erweitert. Es soll hier freilich nicht unerwähnt bleiben, daß die Grundideen der neuen Segmente bereits lange vor deren offizieller Etablierung an der Börse Stuttgart gelebt wurden. Nur können Anleger sich nun im Zweifelsfall auf die Börsenordnung berufen. Grundlage hierfür ist das 4. Finanzmarktförderungsgesetz, das zum 1. Juli 2002 in Kraft getreten ist und die Börsen dazu berechtigt, mit der Einrichtung von Zulassungssegment-übergreifenden Handelssegmenten die Qualität der Kursfeststellung zu erhöhen. Diese Möglichkeit setzte Stuttgart als erste Börse dergestalt um, daß sie im Sinne des Anlegers bestimmte Vorgaben an die Skontroführer für die Preisfeststellung formuliert hat. Dies hat zur Folge, daß Anleger ein hohes Maß an Sicherheit darüber erhalten, wie die Preisfeststellung für ihre Orders durchgeführt wird. Hinzu kommt, daß der Anleger die Einhaltung der Preisfeststellungsregelungen im Internet und mit Hilfe des börseneigenen Beschwerdemanagements nachvollziehen kann.

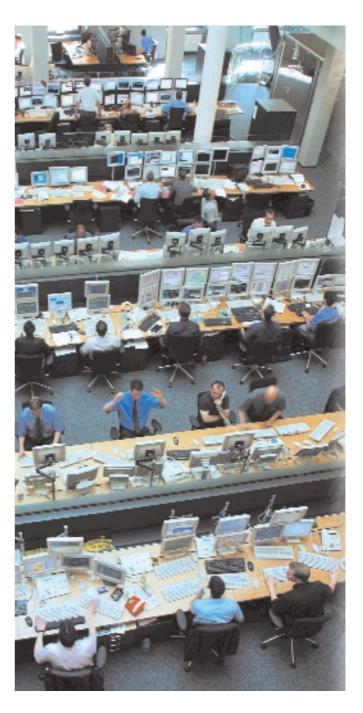
Damit wird deutlich, daß sowohl eine ausgeprägte Transparenz als auch die Verläßlichkeit eines Rahmens, innerhalb dessen Preise zustandekommen können, als gemeinsame Grundgedanken aller unserer Handelssegmente gelten. Beide Aspekte wiederum zählen zu den entscheidenden Erfolgskriterien des EU-WAX-Segments, die die Börse auf andere Produktbereiche übertragen hat. Ungeachtet dessen gilt für die beschriebenen Segmente ebenso wie für alle weiteren Handelsbereiche an der Börse Stuttgart das bewährte Best-Price-Prinzip, das Anlegern ohnehin den günstigsten Preis aus dem Stuttgarter Orderbuch und dem geltenden Referenzmarkt ermöglicht. Damit stellen die einzelnen Handelssegmente eine Verbesserung und Weiterentwicklung des Best-Price-Prinzips dar.

#### Das Handelssegment EUWAX hat noch enormes Potential

Der Markt für verbriefte Derivate hat in den letzten Jahren ein rasantes Wachstum erlebt. Und er hat noch enormes Potential. Drei Gründe stehen im wesentlichen für diese Annahme. Zum ersten stehen den rund 500.000 Derivatekunden im deutschen Markt gut 8 Mio. Fondsanleger gegenüber. Der Trend, daß immer mehr Fondskunden verbriefte Derivate wie zum Beispiel Index-Zertifikate als bessere Anlagealternative im Vergleich zu Fondsanlagen entdecken, wird sich sicherlich weiter verstärken. Zum zweiten hat der börsliche Handel mit verbrieften Derivaten an der EUWAX in Sachen Schnelligkeit und handelbare Stückzahlen zum außerbörslichen Handel aufgeschlossen. Anleger werden auch künftig sowohl börslich als auch außerbörslich diese Produkte handeln. Daher sehen wir den außerbörslichen Handel zum Teil als Konkurrenz an. Andererseits ergänzen sich beide Handelsformen. Viele Anleger kaufen Papiere direkt bei den Emittenten und verkaufen sie später über Limit-Orders, bei denen die Börse ins Spiel kommt. Letzter und ganz entscheidender Grund für das zukünftige Marktpotential ist die Innovationsfähigkeit der aktiven Emissionshäuser von verbrieften Derivaten. Der gemeinte entscheidende Beitrag für die Entwicklung des deutschen Marktes für verbriefte Derivate liegt in der Fähigkeit der Emissionshäuser, sehr schnell auf Marktgegebenheiten zu reagieren und immer die passenden Produkte für Privatanleger zu emittieren. Ohne die Kreativität in der Produktentwicklung und die Effektivität in der Emissionstätigkeit wäre das Wachstum dieses Marktes nicht möglich gewesen. Es ist zu erwarten, daß dies auch weiterhin so sein wird.

Unter dem Strich erscheint es nicht unrealistisch, daß sich die Zahl der Anleger, die in verbriefte Derivate investieren, innerhalb von fünf Jahren auf 3 Mio. erhöhen wird. Wenn dieses Szenario eintritt, werden alle Beteiligten profitieren: der außerbörsliche Direkthandel und mit ihm die Emittenten genauso wie die Börse Stuttgart sowie ihr börslicher Rivale in Frankfurt, Smart Trading. Und vor allem natürlich die Anleger.

Smart Investor gratuliert der EUWAX zum fünfjährigen Jubiläum!



# Erfolgreich anlegen mit Finanzderivaten

Mehr Rendite bei reduziertem Risiko

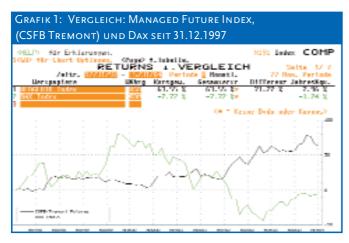
Von Jan Leistner, Portfoliomanager beim Münchner Depotverwalter Dr. Bauer & Co

Viele Anleger betrachten Finanzderivate noch immer als rein spekulative Anlageinstrumente, deren (Un-) Wesen getreu dem Motto: "Gewinnen kann man, verlieren muß man!" beschrieben werden kann. Für eine Vielzahl solcher "Kreationen", wie Optionsscheine sowie Knock-out-Zertifikate, wie der Name eigentlich schon sagt, trifft das auch zu. Dazu kommt, daß eine schier unendliche Vielfalt an Finanzderivaten existiert. Allein an der Börse Stuttgart gibt es heute über 45.000 verschiedene Titel, monatlich kommen weitere 2.000 neu aufgelegte Papiere hinzu. Es folgen 6.000 Hedgefonds weltweit.

Geeignete Derivate, mit Sorgfalt und Sachkenntnis ausgewählt, verschaffen jedoch gerade dem konservativ ausgerichteten Anleger einen deutlichen Mehrwert. Denn: Wer als Anleger das Ziel verfolgt, verläßliche positive Renditen unabhängig von Marktschwankungen zu erwirtschaften, den führt an Derivaten keinen Weg vorbei. Dabei gilt: Je größer die Risikoaversion eines Anlegers ist, um so wichtiger die Diversifikation (Streuung). Das Ziel der Diversifikation ist die Reduzierung von Risiken plus das Steigern der Erträge.

#### Welche Werte leisten einen sinnvollen Beitrag zur Diversifikation?

In jedem Fall sollte darauf geachtet werden, daß die einzelnen Anlagen einen möglichst geringen Gleichlauf der Kursverläufe (Korrelation) aufweisen. Richtig ist, daß sich Derivate häufig nicht im Gleichlauf zu Zins- oder Aktienanlagen entwickeln. Und darin liegt ein ganz entscheidender Vorteil. Gerade wenn die Aktienmärkte durch Panikverkäufe in den Keller geschickt werden, wirken Finanzderivate als Stabilisatoren, aber natürlich auch als Ertragsbringer.



Deutliche Outperformance der Managed Futures

#### Worauf sollte bei der Auswahl geachtet werden?

Ausgewählt werden sollten nur Papiere, die eine transparente identifizierbare Strategie verfolgen, d.h. die der Anleger oder dessen Berater auch versteht. Denn: "Wenn man nicht weiß, wer am Markt der Dumme ist, ist man es vermutlich selbst". Als Depotverwalter mit dem Anspruch, beständig in guten, aber vor allem auch in schlechten Jahren positive Renditen für unsere Mandanten zu erzielen. Finanzderivate als Depotbaustein unverzichtbar.



Jan Leistner

"Wer als Anleger das Ziel verfolgt, verläßliche positive Renditen unabhängig von Marktschwankungen zu erwirtschaften, den führt an Derivaten keinen Weg vorbei."

Werte aus unserem Anlageuniversum, die sich zur Diversifikation eines Zins- oder Aktiendepots eignen, seien hier genannt.

#### **Managed Futures**

Bereits 1975 erweiterte William F. Sharpe, Nobelpreisträger für Finanzwissenschaften, die traditionellen Anlage-Klassen um Managed Futures. Die Investition erfolgt nach Trendfolgeindikatoren in unterschiedliche Märkte. Investiert wird nur in sehr liquide Instrumente. Der Manager hat die Möglichkeit sowohl von steigenden als auch fallenden Kursen zu profitieren. Im Zeitraum 31.12.1997 bis 31.05.2004 erzielten die Anleger gemessen am CSFB Tremont Managed Future Index einen jährlichen Zuwachs von +7,9 % (Grafik 1). Der Dax erwirtschaftete in diesem Betrachtungszeitraum einen jährlichen Verlust von 1 %.

#### **Long Short Equity Fonds**

Im Mittelpunkt steht die Erwirtschaftung einer positiven Wertentwicklung. Investiert wird in ein diversifiziertes Portfolio. Unterbewertete Aktien werden gekauft, überbewertete Aktien werden leer verkauft. Abkoppeln vom allgemeinen Trend können sich diese Fonds deshalb, weil die Erträge aus der relativen Entwicklung der gekauften und leer verkauften Papiere entstehen. A und O für den Erfolg eines Hedgefonds liegt im Anlagegeschick des Fondsmanagers. Beispielhaft kann hier Felix Zulauf genannt werden, Manager des Absolute Plus European Hedge Fund. Dessen Fonds erzielte in den letzten sechs Jahren jährlich +17 % (Grafik 2), während der Dax im gleichen Zeitraum pro Jahr ein Minus von 5 % verbuchte.

#### Index-Zertifikat auf implizite Volatilität

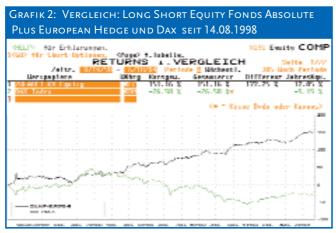
Die implizite Volatilität drückt die erwartete Preisschwankung eines Basiswertes, hier des Standard & Poor's aus. In den letzten acht Jahren bewegte sich die erwartete kurzfristige Volatilität in einer Bandbreite zwischen 15 bis 45 (Grafik 3). Über das "Dr. Bauer & Co. Vola-Long"-Index-Zertifikat profitiert der Anleger an einem Anstieg der erwarteten kurzfristigen Volatilität. Werte im oberen Vola-Bereich traten regelmäßig in Phasen stark rückläufiger Aktienkurse wie nach Terroranschlägen und in sonstigen geopolitischen Krisen auf. Derzeit notiert die Volatilität bei 15. Die Korrelation zu Aktien ist negativ. Volatilität auf dem gegenwärtigen Niveau eingekauft, eignet sich besonders zur Absicherung eines Aktiendepots.

#### 9 % Multi Callable Struktur

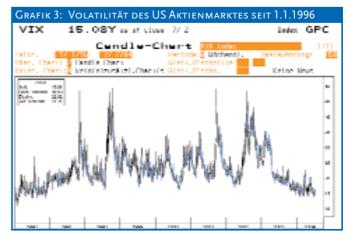
Dies ist ein Zertifikat mit einer Laufzeit von maximal vier Jahren. Das Papier muß seitens des Emittenten vorzeitig zurückbezahlt werden, wenn der Kurs des Referenzindex, hier des EuroSTOXX 50, an einem der vier Bewertungstage (jew. 24.11. der Jahre 2004/05/06/07) über dem Kurs am Ausgabetag notiert. Der Rückzahlungswert liegt nach dem ersten Jahr bei 109 % und erhöht sich jedes Jahr um weitere 9 % bis auf 136 %. Aktuell notiert der EuroSTOXX Index 6 % über dem Referenzwert. Mit einer Wahrscheinlichkeit von 95 % erfolgte in der Vergangenheit (2.100 Betrachtungszeiträume) eine vorzeitige Rückzahlung. Da die jährlichen 9 % keine Kuponzahlung, sondern eine Tilgungsbedingung darstellen, sind die Erträge nach zwölf Monaten Haltedauer im Privatvermögen steuerfrei. Diese Struktur eignet sich als Rendite-Baustein besonders in Seitwärtsmärkten.

#### Speeder auf Aktien

Die Idee dieser Struktur ist, am Anstieg einer Aktie überproportional zu partizipieren, ohne ein höheres Risiko einzugehen. Das heißt: Steigt die Aktie um einen Euro, gewinnt das Zertifikat zwei



Jährliche Outperformance von 22 % zum Dax



Am Anstieg der Vola über Vola-Long-Index-Zertifikate partizipieren

Euro. Umgekehrt: Verliert die Aktie einen Euro, verliert auch das Zertifikat nur einen Euro. Dafür ist der Gewinn nach oben begrenzt. Beispielhaft hierfür ist ein Speeder auf die Aktien der Depfa Bank nennenswert. Maximaler Gewinn seit Auflage im Februar: +31 %. Interessant werden Speeder besonders zum Ende der Laufzeit, da sich dann der "Turbo" entfaltet. Aus heutiger Sicht: Ein Anstieg der Depfa Bank um 8 % in neun Monaten bewirkt einen Gewinn im Speeder von 24 %. In Phasen leicht steigender Kurse lassen sich somit anspruchsvolle Renditen erzielen.

#### Deep-Discount-Zertifikate

Der Anleger erwirbt über das Discount-Zertifikat ein Wertpapier mit einem deutlichen Abschlag. Er verzichtet aber dafür auf alle Zuwächse, die einen Höchstbetrag (Cap) übersteigen. Am Ende der Laufzeit entspricht das Zertifikat dem Wertpapier, jedoch maximal dem Wert des Cap. Bei einem Kursrückgang bildet der Discount den Risikopuffer. Was ist nun ein Deep-Discount-Zertifikat? Hier liegt der Höchstbetrag, also der maximale Auszahlungsbetrag, unter dem aktuellen Kurs des Wertpapiers, da im Geld liegende Calls verkauft werden. Das Wertpapier darf bis zum Cap fallen. Der maximale Gewinn im Zertifikat wird trotzdem erreicht.

Wonach richtet sich der Discount? Hierfür spielt die Kursschwankung (Volatilität) des Basiswertes, also des jeweiligen Index oder der Aktie, auf die das Zertifikat lautet, eine entscheidende Rolle. Je höher die Volatilität, um so besser. Bei der gegenwärtig niedrigen Volatilität (Grafik 3) erhält der Anleger deutlich niedrigere Discounts, also niedrigere Renditen als in der Vergangenheit. Kommen die Kurse unter Druck, ist der Discount schnell aufgebraucht.

Discount-Zertifikate bieten dem Anleger in der derzeitigen Marktphase keinen Mehrwert. Ausnahmen stellen nur die Papiere dar, deren Kursverläufe derzeit stark schwanken, also hohe Volatilitäten aufweisen. Beispielhaft ist hier Nokia zu nennen, die in den letzten drei Monaten 40 % an Wert einbüßten. Der Discount des zweijährigen Nokia Deep-Discount-Zertifikates beträgt aktuell 35 % zur Aktie. Vorausgesetzt, Nokia Aktien notieren in zwei Jahren mindestens bei 9 Euro (aktuell 11,75), erzielt das Deep-Discount-Zertifikat +19 %. Die Aktie kann also durchaus noch einmal 23 % verlieren, ohne daß der Anleger auf 19 % Rendite verzichten muß!



# Zertifikateinsatz bei der Vermögensbildung

Verminderung des Anlagerisikos bei gleichzeitiger Optimierung des Ertrags

Von Petra Becher, Anlagespezialistin bei der UBS Investment Bank AG

Risiko ist ein vergleichsweise moderner Begriff, der seinen Ursprung in der italienischen Renaissance des 16. Jahrhunderts hat. Er stammt allerdings weniger aus dem damals entstehenden Bankwesen, sondern vielmehr aus der Schiffahrt. Seefahrer, die sich in wenig bekannte Bereich des Mittelmeeres hinauswagten, prägten das Wort risciare, was in seinem Ursprung soviel wie "eine schwierige Strömung durchqueren" bedeutet. In diesem Wort liegen Fehlschlag und Erfolg sehr nah beieinander. Daher ist nicht verwunderlich, daß das italienische Wort rischioso in der deutschen Übersetzung zweischneidig bedeutet.

#### Portfoliotheorie nach Markowitz

Von der Entstehung des Risikobegriffs über die Wahrscheinlichkeitstheorie bis zur Risikoanalyse von Depots vergehen allerdings Jahrhunderte. Erst in den 50er Jahren gelang dem Amerikaner Harry Markowitz schließlich, die Verknüpfung der Wahrscheinlichkeitslehre mit der Investmentanalyse. Vereinfacht dargestellt besagt seine Portfoliotheorie, daß Anleger nicht alle Eier in einen Korb legen, sondern statt dessen unterschiedliche Regionen und Anlageklassen mischen sollten. Das heißt nichts anderes, als daß Aktien alleine nicht glücklich machen.

#### Aktien: riskant und risikoreich

Verführten die zweistelligen Renditen in den 90er Jahren dazu, daß Anleger voll auf deutsche Aktien setzten, lernten sie seit März 2000 die Kehrseite der Medaille kennen. Der Dax fiel von 8.250 auf 2.250 Punkte im März 2003. Der Rückblick zeigt: In den vergangenen acht Jahren brachte ein Depot, das ausschdeutließlich aus schen Aktien stand, eine Rendite von 6,3 % jährlich. Der Anleger verdiente zwar im oben genannten Zeitraum einen Prozentpunkt mehr als mit Bundesanleihen, doch das Risiko von happigen 27 % überstieg die Chancen um ein Vielfaches. Anleihen oder



Petra Becher

andere Anlageprodukte, die ein Gegengewicht zu den Aktienverlusten bildeten: Fehlanzeige in den meisten Anlegerdepots. Selbst ein "Standarddepot" mit einem Anteil von 20 % Geldmarktprodukten, 30 % Bundesanleihen und 50 % Dax-Aktien hatte in den vergangenen acht Jahren immer noch ein Abwärtsrisiko von circa 16 % bei einer jährlichen Rendite von circa 5,5 %.

#### Senkung des Risikos durch Discount-Zertifikate

Gewinnmaximierung kann also nicht alles sein. Die Sicherung des eingesetzten Kapitals und die Minderung des Risikos gleichzeitig mit einer angemessenen Rendite muß das vorrangige Ziel der Anlage sein. Die beste Antwort auf das gestiegene Sicherheitsbedürfnis der Anleger haben offensichtlich die Zertifikate-Emittenten gefunden. Alternative Anlageformen aus dem Bereich der Anlage-Zertifikate, wie Discount- und Rolling-Discount-Zertifikate, Rohstoff- oder Hedge-Fonds-Zertifikate können neben Anleihen das Verlustrisiko am effizientesten herabsetzen. Unter den Zertifikaten sind in den gegenwärtig seitwärts tendierenden Märkten Discount-Zertifikate mit oder ohne Laufzeitbegrenzung, die von der UBS entwickelten und inzwischen vielfach kopierten Rolling-Discount-Zertifikate die richtige Antwort auf die Risiken der Aktie. Umfangreiche Studien weisen nach, daß Discount-Zertifikate meistens ein gleichwertiger oder sogar besserer Ersatz für Aktien bei geringerem Abwärtsrisiko sind. Performance-Vergleiche zeigen, daß die Discounter in fast jeder Marktlage sehr gut wegkommen, einzig in rasant steigenden Märkten schneidet die Aktie besser ab.

#### Rolling-Discount-Zertifikate

Um die ständige Wiederanlage in neue Discount-Zertifikate zu umgehen, bietet sich dem Investor die Endlos-Anlage in Indices wie den DJ EuroSTOXX oder den Dax über die Rolling-Discount-Zertifikate. Die Kursentwicklung des von der UBS im November 2002 erstmalig eingeführten Rolling-Discount-Zertifikats (WKN 158 175) auf den europäischen Blue Chip-Index, den DJ Euro-STOXX, beschreibt den Vorteil der Discount-Zertifikate ohne Laufzeitbegrenzung gegenüber einer Direktanlage in den Index. Mit einem Plus von ca. 22 % seit der Erstemission schlug das Zertifikat den Index (lediglich plus ca. 6,59 %) bei geringerem Schwankungsrisiko von 14 % p.a. gegenüber 21 % p.a. deutlich.

#### Intelligenter Anleihenersatz

Durch die Einführung der Rolling-Discount-Zertifikate hat UBS eine neue Anlageklasse geschaffen. Aus einer ganzen Reihe

von Produkten kann heute jeder Anleger eine optimale Lösung für fast jede Markterwartung und jede persönliche Risikoneigung finden. Entscheidet sich der Anleger beispielsweise für das UBS Europa Rolling-Deep-Discount-Zertifikat (WKN 115 054), dann steht ihm mit diesem Produkt ein intelligenter Anleihenersatz mit entsprechenden steueroptimierten Renditen um 4 % zur Verfügung. Die Kursschwankungen sind bei diesem Produkt sogar geringer als die einer Bundesanleihe – und der Anleger ist gleichzeitig gegen eventuell steigende Zinsen geschützt.

#### Höhere Rendite - weniger Risiko

Anlage-Zertifikate verstehen sich daher als eine defensive Investment-Klasse. Sie sind weniger zur Spekulation geeignet als zur Verminderung des Anlagerisikos und zur Optimierung des Ertrages. Ein Zertifikat-Anteil von 2 % als Beimischung, wie von vielen Wertpapierberatern immer noch empfohlen, ist allerdings ein Tropfen auf den heißen Stein. Eine derartige Strategie zeigt bei einem Depot, dass vorwiegend aus Dax-Aktien besteht, so gut wie keine Wirkung. Würde man allerdings das anfangs erwähnte "Standarddepot" dahingehend modifizieren, daß der Investor beispielsweise 10 % der Liquidität im Geldmarkt hält,  $30\,\%$  in Bundesanleihen und aus den verbleibenden  $60\,\%$  der Aktienquote jeweils 30 % in Europa Rolling-Discount-Zertifikate (WKN 158 175), 30 % in Europa Rolling-Deep-Discount-Zertifikate (WKN 115 054) und 30 % in Europa Rolling-Speeder-Zertifikate (WKN 329 948) investiert, so würde er die magere Rendite von 5,5 % auf immerhin 8,9 % p.a. steigern – und das erstaunliche daran ist: Gleichzeitig sinkt das Risiko des Depots substantiell von 16 auf 11 %.

#### Fazit

Mit den Anlage-Zertifikaten ist den Aktien also eine starke Konkurrenz erwachsen, die, richtig eingesetzt, ein wesentlich besseres Chance/Risiko-Profil besitzt. Das Anlage-Resultat gestaltet sich dann nicht mehr als zweischneidig und verspricht zukünftig einen optimierten Erfolg.

Anzeige



### High-Performer

Mit dem Bonus-Zertifikat Euro Stoxx Bonus 1530 erzielen Sie bis zur Fälligkeit des Zertifikates eine Performance von mindestens 17%. Bedingung ist, daß der Index bis zur Zartifikatsfälligkeit mie unter 1.531 Punkten liegt. Weitere attraktive Bonus-Zertifikate finden 5ie mit dem Bonuswatch-Tool von Finanztzeff.de

Zurtifikat	Euro Steek SC Borns 1930
Emittent	Société bénézele
MOK	SCOACE
FWillighalt	30,09,2006
Berriers	1,530
Bonus-Level	3,300
Basiswert	Euzo Stoox 50

More Information expetet beine Anleymenstary, Sästliche Angeben scholgen dere Sauden,

Steed Sedon: 280A Peokto (56:06:2004)



# Historisch gewachsen

### Über die Geschichte des Optionsscheins

Derivate, von vielen als neue Modeerscheinung verschrien, sind viel älter, als die meisten Investoren denken. Bereits vor fast 4.000 Jahren gab es in Babylon Termingeschäfte. Damals ließ König Hamurabi in die erste Gesetzessammlung der Geschichte einen Optionskontrakt einfügen: Bei einem Ernteausfall konnten die betroffenen Landwirte den für das gepachtete Land fälligen Schuldendienst aussetzen.

#### Der erste Optionsschein

Auch Optionsscheine auf Aktien sind fast so alt wie die Aktie selbst. Bereits im September 1730 wurde der erste Optionsschein fällig. Er berechtigte zum Bezug von Aktien der Kaiserlich-Indischen Compagnie. Kaiser Karl VI plante 1723 eine eigenständige Kolonialpolitik zu etablieren. Um dieses Ziel zu verwirklichen, errichteten flämische Kaufleute die Kaiserlich-Indische Compagnie. Die neu gegründete Gesellschaft erhielt das Recht, Handel mit

Ost- und Westindien zu betreiben. Wie zu den besten Zeiten des Neuen Marktes waren die 6.000 Aktien über jeweils 1.000 Gulden in wenigen Stunden gezeichnet. Die Firma wirtschaftete erfolgreich, und der Kurs stieg deutlich an. 1729 schließlich wurde erstmals das Recht vergeben, Anteile innerhalb einer gewissen Frist zu einem vorher festgelegten Preis beziehen zu können. Dies war die Geburtsstunde des Optionsscheins, wie wir ihn heute kennen.



Russell Sage

#### Opfer der Politik

Noch heute sind einige Original-Dokumente aus dieser Zeit erhalten. abgebildete, in Antwerpen ausgestellte Optionsschein lief bis zum 1. September 1730. Doch die Kaiserlich-Indische Compagnie lebte nicht viel länger als der Warrant. Denn ihr Erfolg rief die anderen Handelsmächte auf den Plan. So wurde die



Ältester Optionsschein aller Zeiten

Firma 1731 durch den Vertrag von Wien aufgelöst. Im Gegenzug wurde der Habsburger Thron für Karls Tochter Maria Theresia frei. Ein erfolgreiches nehmen wurde zum Opfer der Politik.

#### Umgehung des **Zinsverbots**

Die Politik war aber auch für die Weiterentwicklung des Optionsscheins verantwortlich: Ab dem Jahr 1869 war es in den Vereinigten Staaten von Amerika verboten, mehr als 7 % Prozent Zins zu verlangen. Ein schmerzhafter Schritt für Russell Sage. Er

war der Financier von zahlreichen Spekulanten an Wall Street. Wollten diese Aktien kaufen, borgten sie

sich das Geld bei Sage und hinterlegten bei ihm die Aktien als Sicherheit. Mit dem Gesetz wurde Russell Sage die Grundlage für das boomende Geschäft entzogen. Der clevere Financier wußte sich aber zu helfen. Er stellte sein Geschäftsmodell um: Wollte ein Spekulant Wertpapiere auf Kredit kaufen, so ging er zu Sage und erwarb eine Kaufoption (Call). Gleichzeitig gewährte er Sage eine Verkaufsoption (Put). Der Basispreis und die Laufzeit der beiden Warrants waren identisch. Sage kaufte hingegen die Aktie an der Börse. Zog der Kurs an, so wurde es für den Call-Inhaber interessant, die Option auszuüben. Sage lieferte ihm dann die Aktie zum vereinbarten Preis. Sank der Kurs, so diente Sage ihm die Aktie zum Fixpreis an. Der Spekulant realisierte einen Verlust. Sage jedoch war zu jeder Zeit abgesichert, denn sein Verkaufspreis war immer der Basispreis der beiden Optionen. Das Pfiffige daran: Sage konnte seinen Zinssatz, der im Bereich von 20 % lag, über den Preis des Calls nahezu beliebig festlegen, ohne gegen das Anti-Wucher-Gesetz zu verstoßen. Durch die Kombination von Call und Put waren aber verschiedenartige Optionskombinationen wie Straddle und Strangle sowie die Grundidee für strukturierte Finanzprodukte, wie wir sie heute kennen, geboren.

Matthias Schmitt

## Börslich oder außerbörslich?

Das ist hier die Frage!

Die in der Überschrift leicht mißbrauchte Anleihe beim großen englischen Dichter Shakespeare zeigt ziemlich genau das Dilemma auf, in dem sich viele Anleger bei der Erteilung ihrer Orders von Optionsscheinen und Zertifikaten befinden. Im börslichen Handel von strukturierten Wertpapieren wurden an den beiden Hauptplätzen in Stuttgart (Segment: Euwax) und Frankfurt (Segment: Smart Trading) zusammen im Jahr 2003 rund 30 Mrd. Euro umgesetzt. Und auch 2004 sieht es nicht minder schlecht aus, wurden doch allein in den ersten vier Monaten bereits Aufträge über fast 19 Mrd. Euro erteilt. Entsprechende Erhebungen für den außerbörslichen Handel gibt es nicht; Experten schätzen ihn aber noch einmal gleich hoch ein.

#### Liquidität spielt keine Rolle

Gleich am Anfang aber muß ein Vorurteil bzw. eine Fehlinformation ausgeräumt werden: die Liquidität! Anders als im Aktienhandel spielt Liquidität bei Zertifikaten und Optionsscheinen keine Rolle, weil sie immer von den Emittenten zur Verfügung gestellt wird. Es kann also nicht sein, daß ein Anleger seine Papiere nicht verkaufen kann, weil es keinen Käufer gibt, so wie vielleicht bei marktengen Aktien. Es gibt also kein Angebot-Nachfrage-Risiko für den Investor! Die Emissionshäuser stellen immer Kurse, die sich am fairen Wert orientieren (sollten). Also, wo soll der geneigte Anleger seine Order plazieren? Welche Kriterien spielen hierbei eine Rolle? Gibt es eine allgemein gültige Empfehlung?



Rainer Riess, Smart Trading Frankfurt: "Preisqualität und Transparenz sind entscheidende Faktoren beim Wertpapierhandel."

#### Der Handel

Der Unterschied hört sich simpel an, ist es am Ende des Tages aber nicht. Im börslichen Handel wird die Order an der Börse von einem neutralen Makler (Skontroführer) ausgeführt und ein offizieller Börsenkurs festgestellt, der Anleger befindet sich im öffentlich-rechtlichen Rechtsrahmen. Im außerbörslichen Handel haben wir es mit einem privatrechtlichen Vertrag zwischen Anleger und

Emittenten - unter Einschaltung der Bank des Anlegers zur Verbuchung und Verrechnung des Geschäftes - zu tun.

#### Über die Courtage

Bei den Vorteilen des außerbörslichen Handels wird immer wieder die an der Börse erhobene Maklercourtage angeführt. Diese beläuft sich an der Euwax bei allen Zertifikaten auf 0,08 %, in Frankfurt schwankt sie zwischen 0,04 und 0,08 % – abhängig vom Produkt und teilweise dem Emittenten; so werden für alle Produkte der Deutschen Bank 0,08 % Courtage in Rechnung gestellt. Aber die Courtage wird häufig, nicht immer, durch einen anderen Vorteil aufgewogen, erklärt Harald Schnabel, Vorstand der Euwax Broker AG: "Wenn allerdings Kundenaufträge innerhalb des Spreads (der Emittenten) und somit teilweise 1 bis 2 % besser als im außerbörslichen Handel ausgeführt werden, fällt die Courtage kaum ins Gewicht." Das ist ein nicht unwichtiger Punkt durch die Konzentration der Orders an einem Punkt, nämlich im Buch des Maklers, kann sehr häufig besser als zum Kurs des Emittenten ausgeführt werden. In Stuttgart hat man sogar eine eigene Bezeichnung dafür: "Best Price". In Frankfurt bezeichnet man es als Selbstverständlichkeit.

Bleiben wir noch einen Moment an der Börse: Hier ist im Gegensatz zum außerbörslichen Handel eine gesetzliche Transparenz in Form der Handelsüberwachungsstelle (HÜST) eingeschaltet. Beide Börsen bieten im Interesse ihrer Kunden histo-

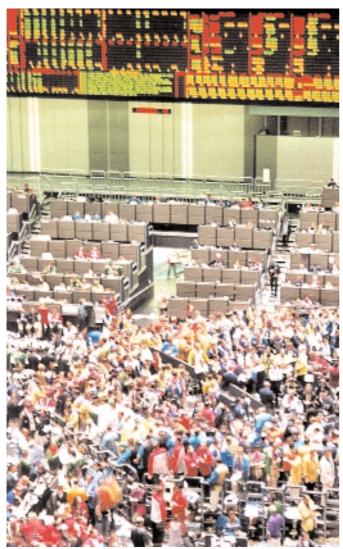
rische Emittentenkurse zur Nachverfolgung im Internet an. Rainer Riess, Head of Stock Market Business Development bei der Deutschen Börse AG: "Als Börse sind wir überzeugt, daß die effizienteste Preisbildung bei einem transparenten, für alle zugänglichen Marktplatz mit überwachtem Handel stattfindet."

#### Die wirklichen Unterschiede

Der ganz entscheidende Vorteil



Harald Schnabel, Euwax Stuttgart: "Wir in Stuttgart bemühen uns ständig, dem Anleger eine optimale Dienstleistung zu bieten."



Terminhandel am Chicago Board of Trade

Börsenorder aber liegt in der Möglichkeit, daß Limit- und Stop-Orders plaziert werden können. Ein Vorteil für den Anleger, der nicht laufend die Marktentwicklung beobachten kann und will. Wichtig zum Absichern von Gewinnen, noch wichtiger zum Vermeiden von ausufernden Verlusten. Wie es scheint, ist der börsliche Handel klarer Punktsieger über die außerbörsliche Order. Aber schauen wir doch einmal auf die Handelszeiten. Die beiden Börsen haben hierzulande einheitlich von 9 bis 20 Uhr geöffnet. Und was macht der geneigte Anleger, wenn im späten Handel in New York die Kurse drehen und er noch tätig werden

will? Viele Emittenten haben ihre Handelstische von 8 bis 22 Uhr besetzt und stellen außerbörsliche Kurse. Sinn macht dieser Handel aber in der Regel nur dann, wenn der einem Papier zugrundeliegende Markt, z.B. Amerika, am späten Abend auch geöffnet hat. Morgens um 8 Uhr den Dax handeln zu wollen, ist nahezu unsinnig, da die Emittenten ihr Risiko nicht absichern können und es gegebenenfalls auf den Anleger abwälzen werden. Einige Emittenten sind aber so fair und stellen auch ihrerseits, wenn das als Underlying dienende Produkt nicht gehandelt wird, keine Preise. Aber wozu dann all die Papiere auf fernöstliche Aktien und Indices?

#### Der "direkte" Kontakt

Als großen Vorteil für den außerbörslichen Handel führen vor allem die Day Trader die Schnelligkeit im direkten Kontakt mit dem Emittenten an. Wobei dieser dennoch immer über eine zwischengeschaltete Direktbank läuft. Die Heavy Trader bekommen für Sekunden einen festen Preis quotiert und haben damit Ausführungssicherheit - eventuell, um ein eigenes Gegengeschäft abschließen zu können; es soll Emissionshäuser geben, die das eigentlich gar nicht mögen, weil sie sehr häufig als zweiter Sieger aus dem Rennen gehen. Hier versuchen die Börsen mittlerweile gegenzuhalten. In Frankfurt zum Beispiel "garantieren die Skontroführer die Orderausführung innerhalb von 30 Sekunden mindestens zu Kursen der Emittentenquotes oder besser", so Rainer Riess. Für einen professionellen Anleger aber reicht das in der Regel nicht. Harald Schnabel führt an, daß "die systemtechnische Kurskorrekturzeit von einer Minute im Handelssegment Euwax auf Null gesetzt wurde. Der Anleger bekommt somit seine Ausführungsbestätigung beim börslichen Handel genauso schnell wie im außerbörslichen Handel. Aktuell werden an der Euwax 50 % der Kundenaufträge innerhalb von 10 Sekunden abgewickelt." Nur ist diese Wahrscheinlichkeitsrechnung für den langfristigen Anleger vollkommen in Ordnung, nicht aber für jemanden, der mehrmals täglich seine Positionen umdrehen muß und versucht, damit seinen Lebensunterhalt zu verdienen.

Und genau hier sehen die Börsianer noch Raum für Weiterentwicklungen bei ihren Marktplätzen. Sie werden sich "bemühen, den Derivatemarkt noch transparenter zu gestalten und die Dienstleistungen für den Anleger weiter zu optimieren" (Harald Schnabel).

#### **Der Sieger**

Bleibt abschließend noch die Frage aus der Überschrift zu beantworten: Es kommt darauf an! Mittel- und langfristig orientierte Anleger sind sicher mit einer Börsenorder besser aufgehoben, kurzfristig agierende Day Trader werden weiterhin außerbörslich und "direkt" handeln. Der klare Sieger dieses Wettbuhlens aber ist eindeutig der Anleger. Im Kampf um seine Gunst werden sich sowohl die Börsen als auch die Emittenten weiterhin richtig ins Zeug legen. Und wo hat er das sonst schon? Bei Aktien etwa?

Dirk Schernikau

Vergleich von börslichem mit ausserbörslichem Handel			
	BÖRSLICH	AUSSERBÖRSLICH	
HANDELSPARTNER	NEUTRALER MAKLER	Emissionshaus	
HANDELSZEIT	9 – 20 Uhr	8 – 22 Uhr *	
Kosten	Courtage + Bankspesen	Bankspesen	
Ausführung	häufig innerhalb des Spreads	zum gestellten Kurs	
Ausführungsgeschwindigk	EIT +	++	
LIMITS	++	-	
STOP-ORDER	++	-	
HISTORISCHE KURSE	++	-	
RECHTSRAHMEN	Öffentlich-rechtlich	PRIVATRECHTLICH	

<sup>\*)</sup> Unterschiedlich nach Emittenten

### Gewußt wie und wo

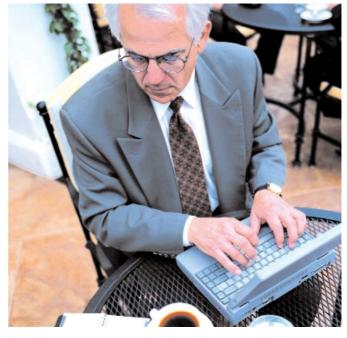
### Informationsquellen zum Thema "Derivate"

Parallel zur zunehmenden Beliebtheit von Investmentzertifikaten nimmt auch das Interesse an fundierter Aufklärung über die innovativen Produkte kontinuierlich zu. Durch strukturiertes Vorgehen lassen sich bestehende Informationsdefizite relativ problemlos beheben.

Einige Jahre ist es inzwischen her, daß Anlagezertifikate am deutschen Kapitalmarkt Einzug gehalten haben. Obwohl sich zumindest die Standardformen, wie Index-, Discount-, Garantie- oder Bonus-Zertifikate, inzwischen nachhaltig etabliert haben, ist der Informationsbedarf bei vielen potentiellen und tatsächlichen Investoren immer noch recht hoch. Zurückzuführen ist dies wohl auch auf das Desinteresse vieler Anlageund Vermögensberater, von denen nicht wenige die innovativen Produkte konsequent aus ihrer aktiven Beratung ausklammern. Interessierte Investoren sind deshalb gut beraten, sich selbständig einen möglichst breiten und fundierten Überblick über die Vor- und Nachteile sowie die Funktionsweise von Investmentzertifikaten zu verschaffen. Aber selbst engagierten Anlegern fällt es nicht immer leicht, auf dem Laufenden zu bleiben. So bringt die Branche dank hoher Innovationskraft immer wieder neue Zertifikatetypen bzw. Variationen bereits etablierter Produkte hervor, über die es sich zu informieren gilt.

#### Die konventionelle Art

Möglich ist dies zum einen natürlich über die Printmedien, wie beispielsweise die vorliegende Sonderausgabe des Smart



Investors. Für Einsteiger, die das Blättern in einem guten Buch dem Lesen am Bildschirm oder entsprechender Ausdrucke vorziehen, bietet der Buchhandel verschiedene Ratgeber, die sich dem Thema Zertifikate auf einfache und gutverständliche Weise nähern (siehe Tabelle). Problematisch ist dabei allerdings die kurze Halbwertszeit der vermittelten Informationen. Da zudem nicht jedes der aufgeführten Bücher für jeden Leser

> geeignet ist, empfiehlt sich vor dem Kauf ein intensives Durchblättern.

LITERATUR ZUM THEMA			
TITEL	Autoren/Jahr	Verlag/ISBN	Umfang/Preis
GENERATION ZERTIFIKATE	Röhl/Heussinger	FinanzBuch Verlag	416 SEITEN
	2003	3-89879-037-1	24,90 Euro
Aktienanleihen, Index-Zertifikate,	RITTBERG	Walhalla Fachverlag	120 SEITEN
DISCOUNT-ZERTIFIKATE	2000	3802937139	8,95 Euro
INDEXFONDS UND -ZERTIFIKATE FÜR	Kommer	Campus Sachbuch	228 SEITEN
EINSTEIGER.	2000	359336428x	25,50 Euro

Basisinformationen			
Bezeichnung	Download	Pfad bzw. Unterpunkt	Telef. Best.
ZERTIFIKATE-AKADEMIE	WWW.WARRANTS.BNPPARIBAS.COM	Zertifikate-Akademie	069 / 7193-2310
DAS 1x1 DER ZERTIFIKATE	WWW.XAVEX.COM	PRODUKTE & PREISE/ZERTIFIKATE	069 / 910-38807
EINFACH. INTELLIGENT.	WWW.OPPENHEIM-DERIVATE.DE	Service/Download	069 / 7134-2233
DERIVATE WERTPAPIERE			
INTELLIGENT INVEST. ZERTIFIKATE.	WWW.HSBC-TIP.DE	ZERTIFIKATE	0211 / 910-4636
PRODUKT INFO	WWW.KEYINVEST.DE	Produkt Info	NUR INTERNET

#### Kostengünstig und aktuell

Die zweite Variante, sich erste Basics anzueignen, führt über das Internet und hier zunächst auf die Seiten der Emittenten. So halten verschiedene Derivateanbieter übersichtlich strukturierte Informationsbroschüren bereit, in denen die wichtigsten Produktgruppen, ihre Funktionsweise sowie ihre Chancen und Risiken ausführlich erläutert

werden. Die entsprechenden Broschüren, mit Bezeichnungen wie "Einfach. Intelligent. Derivate Wertpapiere." (www.oppenheim-derivate.de), "Das 1x1 der Zertifikate." (www.xavex.com) oder besonders ausführlich und empfehlenswert "Zertifikate-Akademie" (www.warrants.bnpparibas.com/de) lassen sich direkt von den Seiten der Emissionshäuser herunterladen oder über die dort angegebenen Kontaktdaten bestellen. Verbal und visuell vermittelt wird das Wissen mittels kurzer Videofilmchen dagegen bei www.xavex.com über den Link "Informationen und Service" sowie anschließend "X-markets in Wort und Bild". Unter http://zabnp.aixigo.com kann das erworbene Wissen vertieft und sogar überprüft werden. Kritische und informative Artikel zu fast allen Zertifikatetypen und vielen einzelnen Produkten sowie umfangreiche Hintergrundinformationen darüber, wie und wo Derivate gehandelt werden können, sind unter anderem über das Onlinearchiv der Financial Times Deutschland (www.ftd.de) recherchierbar. Selbst für ausgewiesene "Zertifikatespezialisten" lohnt sich der regelmäßige Besuch, schreitet die Entwicklung der Branche doch kontinuierlich voran.

WATCHLIST UND MUSTERDEPO	)T
Номераде	Pfad bzw. Unterpunkt
WWW.CITIWARRANTS.COM	Tools/Portfolio
WWW.COMDIRECT.DE	Musterdepot
WWW.CONSORS.DE	Meine Dienste/Watchlist
WWW.DIRABA.DE	Muster-Depot
WWW.FINANZTREFF.DE	Portfolio + Watchlist

#### Testläufe vor dem Ernstfall

Auch nach Aneignung der Grundlagen sollte noch nicht umgehend mit dem direkten Erwerb einzelner Zertifikate begonnen werden. Ratsam ist es vielmehr, das angelesene Wissen zunächst mit entsprechenden Trockenübungen ohne Geldeinsatz einem ausgiebigen Test zu unterziehen. Am einfachsten funktioniert dies über die Einrichtung eines Musterdepots oder einer selbst zusammengestellten Watchlist. Kostenlos angeboten werden entsprechende Tools z.B. unter www.comdirect.de, www.citiwarrants.com und dem Link "Tools" oder bei www.finanztreff.de unter "Portfolio + Watchlist". Um sich darüber hinaus potentielle Kursverluste, beispielsweise von Discount-Zertifikaten, auch einmal bei extremen Schwankungen des Basiswertes vor Augen zu führen, empfiehlt sich ein Mausklick auf www.zertifikatejournal.de. Unter "Discount-Rechner" bietet sich dort die Möglichkeit, Kursentwicklungen des Basiswertes zu simulieren und die anschließende Preisreaktion des Zertifikats zu beobachten. Darüber hinaus läßt das äußerst gelungene Tool auch die Variation diverser anderer Parameter zu.

#### Der umfassende Überblick

War das umfangreiche und dadurch teils äußerst unübersichtliche Angebot vieler Internetseiten bis zu diesem Zeitpunkt eher ein Nachteil, muß es vor der ersten Kaufentscheidung darum gehen, einen möglichst vollständigen Überblick über sämtliche Zertifikate des gewünschten Typs zu bekommen. Über die Seiten der einzelnen Emittenten ist dies natürlich nur schwer möglich. Kein Investor hat schließlich Lust



und Zeit, sich durch die Internetpräsenzen von mehr als 30 Zertifikateanbietern zu klicken. Um dennoch einen möglichst umfassenden Überblick über sämtliche Produkte zu erhalten, bietet sich der Besuch unabhängiger bzw. werbefinanzierter **Finanzportale** an. Über www.boerse-go.de, www.finanztreff.de oder nicht ganz so komfortabel www.onvista.de läßt sich nach Aufruf des Unterpunkts "Zertifikate" durch Anklicken des gewünschten Zertifikatetyps und Eingabe des Basisprodukts in die entsprechenden Suchmasken praktisch jedes in Deutschland handelbare Derivat ermitteln. Entweder direkt neben den aufgelisteten Produkten oder nach einem weiteren Klick auf das auserwählte Zertifikat finden sich dort auch die jeweils aktuellen An- und Verkaufskurse sowie weitere Details zu den einzelnen Papieren. Zum Teil besteht sogar eine direkte Verknüpfung zu den Seiten des Emittenten, wo die exakten Wertpapierbedingungen noch einmal nachgelesen werden können. Sehr einfach gestaltet sich die Suche nach geeigneten Produkten auch über die Seiten der Stuttgarter Wertpapierbörse (www.euwax.de). Der Internetauftritt von Smart Trading (www.exchange.de), dem Frankfurter Pendant, ist für Privatanleger dagegen nicht ganz so übersichtlich.

Zertifikatesuche und Wertpapierpreise			
Номераде	Pfad bzw. Unterpunkt		
WWW.BOERSE-GO.DE	ZERTIFIKATE		
WWW.EUWAX.DE	Anlagezertifikate/Anlagezertifikate-Finder		
WWW.EXCHANGE.DE	Privatanleger/Zertifikate/Profisuche		
	Anlageprodukte		
WWW.FINANZTREFF.DE	ZERTIFIKATE		
WWW.ONVISTA.DE	ZERTIFIKATE		
WWW.ZERTIFIKATEWEB.DE	Zertifikatesuche		

#### "BestDiscount" und "Bonuswatch"

Zwei besonders gelungene Hilfen zur Auswahl von Discountbzw. Bonus-Zertifikaten finden sich unter www.finanztreff.de. Über den Menüpunkt "Zertifikate" und anschließend "BestDiscount" gelangt der Anleger zu einem Tool, mit dem sich bei der Auswahl der attraktivsten Papiere die eigene Risikoneigung (konservativ, neutral oder offensiv) berücksichtigen läßt. Als konservativ gelten dabei Discounter, deren Auszahlungshöchstgrenze (Cap) mindestens 20 % unter dem aktuellen Preis des Basiswertes liegt. Cap-Niveaus zwischen 0 und

### **Tips & Tricks**

Printversionen ausgewählter kostenloser Derivate-Magazine			
Name	Herausgeber	Bestellung unter:	
INVESTMENT & LIFE	Société Générale	069 / 71746-63	
KeyInvest-Magazin	UBS Investment Bank	069 / 1369-8989	
KnowHow	Goldman Sachs	069 / 7532-1111	
Marktbeobachtungen	HSBC Trinkaus	0211 / 910-4636	
WARRANTS & ZERTIFIKATE	BNP Paribas	069 / 7193-2310	
X-press	Deutsche Bank	069 / 910-38807	

 $20\,\%$ unterhalb des Basiswertes werden als neutral eingestuft. Bei offensiven Discount-Zertifikaten liegt der Cap über dem aktuellen Kurs des Underlyings. Neben der gewünschten Strategie muß nur noch der präferierte Basiswert sowie der gewünschte Anlagehorizont eingegeben werden, um dann anschließend eine nach der Maximalrendite geordnete Liste zu erhalten.

Unter "Bonuswatch" verbirgt sich dagegen eine Suchroutine, die es ermöglicht, sämtliche Bonus-Zertifikate auf einen Basiswert entweder nach der Höhe der jährlichen Bonusrendite oder dem jeweiligen Sicherheitspolster zu sortieren. Weitere Tools zu anderen Zertifikatetypen befinden sich nach Angaben der Betreiber in der Entwicklung.

#### Für Fortgeschrittene und Informationshungrige

Für den durchschnittlichen Anleger reichen die auf den genannten Seiten zur Verfügung gestellten Informationen und Tools als Ergänzung zu den Printmedien in der Regel aus. Besteht darüber hinaus weiteres Interesse, regelmäßig über neue Entwicklungen im Zertifikatebereich informiert oder mit ausführlichen Produktvergleichen versorgt zu werden, ist dies am einfachsten über kostenlose eMail-Newsletter sowie die regelmäßig erscheinenden Publikationen der Emittenten möglich.

Empfehlenswert sind hier neben vielen anderen beispielsweise "X-press" von der Deutschen Bank oder das Keylnvest-Magazin von UBS. Besonders hervorzuheben ist zudem das werbefinanzierte emittentenübergreifende ZertifikateJournal, welches nach Anmeldung unter www.zertifikatejournal.de wöchentlich in die Mailbox flattert.

Dr. Martin Ahlers

Anzeige

# Optionsscheine und Zertifikate handeln

Hierauf sollten Sie achten!

Von Florian Claus, Leiter Product Management Heavy Trader bei Cortal Consors S.A., Zweigniederlassung Deutschland

#### Begrifflichkeiten

"OTC-Handel", "Sekundenhandel", "außerbörslich Handeln"; "Direkthandel", "LiveTrading" – wer sich als Neuling für diese, für den Privatanleger oft unübersichtlichen, aber auch immer populärer werdenden Handelsarten bzw. Handelsplätze interessiert - und das wird man bestimmt, wenn man sich mit Optionsscheinen, Turbos, Waves, Mini-Futures und all den "alten" und "neuen" Derivaten am Markt auseinandersetzt -, der wird erst einmal mit einer Vielzahl von Wortschöpfungen und Begrifflichkeiten konfrontiert.

Aufgrund des Fehlens einer einheitlichen Namensgebung im Bereich des außerbörslichen Handels für Wertpapiere bei den verschiedenen Brokern und Online-Banken wurde im Laufe der Zeit für den Anleger eher Komplexität als Vereinfachung geschaffen. Ungeachtet der Tatsache, daß es sich trotz der verschiedenen Begriffe jeweils um ein und dieselbe Alternative zum Handel von Wertpapieren mittels einer Börsenorder handelt: den außerbörslichen Handel oder auch OTC Handel.

OTC steht für "Over the counter" und bedeutet, wie das deutsche Pendant "außerbörslicher Handel" ausdrückt, die Abwicklung von Wertpapiertransaktionen direkt mit einem Emittenten von Derivaten ohne die Zwischenschaltung einer Börse. Der Kunde handelt direkt mit einem anderen Marktteilnehmer, ohne auf den Marktplatz, wo Angebot und Nachfrage



Florian Claus

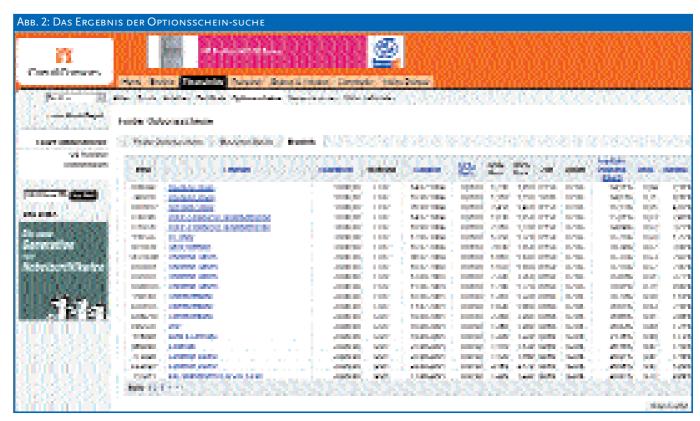
für gewöhnlich zusammentreffen, angewiesen zu sein. Früher nur Profis vorbehalten, bieten heute die meisten Direkt-Broker bzw. Online-Banken ihren Kunden diesen Service mit seinen Vor-, aber auch Nachteilen in unterschiedlichen Ausprägungen an. Der Anleger handelt in diesen Fällen direkt über die Online-Handelsmasken seiner Bank mit dem Emissionshaus (Derivate wie Optionsscheine oder Zertifikate) oder dem Market Maker (Aktien).

#### Wie finde ich das richtige Derivat?

Bei verbrieften Derivaten, die von Banken emittiert werden, handelt es sich nicht, wie bei den an der Eurex gehandelten Optionen, um Produkte mit standardisierten Parametern. Ausgestaltungsmerkmale wie Laufzeit, Basispreis, Bezugsverhältnis etc. sind vom jeweiligen Emittenten frei wählbar. Dies macht eine Vergleichbarkeit für den Kunden relativ schwierig. Ist der "Dax-Schein" der einen Bank nur optisch günstiger als der der anderen, oder ist der Preisunterschied wirklich objektiv?

Im Internet gibt es einige Finder, die die Suche nach dem richtigen Produkt verein-





Mit dem Optionsschein-Finder lassen sich vielfältige Vergleichsparameter einstellen. Das Suchergebnis kann entsprechend bearbeitet werden.

fachen und erleichtern. Eine solche Funktion befindet sich unter anderem bei Cortal Consors unter www.cortalconsors.de in der Rubrik "Finanzinfos". Hier findet man neben den Findern für Aktien, Fonds und Bonds auch die Finder für Zertifikate und Optionsscheine.

Selektieren Sie nach folgenden Kriterien: Basiswert, Emittent, Basispreis und Fälligkeit. Anschließend stehen Ihnen 34 verschiedene Indikatoren/Kriterien zur Auswahl, von denen Sie je-

Handelssysteme in der Nahaufnahme

Namensgebung bei den Direkt-Brokern		
DIREKT-BROKER	Name für ausserbörslichen Handel	
COMDIRECT	LiveTrading	
CORTAL CONSORS	Cortal Consors Preis (Konto-/Depotzugang,	
	AUSSERBÖRSLICH ORDERN)	
	OTC /Ausserbörslich (ActiveTrader)	
DAB-Bank	Sekunden-Handel	
DIBA	Kein ausserbörslicher Handel	
E*Trade	Kein ausserbörslicher Handel	
FIMATEX	Ausserbörslich Handeln (Web-Trading und GTS)	
S-Broker	Direkthandel	

Verschiedene Namen bei den Direkt-Brokern, die alle das Gleiche meinen: den außerbörslichen Handel direkt mit dem Emittenten oder Market Maker.

Quelle: Websites der Anbieter, Stand März 2004

weils bis zu drei in Ihre Suche einbeziehen können. Hierbei handelt es sich um Merkmale wie Aufgeld, Hebel, Volatilität oder die griechischen Kennzahlen für Derivate. Im Ergebnis erhalten Sie eine Liste mit sämtlichen Produkten, die Ihre Selektionskriterien erfüllen. Dies macht die Auswahl des richtigen Optionsscheines einfach und übersichtlich.

#### Voraussetzungen für erfolgreiches Trading von Derivaten

Neben der Auswahl des Handelsplatzes sowie des richtigen Produktes spielen weitere Kriterien eine wichtige Rolle, um einen reibungslosen und erfolgreichen Handel zu gewährleisten. Diese hängen eng mit dem Serviceangebot der jeweiligen Bank zusammen. Der Anleger sollte sich über die verschiedenen Kriterien informieren. Unter anderem sind das die folgenden:

- · Mit wie vielen und welchen Partnern (Emittenten und Market Makern) bietet das Institut den außerbörslichen Handel an?
- Von wie vielen Emittenten und Market Makern werden selbstaktualisierende Echtzeitkurse kostenfrei zur Verfügung ge-
- Bietet das Institut ein Handelssystem mit schneller Orderausführung und schneller Ordereingabemöglichkeit? Aufgrund der schnellen Preisänderungen bei Derivaten ist dies von großer Bedeutung.



Tempo machen und trotzdem fest im Sattel

• Bietet das Institut grundsätzlich spezielle weitere Vorteile beim (außer-) börslichen Handel von Optionsscheinen und Zertifikaten?

#### Der Derivatehandel mit dem ActiveTrader 3 von Cortal Consors

Gute Bedingungen mit speziellen Funktionen für den Handel von Optionsscheinen und Zertifikaten bietet beispielsweise der ActiveTrader 3 von Cortal Consors. Das Handelssystem, mit dem - abgesehen von Börsenorders - derzeit Optionsscheine, Zertifikate und Aktien mit 20 Emittenten und Market Makern außerbörslich gehandelt werden können, bietet zudem für jeden Nutzer selbst aktualisierende Echtzeitkurse, die von zehn namhaften Partnern zur Verfügung gestellt werden. Sowohl die Nutzung des ActiveTrader 3 als auch die Nutzung dieses besonderen Informationsservices ist für Kunden ebenfalls gebührenfrei.

Das sofort gültige OTC-Limit gibt dem Nutzer die Möglichkeit eine Order zur Ausführung zu bringen, auch wenn sich der Kurs von Emittentenseite im Zeitraum zwischen Kursanfrage und Bestätigung bereits verändert hat. Dadurch kann verhindert werden, daß dem Trader in sehr volatilen Phasen die Kurse "davonlaufen" und eine Position nicht mehr rechtzeitig eröffnet oder geschlossen werden kann. Ein schnelles Handeln ermöglicht die konfigurierbare One-Click-Trading Funktion. So kann die vordefinierte Stückzahl eines Wertes aus einer angelegten Kursliste einfach mit einem Doppelklick auf den Bid- oder Ask-Preis verkauft oder gekauft werden. Übersichtlichkeit, Vielseitigkeit, ein einfaches Handling so-

	Handel an den Börsen	Ausserbörslicher Handel
Handelszeiten	Handel nur während der	Viele Emittenten bieten im ausserbörslichen
	Öffnungszeiten der jeweiligen Börse.	Handel verlängerte Handelszeiten an.
	ZUM BEISPIEL 9:00 BIS 20:00 UHR	Zum Beispiel zwischen 8:00 Uhr und 22:00 Uhr
ANDELSART	HANDEL PER ORDERERTEILUNG.	Quote-Request-Verfahren. Sie fordern über
	Eine Ausführung kann, je nach	das Online-System Ihrer Bank einen handel-
	Angebot und Nachfrage, längere Zeit	baren Kurs für das entsprechende Produkt an.
	im Orderbuch der Börse liegen	Die Order wird nach der Bestätigung der
		Geld- oder Briefseite im allgemeinen sofort
		AUSGEFÜHRT
Limitierung	An den Börsen können Orders mit	Eine Limiterteilung ist im ausserbörslichen
	Limit und längerer Gültigkeit erteilt	Handel derzeit nicht möglich. Der
	werden. Zur Absicherung können	ActiveTrader 3 von Cortal Consors bietet
	BEISPIELSWEISE STOP-ORDERS ERTEILT	ALLERDINGS DIE MÖGLICHKEIT, EIN SOFORT
	WERDEN.	gültiges Limit (Toleranz) zu erteilen. So
		können Sie sicherstellen, dass Ihre Order
		auch ausgeführt wird, wenn sich der Preis im
		Zeitraum zwischen Preisanfrage und Ihrer
		Bestätigung zu Ihren Ungunsten verändert hat.
OSTEN	Bei manchen Banken oder Brokern ist	Da die Abwicklungskosten einer ausser-
	die Erteilung einer Börsenorder mit	börslichen Order für die Bank geringer sein
	EINEM AUFPREIS GEGENÜBER EINER	können, gewähren manche Banken im ausser-
	ausserbörslichen Order verbunden.	börslichen Handel einen Vorteil bei den
		Orderprovisionen.
)rderausführung	Teilausführungen möglich	Im Quote-Request-Verfahren werden keine
		Teilausführungen durchgeführt

wie die speziellen Funktionen machen den ActiveTrader 3 von Cortal Consors zu einem sehr effizienten Werkzeug, mit dem das Traden einfach Spaß macht.

Alles über den ActiveTrader, sowie eine Flash Demo unter www.cortalconsors.de/activetrader.

Hinweis:
Bei den hier zu
Demonstrationszwecken dargestellten Wertpapieren handelt sich nicht um
Empfehlungen des Autors oder
der Cortal Consors S.A.,
Zweigniederlassung
Deutschland. Sie dienen lediglich der Veranschaulichung.



Anzeige

## Unter Hedgefonds die Spreu vom Weizen trennen

Über die Tricks von Banken, Emittenten und Vermögensverwaltern, Privatanlegern Geld abzuknöpfen, referiert in exklusivem Rahmen

Herr Dipl.-Kfm. Andreas Woitzik

Er ist Interviewpartner von ARD über n-tv bis ZDF sowie Fachautor bei F.A.Z. und Handelsblatt



Region Stuttgart 30.08.2004 - Villa Hammerschmiede

Region München 01.09.2004 - Residenz Heinz Winkler

Region Essen 02.09.2004 - Schloss Hugenpoet



### Elf Freunde sollt ihr sein!

Was Anleger vom Fußball lernen können

Von Christian W. Röhl, Herausgeber des ZertifikateJournals\*

Münchner Olympiastadion, 8. Mai 2004, 16:07 Uhr. Nach feinem Zuspiel von Borowski kommt Werder-Stürmer Ailton an den Ball und schlenzt das runde Leder aus 18 Metern unhaltbar für Oliver Kahn halbrechts ins lange Eck. Der Keeper des FC Bayern München hat keine Chance. 3:0 für Bremen, der Kampf um die deutsche Fußball-Meisterschaft ist entschieden. Zwei Spieltage vor Saisonende liegen die Underdogs von der Waterkant in der Tabelle uneinholbar vorn, während der erfolgsverwöhnte Renommierclub aus der Weißbier-Metropole diesmal ohne einen einzigen Titel in die Sommerpause geht.

### "GELD SCHIEßT KEINE TORE"

(Otto Rehagel)

"Geld schießt keine Tore", hatte Trainer-Urgestein Otto Rehagel schon in den 80er Jahren philosophiert und damit in weiser Voraussicht das Leitmotiv für die Fußball-Saison 2003/04 geliefert. Nicht nur der FC Bayern, auch andere Rasen-Giganten wie Real Madrid, der FC Chelsea oder Juventus Turin mußten diese Erfahrung machen: Um dauerhaft besser zu sein als die versammelte Gegnerschaft, reicht es nicht, eine Truppe von millionen-Star-Kickern zusammenzukaufen. Mindestens ebenso wichtig ist die richtige Mannschaftstaktik.

Von dieser Erfahrung können auch Geldanleger lernen. Denn die Herausforderungen sind durchaus vergleichbar: Wie ein Fußballtrainer steht



Christian W. Röhl

der Anleger in einem permanenten Wettbewerb um Performance und Prozente. Und genauso wie im Stadion liegt das Erfolgsgeheimnis nicht im bloßen Anhäufen von Wertpapieren, sondern darin, aus den besten Einzelpositionen ein perfekt eingespieltes Ensemble zu formen.

#### "ELF FREUNDE SOLLT IHR SEIN."

(Sepp Herberger)

Entsprechende Taktik-Entwürfe gibt es zu Genüge, und gerade in den letzten fünf Jahren hat so mancher Depot-Trainer kräftig daneben gegriffen. 1999/2000 setzten viele Anleger auf das 0-0-11-System - kein Torwart, keine Abwehr, kein Mittelfeld und dafür elf Stürmer. Aktienquoten von 80 oder 90 % waren keine Seltenheit, und besonderer Beliebtheit erfreuten sich die antrittsschnellen, aber leider ziemlich labilen (und mitunter sogar illegal gedopten) Nachwuchs-Hoffnungen vom Neuen Markt. Ein Fußball-Coach, der eine solche Formation auf den Platz schickt, würde wohl schon zur Halbzeit nicht mehr auf der Bank sitzen. Ähnlich erging es vielen Anlegern; das Milliardenspiel "New Economy" geriet zum ruinösen Debakel.

Spätestens im Frühjahr 2003, als die Kurse erneut eingebrochen waren, ging es dann nur noch um Schadensbegrenzung. "Bloß nicht noch mehr Geld verlieren", lautete die Devise, und folglich verlegte man sich auf die Mauertaktik. Mit elf Mann vor das eigene Tor stellen und beten, daß die Bälle, die man nicht abwehren kann, daneben oder drüber gehen. Sparbücher, Sparbriefe und Festgeld erlebten ihren zweiten Frühling - und während die Aktienmärkte bald darauf eine fulminante Rally aufs Parkett legten, zeigten die Mundwinkel auf der Trainerbank immer weiter nach unten. Mit Micker-Zinsen von 1 bis 2 %ist eben nach Steuern und Inflation kein Staat zu machen. Und so passierte dasselbe wie bei den Spielverhinderern von der Frankfurter Eintracht: ein erneuter Abstieg.

Und so führt auch nach 50 Jahren kein Weg an der simplen Formel vorbei, mit der Sepp Herberger und sein Team das "Wunder von Bern" möglich gemacht haben: "Elf Freunde sollt ihr sein." Wie eine erfolgreiche Fußballmannschaft ist auch das optimale Depot eine fein aufeinander abgestimmte Einheit aus verschiedensten Potentialen und Protagonisten - von offensiv bis defensiv. Der Torwart, also ein absolut sicheres Kapitalfundament, ist dabei genauso unverzichtbar wie ein paar stürmische Megatrends, die für den Rendite-Kick sorgen. Dazwischen stehen eine flexible Abwehr mit risikogepufferten Engagements und ein breit aufgestelltes Mittelfeld, das gerade auf schwierigem Terrain (also etwa in Seitwärtsmärkten) Impulse gibt.

### "DIE NULL MUß STEHEN."

(Huub Stevens)

Sein Scherflein zum großen Schatz der Fußballweisheiten beigetragen hat auch Huub Stevens. Anläßlich seines Amtsantritts bei FC Schalke 04 verkündete der knorrige Holländer: "Die Null muß stehen". Logisch, wer kein Gegentor kassiert, kann schon mal nicht verlieren.

Diese Disziplin ist auch in Sachen Geldanlage gefordert. Die der Stevens-Doktrin entsprechende Regel "Verluste begrenzen" hört sich zwar trivial an, ist aber bereits die halbe Miete für erfolgreiches Investieren. Wer mit dem einen Engagement die Hälfte seines Kapitals einbüßt, braucht anschließend einen Gewinn von 100 %, bloß um diesen Einbruch wieder wettzumachen. Und 100 % Plus, das ist schon eine stattliche Performance, für die man je nach Strategie und Marktphase fünf, sieben oder sogar zehn Jahre braucht – und über die man durchaus jubeln kann, wenn man sie erreicht hat. Mit 50~% Verlust im Nacken ist diese Verdopplung jedoch bloß der Ausgleichstreffer, und man hat auf seinem Anlageweg (der ja auch immer mehr zum Vorsorge-Marathon wird) unter Umständen ein wertvolles Jahrzehnt verlo-

Deshalb darf es gar nicht erst soweit kommen. 10 % Verlust sind sicher zu verkraften, 15 % sind auch noch nicht existenzgefährdend, und sogar 20 % Minus lassen sich noch aufholen. Aber alles, was darüber hinausgeht, ist nicht schicksalhaft, sondern pures Versagen des Depot-Trainers. Ein Debakel wie im Börsenjahr 2002 läßt sich verhindern – durch konsequentes Befolgen von Stop-Kursen und den Einsatz intelligenter, risikogepufferter Finanzprodukte.

### "DER STAR IST DIE MANNSCHAFT."

(Berti Vogts)

Damit man solche Überlegungen überhaupt anstellen kann, muß man freilich zunächst einmal einen Spielerkader aufbauen. Keine leichte Aufgabe. Denn so, wie es zwischen Belo Horizonte in Brasilien und dem russischen Djnepropetrowsk Abertausende Jünglinge gibt, die sich zum professionellen Balltreter berufen fühlen, wimmelt es auch im Finanzbereich nur so von ver-

meintlich lukrativen Gelegenheiten. Aktien, Anleihen, Fonds, Hedgefunds, Beteiligungen, Rohstoffe, Währungen, Futures - ein schier grenzenloses Universum, das nach Ordnung und Übersicht schreit.

Und an dieser Stelle kommen nun Zertifikate ins Spiel, nichts anderes als eine Art Verpackung für sämtliche Investments - und zwar eine richtig gute: Zertifikate können nämlich nicht nur alle möglichen Märkte abdecken, sondern durch spezielle Mechanismen das Chance/Risiko-Profil dieser Märkte nachhaltig optimieren. Die bereits erwähnten Puffer gegen Verluste sind dabei erst der Anfang. Was halten Sie zum Beispiel davon, schon bei seitwärts tendierenden Kursen jeden Monat (!) automatisch 1 bis 2 % zu verdienen? Oder da-





von, moderate Kurszuwächse einer Aktie einfach zu verdoppeln, ohne dabei zusätzliche Risiken einzugehen? Oder wie wäre es, wenn Sie ganz einfach am Goldpreis partizipieren könnten, ohne die Mühen und Kosten des physischen Erwerbs auf sich nehmen zu müssen?

Nur drei von vielen Anwendungsbereichen, die Zertifikate zur größten Finanzrevolution seit Erfindung des Fonds-Prinzips machen. Übrigens sind die Strategien und Systeme, auf denen die allermeisten Zertifikate basieren, gar nicht so neu, wie es scheint - Banken, Versicherungen, Pensionsfonds und andere Großinvestoren nutzen diese Potentiale bereits seit Jahrzehnten. Der eigentliche Mehrwert von Zertifikaten liegt also bloß darin, diese bewährten Anlagekonzepte nun auch für den Privatanleger zugänglich zu machen. Mit zahlreichen Vorteilen: Jederzeitige Handelbarkeit, transparent nachvollziehbare Preise, niedrige Kosten und kleine Stückelungen, die ein Investment theoretisch schon ab 100 oder 1.000 Euro erlauben.

Nicht unterschätzen sollte man dabei freilich die Herkunft der Spieler. Rein rechtlich gesehen sind Zertifikate Anleihen (genau genommen: Schuldverschreibungen mit variablem Rückzahlungsbetrag), und somit kommt es entscheidend auf die Bonität des auflegenden Instituts an. Deshalb empfiehlt es sich, nur auf Top-Emittenten zu setzen, denen man auch seine Spargelder bedenkenlos anvertrauen würde - Fußballfans achten schließlich auch darauf, ob der heiß umworbene Neuzugang vom FC Bayern München kommt oder bloß von der Spvgg Erkenschwick.

Außerdem wichtig: Selbst der beste Spieler hat freilich seine Grenzen. Man wird nie einen Fußballer finden, der hinten mit urdeutschen Kampftugenden die Bälle von der Linie kratzt, im Mittelfeld je nach Lust und Laune mit 40-Meter-Pässen, Dribblings, Hackentricks oder sonstigen brasilianischen Kabinettstückchen glänzt und vorne vom punktgenau gezirkelten Freistoß über artistische Flugkopfbälle bis zum gestocherten Abstauber

das komplette Feuerwerk der Torschuß-Möglichkeiten abbrennt. Ähnlich sieht es in der Finanzwelt aus – eine Geldanlage mit vollständiger Kapitalgarantie, jährlich 5 % Minimum-Ertrag, unbegrenzter Partizipation nach oben und jederzeitiger Verfügbarkeit gibt es nicht und wird es auch nie geben.

Jedes Zertifikat verfügt über spezifische Stärken, doch wird man immer auch gewisse Schwächen oder Nachteile feststellen. Das alleinseligmachende Investment, das sämtliche individuellen Wünsche und Ziele des Anlegers punktgenau bedient, ist reine Utopie. Doch das ist eigentlich nicht weiter schlimm. Im Stadion stört man sich ja auch nicht daran, daß ein Stürmer wie Roy Makaay, der in fast jedem Spiel für mindestens ein Tor gut ist, nicht auch noch in der Defensive Glanzlichter setzt. Um so wichtiger ist die richtige Mischung...

\*) Unter www.zertifikatejournal.de kann der führende Anleger-Brief für Zertifikate und strukturierte Finanzprodukte kostenlos abonniert werden. Für Rückfragen erreichen Sie den Autor unter cwr@zertifikatejournal.de



## Wer soll da noch den Überblick behalten?

### Über den Sinn und Unsinn innovativer Namenskreationen

Sicher haben Sie schon einmal von "Turbo-Zertifikaten" gehört. So benannte die ABN AMRO Bank ihre Kreation der Hebelprodukte, die Optionsscheine unter Ausschaltung der Volatilität sind. Oder aber von "Waves". Diesen Namen gab das X-Markets-Team der Deutschen Bank ihren Hebelprodukten. Muß noch erwähnt werden, daß es sich jeweils um in der Funktion identische Wertpapiere handelt?

Dieses Spiel können wir locker fortsetzen. Und wenn wir dann bei Garantie- und Bonus-Zertifikaten angelangt sind, wird es gänzlich unübersichtlich. Ein Frankfurter Makler, auf diese verwirrende Vielzahl an Namenskreationen für ein und dasselbe Produkt angesprochen, meinte nur, daß er schon lange den Überblick verloren habe und den armen Anleger nicht beneide. Aber an dieser Stelle soll nicht noch weiter verwirrt werden.

#### Die Hintergründe

Früher gab es Optionsscheine oder auf Englisch "Warrants". Mit dem Siegeszug der Zertifikate begann das Drama der kreativen Namensschöpfung. Fast konnte man den Eindruck gewinnen, die Produktionsabteilungen der Banken ringen mit um das "Unwort des Jahres". Diese Produktivität hatte allerdings einen ganz banalen Hintergrund: Konkurrenz! Es galt, sich in der Kürze der zur Verfügung stehenden Zeit von den Mitbewerbern zu unterscheiden. Pfiffige Neukonstruktionen wurden schneller kopiert, als daß sie an der Börse eingeführt waren. Da mußte eine Abgrenzung her und ein eigener "Brand" geschaffen werden. Schließlich ist in Coca Cola und Pepsi auch dasselbe drin braune Brause. Mit so einem Brand konnte man sich natürlich hervorragend vom Wettbewerb abgrenzen, und angeblich hat es sogar die Nachfrage erhöht. Anfangs war das auch durchaus richtig.

#### Die Abschreckung

Zwischenzeitlich sind selbst einige der produktiven Köpfe der Emissionsbanken so weit, daß sie gemerkt haben, daß Namen für den Anlageerfolg ihrer Produkte vollkommen unwichtig sind. Es ist sicher besser, mit Performance und Service zu überzeugen, anstatt mit kunstvollen Worthülsen zu verwirren und abzuschrecken. Wie sollen Anleger und ihre Berater in den Banken noch den Überblick behalten und eine wirklich sinnvolle Produktentscheidung treffen können? Es darf vermutet werden, daß viele mittel- und langfristig orientierte Anleger eher abgeschreckt als angelockt werden. Es sei denn, sie sind durch die Vielzahl der am Markt angebotenen Seminare gegangen.

#### Das Aufwachen

Aber wie vertreibe ich die Geister, die ich rief? Einen ersten Versuch unternahm vor einigen Jahren bereits die Börse Stuttgart, immer in Sorge um das Wohl des Anlegers, der seine Order möglichst an der Euwax plazieren sollte. Es entstanden in Zusammenarbeit mit den Emissionsban-Produktkategorien.



Das half sicher dem einen oder anderen Anleger, wieder etwas mehr Durchblick zu bekommen. Wenn nur nicht der Kleinkrieg einiger Banken gewesen wäre, so daß auf einmal Hebelprodukte eines Big Players bei den Optionsscheinen auftauchten, während andere ihre "Turbos" brav als Hebel identifizieren ließen. Der Verdacht liegt nahe, daß hier Umsatzstatistiken eine nicht unerhebliche Rolle spielten.

#### Kind im Brunnen

Aber im Großen und Ganzen war dieser Ansatz der Segmentierung schon richtig und hat dem Markt, aber vor allem dem Anleger geholfen, sich zu orientieren. Es gab in der Vergangenheit mehrere Ansätze, um weitere Lösungsmöglichkeiten auszuloten. Jetzt hat sich eine neue Initiative unter dem Dach des Deutschen Derivate Instituts gefunden. Spekulieren wir nicht zu sehr, aber DIE Lösung wird es nicht geben, kann es nicht geben. Das Kind ist nun einmal in den Brunnen gefallen, aber die Richtung gab Stuttgart schon vor: Es wird weiter an den Segmentierungen gearbeitet werden. Viele Teilnehmer haben bemerkt, daß einheitliche Namen helfen, Rendite- und Risikoeinschätzungen zu erleichtern. Der Anleger könnte hervorragend vergleichen. Aber könnte es sein, daß gerade davor einige Banken Angst haben?

Im Moment werden unverändert munter neue Produktkreationen mit immer abenteuerlicheren Namen auf den Markt geworfen. Die Maschinerie der Emissionshäuser rattert unaufhörlich weiter, verdienen sie doch immer noch viel "smartes" Geld mit ihrem Erfindungsreichtum. Lassen wir uns überraschen, was man sich künftig einfallen läßt. Im Interesse des Anlegers natürlich!

Dirk Schernikau

### Internet-Check

### Web-basierte Informationsangebote der Emittenten im Vergleich

Aus dem Blickwinkel eines Neulings, der zum ersten Mal in das Thema Derivate hineinschnuppert, offerieren die Emittenten Internet-Angebote, die qualitativ recht deutlich voneinander abweichen. Für einen völlig Unbedarften steht beim erstmaligen Besuch der Internetseite vor allem die Übersichtlichkeit im Vordergrund bzw. die Möglichkeit, möglichst schnell die gewünschten Informationen zu bekommen.

Einige Online-Informationsangebote sind allerdings etwas überfrachtet mit Informationen, weshalb es auf diesen Seiten nur schwer möglich ist, tatsächlich zum Kern der Sache vorzustoßen. Es fehlt teilweise an der Konzentration auf das Wesentliche. Weniger wäre hier vielleicht mehr gewesen. Anderen Seiten wiederum mangelt es an Möglichkeiten, direkt mit Kundenberatern in Kontakt zu treten. Damit bauen sie unbewußt eine Bar-

riere zwischen sich und dem Neueinsteiger auf. Dies führt unter Umständen zu einer Bevorzugung derjenigen Emittenten, die transparent Ansprechpartner zu einzelnen Problemen nennen. Schließlich hat man ab und an das Gefühl, daß die Erklärungen zu den Produkten mit schneller Nadel gestrickt wurden und dem Neuling damit die Zusammenhänge vielleicht erst nach mehrmaligem Lesen klar werden.

Die Noten in der Tabelle wurden absichtlich aus der Sicht eines Derivate-Neulings vergeben, welcher relativ uninformiert und unbedarft an eine für ihn fremde Thematik herangeht. Den Bereichen Übersichtlichkeit, Informationsgehalt sowie Nennung von konkreten Ansprechpartnern haben wir bei der Vergabe der Noten deshalb einen entsprechend hohen Stellenwert beigemessen.

LISTE DER DERIVATE-EMITTENTI	EN			
EMITTENT:	Service-Hotline:	Internet:	EMAIL:	Nоте*
ABN Amro	069 / 26 900 900	WWW.ABN-ZERTIFIKATE.DE	ZERTIFIKATE@DE.ABNAMRO.COM	1
Baden-Württembergische Bank	0711 / 180 14 94	WWW.BW-BANK.DE	kundendesk@bw-bank.de	1
Bank Vontobel	069 / 297 208 11	WWW.DERINET.DE	WARRANTS@VONTOBEL.DE	1
Bankgesellschaft Berlin	030 / 245 629 00	WWW.ZERTIFIKATE.BGB.DE	BOERSENHANDEL_MARKETING@IB.BANKGESELLSCHAF	T.DE 2
Bayerische Landesbank	089 / 217 127 685	WWW.BAYERNLB.DE	STRUCTUREDPRODUCTS@BAYERNLB.DE	3
BNP Paribas	069 / 719 323 10	WWW.WARRANTS.BNPPARIBAS.COM/DE	WTS.INFO@BNPPARIBAS.COM	1
Citibank	069 / 136 615 40	WWW.CITIWARRANTS.COM	WARRANTSERVICE@CITICORP.COM	2
Commerzbank	069 / 136 478 45	WWW.PRODUKTE.COMMERZBANK.DE	WARRANTS@COMMERZBANK.COM	2
CREDIT SUISSE	069 / 753 823 31	WWW.CSFB.COM/DE	MY.SERVICEDESK@CREDIT-SUISSE.DE	2
Deutsche Bank	069 / 910 388 07	WWW.DB-XM.COM	Email-Kontakt über Homepage möglich	3
Dresdner Bank	069 / 713 156 31	WWW.ZERTIFIKATE.DRESDNER.COM	ZERTIFIKATE@DRKW.COM	2
DZ Bank	069 / 744 770 35	WWW.WARRANTS.DZBANK.DE	DZ-DERIVATE@DZBANK.DE	1
Erste Bank	0043 / 501 008 41 40	WWW.TREASURY.ERSTEBANK.COM	Email-Kontakt über Homepage möglich	2
Goldman Sachs	0800 / 674 63 67	WWW.GOLDMAN-SACHS.DE	WARRANTS@GS.COM	2
HSBC Trinkaus & Burkhardt	0211 / 910 46 36	WWW.HSBC-TIP.DE	HSBC-TIP@TRINKAUS.DE	1
HypoVereinsbank	01803 / 13 14 12	WWW.HVB.DE/INDEXING	INDEXING@HVB.DE	2
ING BHF Bank	069 / 718 30 30	WWW.ING-BHF-BANK.COM	Email-Kontakt über Homepage möglich	1
JP Morgan	069 / 712 414 82	WWW.JPMORGANINVESTOR.COM	deutschland.active@jpmorgan.com	3
Landesbank Baden-Württemberg	0711 / 124 70 70	WWW.LBBW.DE	Email-Kontakt über Homepage möglich	3
Lang & Schwarz	01802 / 13 81 38	WWW.LS-D.DE	PUBLIC-RELATIONS@LS-D.DE	2
Lehman Brothers	069 / 153 077 110	WWW.LEHMANWARRANTS.COM	de.warrants@lehman.com	3
MERRIL LYNCH	069 / 589 945 04	WWW.AKTIENPRODUKTE.ML.COM	equity_products@ml.com	1
Nomura		WWW.NOMURA.COM/WARRANTS	nomura@onvista.de	2
NordLB	0511 / 361 26 81	WWW.NORDLB.DE	Email-Kontakt über Homepage möglich	2
Rabobank	0031 / 204 604 747	WWW.WARRANTS.RABOBANK.COM	Email-Kontakt über Homepage möglich	2
Raiffeisen Centrobank	0043 / 1 / 51 52 00	WWW.RCB.AT	PRODUKTE@RCB.AT	1
Sal. Oppenheim	069 / 713 422 33	WWW.OPPENHEIM-DERIVATE.DE	RETAILPRODUCTS@OPPENHEIM.DE	1
Société Générale	069 / 717 46 63	WWW.WARRANTS.COM	Email-Kontakt über Homepage möglich	1
TradingLab / Unicredito Italiano	00800 / 901 290 12	WWW.TRADINGLAB.DE	INFO@TRADINGLAB.DE	2
UBS	069 / 136 989 89	WWW.UBS.COM/KEYINVEST	INVEST@UBS.COM	1
WESTLB	0211 / 826 59 88	WWW.WESTLB-ZERTIFIKATE.DE	ZERTIFIKATE@WESTLB.DE	1

<sup>\*</sup> In die Benotung flossen Informationsgehalt, Navigation und Aufbaugeschwindigkeit ein: 1 = lobenswert, 2 = geht so, 3 = verbesserungswürdig

#### **DERIVATE-LEXIKON**

**Aktienanleihe:** beschreibt eine Anleihe mit Bezug zu einer Aktie; die Tilgung erfolgt durch Rückzahlung des Nominalbetrages oder Lieferung des Basiswertes

am Geld: engl. "at the money"; sowohl bei Call-Optionen als auch bei Put-Optionen liegt der Basispreis in etwa auf dem Niveau des Bezugspreises

Anlageprodukt: Oberbegriff für Basket- und Garantieprodukte beziehungsweise Mischkonstruktionen aus Basiswert und Option; Kennzeichen sind Hebel von maximal 1, teilweise limitierte Gewinnmöglichkeiten und begrenztes Risiko; Gegenpart "Hebelprodukt"

Anleihe: bezeichnet eine festverzinsliche Schuldverschreibung; der zum Zinstermin vom Schuldner zu zahlende Kupon gibt die Verzinsung der Anleihe für den Gläubiger an

Ask: auch Briefkurs genannt; ist jener Kurs, zu dem ein Verkäufer (z.B. ein Emittent) bereit ist, einen Kaufauftrag des Anlegers abzuwickeln aus dem Geld: engl. "out of the money"; nennt man den Fall, in dem bei Call-Optionen der Kurs des Basiswertes einer Option unter dem des Bezugspreis liegt; bei Put-Optionen liegt der Kurs des Basiswertes einer Option über dem des Bezugspreises

Ausübung: Wahrnehmung eines in Form einer Option bzw. eines Optionsscheins erworbenen Rechts auf Lieferung, Leistung oder Barausgleich

Ausübungspreis: auch "Strike" genannt, Bezugspreis; Festgelegter Preis, zu dem der Inhaber einer Kaufoption den Basiswert kaufen, der Eigner einer Verkaufsoption verkaufen kann

**Basiswert:** Handelsobjekt bzw. Underlying, welches einem Derivat zugrunde liegt; Basiswerte können unter anderem Aktien, Indices, Rohstoffe, Zinsen (bzw. Anleihen-Konstruktes, wie z.B. Bund-Future) oder Währungen sein

Basket: englisch für Korb; bezeichnet die Zusammensetzung von Anlagewerten, z.B. Aktien, Indices, Währungen, Rohstoffe, zu einem Korb, der als Basiswert eines Derivates dienen kann



Benchmark: Vergleichsindex, mit dem die Wertentwicklung eines Portfolios verglichen werden kann

Bezugspreis: siehe Ausübungspreis

Bid: auch Geldkurs genannt; ist jener Kurs, zu dem Verkaufsinteresse besteht

Blue Chip: etablierter, meist in wichtigen Indices vertretener Standardwert

Bonität: bezeichnet die Kreditwürdigkeit eines Emittenten und wird durch Rating-Agenturen wie z. B. S&P, Moody's und Fitch ständig überprüft

Bonus-Zertifikat: hierbei zahlt der Emittent den Nominalbetrag am Ende der Laufzeit mit einer bestimmten Verzinsung, dem Bonus zurück, allerdings darf das Zertifikat während der Laufzeit nicht unter eine zu Beginn festgelegten Schwelle fallen; in diesem Fall wird das Bonuszertifikat zu einem ganz "normalen" Anlagezertifikat

Briefkurs: siehe Ask; Gegenpart zu Geldkurs; Kurs, zu dem Verkaufsinteresse besteht



**Call-Option:** Eine Kaufoption räumt dem Besitzer das Recht ein, einen in seiner Menge bestimmten Basiswert zu einem festgelegten Preis (siehe Ausübungspreis) zu erwerben. Der Bezug kann innerhalb eines Zeitraums (amerikanische Option) oder zu einem bestimmten Termin (europäische Option) realisiert werden.

Cap: Synonym für Obergrenze, die die Rückzahlung eines derartig strukturierten Produktes auf genau diesen Höchstwert be-

Commodity: Oberbegriff für agrarische, metallische oder energetische Rohstoffe

**Derivat:** auch derivatives Finanzinstrument; Wertpapier, welches die Eigenschaften eines Basiswertes ableitet und dessen Kurs sich je nach Ausgestaltung an diesem Basiswert orientiert



Discount: bezeichnet den Abschlag, zu dem ein Basiswert günstiger bezogen werden kann

Discount-Zertifikat: gehört zur Gruppe der Anlage-Aertifikate; mit diesem Papier kann ein Anleger einen Basiswert mit einem Abschlag (Discount), erwerben, um im Gegenzug von der Performance der Aktie nur bis zu einer Obergrenze (Cap) zu profitieren

Dividende: anteilige Gewinnausschüttung einer Aktiengesellschaft je Aktie

**Emerging Market:** bezeichnet ein Schwellenland, welches durch wirtschaftliches Wachstum, politische Reformen und gesellschaftliche Prozesse den Status einer Industrienation zu erreichen sucht

**Emittent:** Herausgeber eines Wertpapiers

Emissionshaus: Synonym für Emittent

**Emission:** Angebot eines Wertpapiers durch einen Emittenten Exotische Optionsscheine: gehören zur Gruppe der Optionsscheine und bezeichnen Spezialkonstruktionen

Future: bezeichnet einen standardmäßig an der Terminbörse gehandelten Kontrakt zwischen zwei Parteien; der Käufer (sh. auch "Long") eines Futures verpflichtet sich zur Abnahme des Basiswertes zu einem festgelegten Preis an einem festgelegten Termin, der Verkäufer (sh. auch "Short") zur Lieferung oder Barausgleich

Garantie-Zertifikat: sichert dem Anleger neben der prozentualen Partizipation an der Kursentwicklung des Basiswertes am Ende der Laufzeit die Rückzahlung des gesamten oder nur eines Teils des eingesetzten Kapitals zu

Gegenparteirisiko: beinhaltet die Möglichkeit der Zahlungsunfähigkeit des Emittenten mit der wahrscheinlichen Folge eines Totalausfalls für den Anleger; siehe auch Emittent

Geldkurs: siehe Bid; Gegenpart zu Briefkurs; Kurs, zu dem Kaufinteresse besteht

Gläubiger: ist eine Person, die gegenüber dem Schuldner eine Forderung geltend machen kann

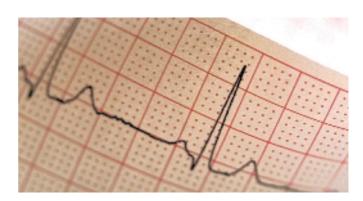
**Hebel:** ermöglicht überproportionale Erträge mit verhältnismäßig niedrigem Kapitaleinsatz

Hebelprodukt: Oberbegriff für Hebelzertifikate einerseits und Optionsscheine andererseits; Kennzeichen sind ein Hebel bezüglich des Basiswertes von über 1, hohe Gewinnchancen und das Totalverlustrisiko (sh. auch "Anlageprodukt")

Hebel-Zertifikat: unterteilt sich in Turbopapiere und Mini-Futures; auch als Knock-out-Produkte bekannt, deren Besonderheit die Knock-out Barriere ist, die einen praktisch wertlosen Verfall möglich macht

Hedgefonds: kennzeichnet eine Fondskategorie, die dem Namen nach ein aus Einzelaktien zusammengesetztes Portfolio gegen Kursverluste absichert, daneben aber auch Alternativstrategien in Form von Trendfolge- oder Arbitragegeschäften auf Rohstoffe, Währungen und sonstiges verfolgt

Historische Volatilität: mißt die Schwankung eines Basiswertes in der Vergangenheit und erlaubt eine Aussage darüber, wie risikoreich eine Investition in diesem Basiswert in der Vergangenheit war



Implizite Volatilität: stellt eine aus der Höhe des Optionspreises berechnete Maßzahl für die von den Marktteilnehmern künftig erwartete durchschnittliche Schwankungsbreites des Basiswertes dar; zu interpretieren als Erwartung der Marktteilnehmer, daß der Basiswert die erwünschte Richtung auch in Wirklichkeit einschlägt (sh. auch "Volatilität")

im Geld: engl. "in the money"; nennt man den Fall, in dem bei Call-Optionen der Kurs des Basiswertes einer Option über dem des Bezugspreis liegt; bei Put-Optionen liegt der Kurs des Basiswertes einer Option unter dem des Bezugspreis

Index: faßt eine Gruppe von Wertpapieren gewichtet nach bestimmten Kriterien wie Marktkapitalisierung oder ähnlichem zusammen, deren Wert sich dann transparent bestimmten läßt; Ein Index kann als Basiswert für ein Derivat dienen (sh. auch "Basiswert")

Innerer Wert: bei Call-Optionen der positive Wert, um den der Kurs des Basiswertes den des Bezugspreises übersteigt; bei Put-Optionen der positive Wert, um den der Kurs des Bezugspreises den des Basiswertes übersteigt

**Kaufoption:** sh. Call-Option

Kupon: bezeichnet die einem Wertpapier beigegebene Ausschüttung, bei Anleihen entspricht sie dem Zins, bei Aktien der Dividende



**Laufzeit:** beschreibt die zeitliche Befristung eines Derivats; am Ende der Laufzeit steht der Fälligkeitstag, an dem die Rückzahlung an den Anleger festgelegt wird

Leerverkauf: ist ein Geschäft, welches es dem Anleger ermöglicht, Aktien zu verkaufen, die sich gar nicht in seinem Besitz befinden (sh. auch "Shorten"); Anleger verknüpft hierbei den Verkauf eines Basiswertes mit der Erwartung, diesen zu einem späteren Zeitpunkt billiger zurückkaufen zu können

Limit: bezeichnet eine Ober- bzw. Untergrenze für den Kauf bzw. Verkauf eines Wertpapiers

Long / Long gehen: Eingehen eines Termingeschäftes mit theoretisch unbegrenzten Chancen und begrenztem Risiko; umgangssprachlich auf steigende Kurse spekulieren; sh. auch Short gehen

**Mini Future:** gehört zur Gruppe der Endlos-Hebelzertifikate, bei den die Barrieren im Zeitablauf angehoben werden Nominalzins: entspricht bei einer Anleihe dem Kupon (sh. auch "Realzins")

**Nullkuponanleihe:** engl. Zero-Bond; Besonderheit dieser Anleihe ist die eine Emission zu unter 100 %, eine Rückzahlung zu exakt 100 % und ein "Kupon" von 0 %

**Optionsschein:** bezeichnet das verbriefte Recht, einen Basiswert zu vorab fixierten Bedingungen zu beziehen oder zu veräußern; Charakteristikum ist der variable Hebel; bildet den Oberbegriff für klassische Optionsscheine (Plain Vanilla) und exotische Optionsscheine

OTC: aus dem engl. "Over-the-Counter"; bezeichnet ein außerbörsliches Geschäft zwischen zwei Parteien, denen in der vertraglichen Ausgestaltung nahezu unbeschränkte Möglichkeiten gegeben sind, z.B. beim "Gebäudehandel"

**Plain Vanilla-Optionsschein:** bezeichnet den klassischen Optionsschein

Portfolio: bezeichnet die Gesamtheit aller von einem Anleger gehaltenen Wertpapiere

Private Equity: ist Sammelbegriff für privates Beteiligungskapital, welches durch institutionelle und private Investoren zur Verfügung gestellt wird; Beteiligung entweder durch direkten Kauf von Unternehmensanteilen oder indirekt über Fonds, die Firmenanteile erwerben

*Put-Option:* Eine Verkaufsoption räumt dem Besitzer das Recht ein, einen in seiner Menge bestimmten Basiswert zu einem festgelegten Preis (siehe Ausübungspreis) zu veräußern. Der Verkauf kann innerhalb eines Zeitraums (amerikanische Option) oder zu einem bestimmten Termin (europäische Option) realisiert werden.

**Quanto-Zertifikat:** gegen Währungsschwankungen abgesichertes Zertifikat, bei dem nur die Entwicklung des zugrundeliegenden Basiswertes über die Performance des Zertifikats entscheidet

Quote: bezeichnet den aktuellen Geld- und Briefkurs Realzins: bezeichnet die reale Verzinsung einer Anleihe unter Berücksichtigung der Inflation

**Sentiment:** Synonym für Stimmung; an der Börse häufig im Zusammenhang mit der Contrary Opinion-Theorie verwendet Shorten / Short gehen: Eingehen eines Termingeschäftes mit prinzipiell begrenzten Chancen, durch Einnehmen der Stillhalterposition eines Optionskontraktes oder den Verkauf eines Terminkontraktes; sh. auch Long gehen

**Skontroführer:** nimmt die Preisfeststellung im Rahmen eines Orderbuches vor und gibt durch die regelmäßige Bekanntgabe der Geld/Brief-Spanne einen Hinweis über den Rahmen des nächsten festgestellten Preises

Spekulationsfrist: beträgt in Deutschland 1 Jahr; Gewinne mit Wertpapieren innerhalb dieser 12 Monate ab Kauf müssen versteuert werden

Spread: auch Geld/Brief-Spanne; bezeichnet die Differenz zwischen Geld- und Briefkurs

Stillhalter: umschreibt den Verkäufer einer Option dem Sinn nach, denn er hat sich der Entscheidung des Käufers unterzuordnen, sprich: "stillzuhalten"

Straddle: Optionsstrategie, bei der ein Call und ein Put mit demselben Basiswert, Ausübungspreis und Laufzeit gekauft werden

Strangle: Optionsstrategie, bei der ein jeweils aus dem Geld liegender Call und Put mit gleicher Laufzeit und Basiswert gekauft werden



Strike: siehe "Ausübungspreis"

**Trade:** engl. für Handel; meint die durch den Kauf eines Derivats eröffnete und durch den Verkauf abgeschlossene Transaktion

Termingeschäft: meint die Übereinkunft zweier Parteien, einen fest fixierten Handel zu einem im Vorhinein festgelegten, späteren Termin abzuschließen

Termingeschäftsfähigkeit: bezeichnet die in der Regel schriftlich festgestellte und von den Banken aus rechtlichen Gründen verlangte Befähigung eines volljährigen Anlegers, Termingeschäfte tätigen zu können

Turbo: gehört zur Kategorie der Hebelzertifikate;

Transaktionskosten: darunter fallen sämtliche Kosten zur Beschaffung von Informationen und Abwicklung der Transaktion

**Underlying:** Synonym für Basiswert

Volatilität: gibt die Intensität der Schwankung eines Basiswertes an und erlaubt eine Aussage darüber, wie risikoreich ein Investment sein kann

Verkaufsoption: sh. "Put-Option"

Warenterminbörse: Handelsplatz für Termingeschäfte auf sämtliche Rohstoffe (sh. auch "Commodity")

Warrant: engl. für "Optionsschein"

**Zerobond:** sh. "Nullkupon-Anleihe"

Zeitwert: bezeichnet die immer positive und im Zeitverlauf abnehmende Differenz zwischen dem aktuellen Kurs einer Option und ihrem inneren Wert

#### **IMPRESSUM**

# **Smart Investor**

#### Das Magazin für den kritischen Anleger

Sonderausgabe "Derivate 2004" 2. Jahrgang 2004

Smart Investor Media GmbH Rahnhofstr 26 82515 Wolfratshausen. Tel.: 08171-419650 Fax: 08171-419656, eMail: info@smartinvestor.de Internet: www.smartinvestor.de

#### Redaktion:

Ralf Flierl (Chefredakteur), Dr. Martin Ahlers, Falko Bozicevic, Tobias Karow

#### Freie Mitarbeiter:

Magdalena Brud, Horst Fugger, Kevin Sternkopf, Dirk Schernikau, Matthias Schmitt, Matthias Wahler

#### **Gast-Autoren:**

Petra Becher, Redaktion Börse Frankfurt, Holger Bosse, Florian Claus, Susann Cudok, Ralf Dieckvoß, Kai Friedrich, Dr. Wolfgang Gerhardt, Katrin Gögele, Walter Gunkel, Dirk Heß, Peter Jung, Alexander Klatt, Jörg Kukies, Jan Leistner, Dieter Lendle, Michael Lindner, Michael Roczinski, Christian W. Röhl, Holger Scholze, Grégoire Toublanc, Andreas Willius, Dirk Winkler

#### Redaktionsanschrift:

sh. Verlag, Fax: 08171-419641 eMail: redaktion@smartinvestor.de

#### **Bildredaktion:**

Tobias Karow. Christine Weinschenk

#### Gesamtgestaltung:

Christine Weinschenk

#### Titelbild:

Illustration Schuppler

#### Anzeigen:

An den Verlag. Gültig ist die Preisliste Nr. 1 vom 1. April 2003

#### Anzeigenleitung:

Karin Hofelich, Tel.: 08171-419636. Fax: 08171-419656

Die Charts wurden erstellt mit Tai-Pan von Lenz + Partner AG sowie TradeSignal von www.tradesignal.com .

#### Erscheinungstermine 2004:

31.1. (2/04), 21.2. (3/04), 20.3. (4/04), 24.4. (5/04), 29.5. (6/04), 26.6. (7/04), 31.7. (8/04), 28.8. (9/04), 25.9. (10/04),30.10. (11/04), 27.11. (12/04), 18.12. (1/05), 10.7. (Sonderausgabe "Derivate 2004")

#### **Preise:**

9,80 Euro für die Sonderausgabe "Derivate 2004" Einzelpreis 5,- Euro, Jahresabonnement: 48 Euro in Deutschland, 60 Euro im europäischen Ausland, 80 Euro im Rest der Welt (Zustellung im Ausland jeweils per Luftpost). Alle Preise incl. Versandkosten und 7 % MwSt.

#### Abonnementverwaltung:

Smart Investor Media GmbH Bahnhofstr. 26. 82515 Wolfratshausen, Tel.: 08171-419650 Fax: 08171-419656 eMail: abo@smartinvestor.de

Rieß-Druck- und Verlags-GmbH

#### Haftung und Hinweise:

Artikeln, Empfehlungen und Tabellen liegen Quellen zugrunde, welche die Redaktion für verläßlich hält. Eine Garantie für die Richtigkeit kann allerdings nicht übernommen werden. Bei unaufgefordert eingesandten Beiträgen behält sich die Redaktion Kürzungen oder Nichtabdruck vor.

#### Nachdruck:

© 2004 Smart Investor Media GmbH, Wolfratshausen. Alle Rechte, insbesondere das der Übersetzung in fremde Sprachen, vorbehalten. Ohne schriftliche Genehmigung der Smart Investor Media GmbH ist es nicht gestattet, diese Zeitschrift oder Teile daraus auf photomechanischem Wege (Photokopie, Mikrokopie) zu vervielfältigen. Unter dieses Verbot fallen auch die Aufnahme in elektronische Datenbanken, Internet und die Vervielfältigung auf CD-ROM.

VKZ B 61978 ISSN 1612-5479 ISBN 3-937459-10-3

> Dieser Sonderausgabe liegt eine Werbebeilage der Société Générale bei.

# Die Qual der Wahl

### Nur selbstgemachte Erfahrungen zählen

### Von Holger Scholze\*

Es muß im Sommer 1998 gewesen sein. Ich war damals noch Student und saß mit ein paar Freunden vom Börsenverein in unserem kleinen muffigen Büro an der Uni. Hier trafen wir uns oft, um über die neuesten Trends an den Märkten zu diskutieren und neue Pläne zu schmieden. Und da man als Student chronisch unter Geldmangel leidet, aber trotzdem gern genauso mitmischen will wie die Großen, schauten wir uns neben den interessanten Aktien auch die dazugehörigen Optionsscheine an. Noch am selben Tag kaufte ich jeweils Call-Optionsscheine auf Adidas und Veba.

Daß Recht haben und Recht bekommen zwei Paar Schuhe sind, erfuhr ich in der Folge am eigenen Leib, oder besser: beim Blick auf mein schrumpfendes Depotvolumen. Denn der Kurs der beiden Aktien bewegte sich zunächst kaum. Dafür knabberte der Zeitwertverlust täglich an den Optionsprämien, denn die Restlaufzeit der Scheine betrug nur noch ein paar Wochen. Doch die Gesetze der Optionspreisberechnung verdrängte ich in der Hoffnung, daß die Aktien bald noch explodieren würden und ich dadurch am Ende doch noch etwas verdienen könnte. Schließlich wollte ich nicht zu den "Zittrigen" gehören, die Börsenaltmeister André Kostolany in seinen Büchern so verächtlich beschreibt. Ich wollte ein "Hartgesottener" sein! "Stopkurse? Nein, nein. Das wird schon wieder drehen!", dachte ich mir.

Daß diese Mischung aus Hoffnung, Stolz und Sturheit bei Optionsscheinen tödlich sein kann, ahnte ich zu diesem Zeitpunkt natürlich schon, fand aber auch immer wieder Mittel und Wege, um mich selbst zu beruhigen. Dann tendierten die Aktien zu allem Überfluß auch noch gen Süden. Was tun? Die Verluste realisieren?

Als meine Scheine 50 % hinten lagen, dachte ich, daß es schlimmer nicht kommen könne und blieb drin. Völlig verrückt! Am Ende verkaufte ich die Calls mit 80 % Verlust und war irgendwie erleichtert, die Dinger wieder los zu sein. Und was passierte danach? Adidas und Veba legten kräftig zu, und ich war nicht dabei. Die Geschichte von Recht haben und Recht bekommen, erinnern Sie sich? In zahlreichen Büchern hatte ich zuvor gelesen, welche Fehler man unbedingt vermeiden sollte, und ich fühlte mich gut gerüstet. Aber eines war mir nun klar. Jeder muß seine Erfahrungen selbst machen. Erst wenn man so eine Pleite am eigenen Leibe verspürt, weiß man, was das wirklich bedeutet. So ähnlich stand es auch in den Büchern, doch ich hatte es nicht geglaubt.

Was lernte ich daraus? Unter anderem, daß die Auswahl des richtigen Produktes für mein jeweiliges Szenario ganz entschei-

dend ist. Doch welches Produkt ist das richtige? Und wie finde ich es? Der Markt für verbriefte Derivate hat sich in den letzten Jahren enorm entwickelt. Heute werden an der EUWAX in Stuttgart insgesamt 46.000 Optionsscheine und Zertifikate gehandelt. Und täglich werden es mehr. Die Palette der etwa 800 Basiswerte reicht vom Rohöl über die Indices dieser Welt bis hin zu Tausenden Einzelaktien. Die De-



Holger Scholze

rivate-Experten der Emittenten sind dabei auch unheimlich kreativ. Nicht nur bei der Entwicklung der Produkte, sondern auch bei der Namensgebung. Die Auswahl ist riesig und fällt oft nicht leicht. Wir können in unseren Fernsehschalten leider immer nur einen sehr kleinen Überblick über die gehandelten Produkte und nur einen recht kurzen Einblick in das Marktgeschehen geben.

Aber durch diese Sonderausgabe "Derivate" haben Sie nun die Möglichkeit, etwas tiefer in die Materie einzusteigen. Darüber hinaus möchte ich Ihnen an dieser Stelle eine Möglichkeit ans Herz legen, bei der Sie Ihr Wissen noch weiter vertiefen können. Es gibt speziell auf die Bedürfnisse von Privatanlegern zugeschnittene Seminare, welche die Börse Stuttgart gemeinsam mit verschiedenen Partnern bundesweit veranstaltet. Oder kommen Sie doch einfach mal an der EUWAX vorbei - wir würden uns freuen!

#### **EUWAX-Trends**

Börsentäglich live bei n-tv im Rahmen der Sendungen "Märkte am Morgen" und "Telebörse" gegen 10:45 Uhr, 12:45 Uhr und 15:15 Uhr.

<sup>\*)</sup> Der 33jährige Holger Scholze ist Börsenjournalist und Moderator und pendelt seit über zwei Jahren von seiner Wahlheimat Dresden nach Stuttgart, um von dort im mehrwöchigen Wechsel mit seinem Kollegen Rune Hoffmann live für n-tv von der EUWAX zu berichten.