

# Intelligent investieren mit **ZERTIFIKATEN**

Die Langfriststrategie  
für kluge Anleger

Christian W. Röhl  
Werner H. Heussinger

**FBV**

ZERTIFIKA



Röhl, Heussinger  
Intelligent investieren mit Zertifikaten



Christian W. Röhl  
Werner H. Heussinger

Intelligent investieren mit  
**ZERTIFIKATEN**

Die Langfriststrategie  
für kluge Anleger

FBV

### **Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek**

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie. Detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über <http://dnb.d-nb.de> abrufbar.

Für Fragen und Anregungen:  
[roehl@finanzbuchverlag.de](mailto:roehl@finanzbuchverlag.de)

3. Auflage 2013

© 2002 by Finanzbuch Verlag, ein Imprint der Münchner Verlagsgruppe GmbH

Nymphenburger Straße 86

D-80636 München

Tel.: 089 651285-0

Fax: 089 652096

Alle Rechte, insbesondere das Recht der Vervielfältigung und Verbreitung sowie der Übersetzung, vorbehalten. Kein Teil des Werkes darf in irgendeiner Form (durch Fotokopie, Mikrofilm oder ein anderes Verfahren) ohne schriftliche Genehmigung des Verlages reproduziert oder unter Verwendung elektronischer Systeme gespeichert, verarbeitet, vervielfältigt oder verbreitet werden.

Realisierung: [volkverlag.de](http://volkverlag.de)

Druck: Books on Demand GmbH, Norderstedt

ISBN Print 978-3-89879-771-9

ISBN E-Book (PDF) 978-3-86248-395-2

Weitere Informationen zum Verlag finden Sie unter

**[www.finanzbuchverlag.de](http://www.finanzbuchverlag.de)**

Beachten Sie auch unsere weiteren Verlage unter  
[www.muenchner-verlagsgruppe.de](http://www.muenchner-verlagsgruppe.de)

# Inhalt

9	Geleitwort von Prof. Bernard A. Lietaer
12	Vorwort zur 2. Auflage
15	Vorwort zur 1. Auflage
<b>19</b>	<b>Was sind Zertifikate?</b>
19	Im Dschungel der Finanzinnovationen
23	Funktionsweise und Merkmale von Zertifikaten
25	Zertifikate sind Anleihen
31	„Underlying“ bestimmt den „Fair Value“
38	Laufzeit: begrenzt oder unbegrenzt
43	Zertifikate zeichnen
50	Kaufen und verkaufen: die Spanne macht's
62	Kosten und Gebühren: Agio, Fee und Dividende
73	Besteuerung: viele Chancen, einige Tücken
<b>81</b>	<b>Index-Zertifikate: Solide Basisinvestments</b>
81	Was Indizes leisten und wie sie funktionieren
90	Zertifikate auf den DAX
95	Zertifikate auf den MDAX
98	Zertifikate auf den Nemax50 und den Nemax All Share

103	Zertifikate auf die Stoxx- und EuroStoxx-Indizes
110	Zertifikate auf den Benmax50
111	Zertifikate auf nationale europäische Indizes
120	Zertifikate auf den DJIA und den S&P500 (USA)
126	Zertifikate auf den Nasdaq100 (USA)
129	Zertifikate auf den Nikkei225 und den Topix (Japan)
132	Index-Fonds und Index-Aktien: Alternativen zum Zertifikat?

## **141 Strategie-Zertifikate: Den Index outperformen**

141	Anlagehintergrund und -motivation
146	Maximum-Strategie: Es kommt doch auf die Größe an
151	Value-Strategie: Im Einkauf liegt der Gewinn
161	Growth-Strategie: Kurse steigen wie Gewinne
167	Value&Growth-Strategie: Immer richtig positioniert
178	Kursmomentum-Strategie: „The Trend is Your Friend“
181	Look-Back-Strategie: Das Beste zum Schluss
186	Best Seasons-Strategie: „Sell in May and Go Away“
190	Mitarbeiterbeteiligungs-Strategie: Divide et impera
193	Index-Strategie: Investition in Aufsteiger
195	Geo-Strategie: Blühende Landschaften
199	Experten-Strategie: Wenig Licht, sehr viel Schatten

## **213 Themen- und Branchen-Zertifikate: Sinnvolle Depotbeimischung**

213	Anlagehintergrund und -motivation
217	Internet: Die Blase ist geplatzt, das Blubbern bleibt
228	Technologie: „High Tech“ = „High Yield“ ?
240	Telekommunikation: Im Bann von UMTS
246	Medien: Das Öl des 21. Jahrhunderts
251	Life Science: Medizin fürs Depot
262	Finanzdienstleistungen: Mit Geld Geld verdienen
267	Venture Capital: Nur für Wagemutige
270	Energie & Versorgung: Defensiv-Anlagen mit Grün-Phantasie
278	Logistik: Überschätzte Modebranche

- 281 Konsum: Darf's ein bisschen mehr sein?
- 285 Emerging Markets
- 293 Hedgefund-Zertifikate: Auf Soros' Spuren
- 305 Anleihen-Zertifikate: Die Steuer überlisten?

### **313 Exoten-Zertifikate: Innovationen für Spezialisten**

- 313 Anlagehintergrund und -motivation
- 315 Garantie-Zertifikate: Sicherheit zu einem hohen Preis
- 325 Discount-Zertifikate: Billiger Einstieg – begrenzter Gewinn
- 334 Bär-Zertifikate: An fallenden Kursen verdienen
- 337 Turbo-Zertifikate: Die heiße Hebel-Spekulation

### **341 Erfolgreich anlegen**

- 341 Die Mischung macht's: passives Portfoliomanagement
- 358 Vorsorge-Strategie (sehr konservativ)
- 361 Sicherheitsorientierte Strategie (konservativ)
- 363 Dynamische Strategie (offensiv)
- 365 Wachstumsorientierte Strategie (aggressiv)

### **369 Anhang**

- 369 Weiterführende Informationen
- 387 ZertifikateJournal: Die Ergänzung zum Buch
- 388 Glossar



# Geleitwort

von Prof. Bernard A. Lietaer<sup>1</sup>

Dies ist ein wichtiges Buch für die Finanzgemeinde. Nicht aufgrund dessen, dass es das Erste ist, das in komprimierter Form sehr viele der gegenwärtig in Deutschland erhältlichen Zertifikate behandelt oder dass es von zwei sehr erfolgreichen und bekannten Finanzexperten geschrieben wurde (beide wurden in Fernsehsendungen zum Thema Geldanlage bereits vor ihrem 21. Geburtstag in den 90er Jahren interviewt), sondern weil es das erste Buch ist, in dem eine völlig unabhängige und ehrliche Anlageberatung gegeben wird.

Wussten Sie zum Beispiel, dass eines der größten Geheimnisse der Finanzgemeinde darin liegt, dass bis zu 95 Prozent sämtlicher verwalteter Portfolios langfristig schlechter als die allgemeinen Marktindizes

---

<sup>1</sup> **Bernard A. Lietaer** war Professor für internationales Finanzwesen in Leuven, der ältesten Universitätsstadt seines Heimatlandes Belgien. Während seiner Tätigkeit an führender Stelle in der belgischen Zentralbank zeichnete er verantwortlich für die Einführung des ECU. Anschließend wurde er Präsident des elektronischen Zahlungssystems in Belgien. Von 1987 bis 1991 war Lietaer Geschäftsführer und Währungshändler des Gaia Hedge II Fonds, eines der erfolgreichsten Hedgefonds überhaupt. "Business Week" kürte Lietaer zu den besten Währungshändlern weltweit. Bereits in den 80er Jahren hat er an der Entwicklung von Zertifikaten in den USA mitgewirkt. Seine aktuellen Bücher "Das Geld der Zukunft" sowie "Mysterium Geld" (in Deutschland beide beim Riemann Verlag erschienen) entstanden während eines Forschungsauftrages an der Universität Berkeley und einer Gastprofessur an der Sonoma State University in Kalifornien.

abschneiden und dass die höheren Renditen, die durch Marktindizes erreicht werden, viel günstiger durch Zertifikate zu erzielen sind als generell durch Fonds? Als Folge dessen werden einige der kostengünstigsten Anlagestrategien mit den höchsten Renditen gegenüber der großen Mehrheit von Anlegern noch nicht einmal erwähnt ...

Dies ist daher das erste praktische, kundenorientierte Anlageberatungsbuch, das alle Gesichtspunkte des Themas behandelt – von allen wichtigen Grundlagen und Hintergründen über Gebühren und versteckte Kosten bis hin zu ausgefeilten Anlagestrategien und Steuergesichtspunkten – nichts wird ausgelassen.

Der einzige Kritikpunkt, den ich hätte, ist eigentlich gar keiner – die niedrige Ambition des Titels. Dieses Buch enthält mehr als Zertifikate, obwohl der größte Teil des Textes sich natürlich auf dieses Thema bezieht. Im letzten Kapitel jedoch wird alles ins rechte Licht gerückt – man hätte ihm den folgenden Titel geben können: "Anlagestrategien für das 21. Jahrhundert" – Strategien, in denen Portfolio Praktiken aktualisiert werden, einschließlich sämtlicher Vermögensklassen und unter Berücksichtigung der neuen Möglichkeiten, die durch Zertifikate für jegliche Art von Portfolio entstehen. Die meisten Anleger denken, dass Zertifikate – wie alle Derivate – nur ein Instrument für erfahrene Profis sind, da sie für den Durchschnittsanleger zu komplex und zu riskant sind. In diesem Text wird aufgezeigt, dass dies nicht der Fall ist. Heutzutage sollten selbst die grundsolidesten Anlagestrategien bzw. die konservativsten Portfolios für die Altersvorsorge einen Platz für Zertifikate bieten, um wirklich gute Ergebnisse zu erzielen.

Es gibt einen letzten Grund, warum dieses Buch so wichtig für die Finanzgemeinde ist: Es ist kein Geheimnis, dass die deutschen Kapitalmärkte weniger ausgereift sind als zum Beispiel die in London oder New York. Dies hat sowohl positive als auch negative Auswirkungen.

Positiv: die geringeren Regulierungsaufgaben haben es Frankfurt ermöglicht, den Weg für eine eindrucksvolle Anzahl neuer Arten von Nischenprodukten, die sich durch ihren hohen Entwicklungsstand und ihre Innovation auszeichnen, zu bereiten. Die Volumina, die in New York gehandelt werden, sind selbstverständlich ein Vielfaches dessen, was in Frankfurt gehandelt wird. Aber bei fast allen davon handelt es sich um einfache "Plain Vanilla-Finanzprodukte" ohne bedeutende innovative Eigenschaften. Frankfurt dagegen handelt mit kleineren Volumina, jedoch mit höherem intellektuellen Inhalt.

Als Negativpunkt hat das Fehlen einer Regulierung und Transparenz manchmal dazu geführt, dass internationale Geldanleger Deutschland als eine Art "Wilder Westen für Anleger" betrachten. Und das ist der Grund dafür, warum auch sie genug deutsch lernen sollten, um dieses Buch lesen zu können: die rigorose analytische und unabhängige Meinung der Autoren wirkt in diesem Dschungel erfrischend. Das Buch hat überdies den Vorteil, dass es stets auf den Punkt kommt, damit sowohl Anleger, die noch Anfänger sind, als auch erfahrene Profis etwas lernen, das für ihre finanzielle Zukunft nützlich ist.

Das Buch ist eine echte Bereicherung für die Anlegergemeinde und ein wegweisender Ratgeber für nachweisbar erfolgreiche Anlagestrategien.

Brüssel, im Sommer 2001

Prof. Bernard A. Lietaer

# Vorwort zur 2. Auflage

Als Ende September 2001, kurz nach den barbarischen Terroranschlägen in den USA, die erste Auflage dieses Buches erschien, waren wir als Autoren eigentlich davon überzeugt, uns mit einer Überarbeitung des Buches mindestens drei Quartale Zeit lassen zu können.

Dass es dann doch anders gekommen ist und der Verlag schon im Januar 2002 mit den Planungen für eine zweite Auflage begonnen hat, erfüllt uns naturgemäß mit großer Genugtuung und einem gewissen Stolz – Genugtuung, weil das starke Interesse an einem Buch wie diesem zeigt, dass immer Anleger die richtigen Lehren aus dem „Crash“ der letzten zwei Jahre ziehen und nun auf langfristigen Vermögensaufbau mit diversifizierten Strategien setzen statt riskante Spekulationen mit Einzelaktien zu wagen; Stolz, weil es uns scheinbar gelungen ist, das revolutionäre Finanzinstrument „Zertifikat“ in all seinen Facetten anschaulich zu machen, wofür nicht zuletzt die positiven Rezensionen der Fachpresse und vor allem die zahlreichen Zuschriften aus der Leserschaft ein eindrucksvoller Beweis sind.

Diese erfreuliche Resonanz ist für uns natürlich auch eine Verpflichtung, den eingeschlagenen Weg fortzusetzen. Und so ist diese Neuauflage nicht nur eine auf den neusten Stand gebrachte Version der 1. Auflage des Buches, sondern gleichsam eine intensive Neubear-

beitung: Bei den theoretischen Ausführungen im ersten Teil haben wir die Passagen über die Zertifikate-Emittenten sowie den Handel mit Zertifikaten dem Wunsch unserer Leser entsprechend detaillierter gestaltet. Im Rahmen der Abhandlung über Index-Zertifikate gehen wir nun auch auf Index-Fonds bzw. ETFs (Exchange Traded Funds) ein, die in einigen Fällen eine interessante Alternative zum Zertifikat sein können. Der dritte Abschnitt, der sich mit Strategie-Zertifikaten beschäftigt, wurde teilweise neu strukturiert und um einige in der Zwischenzeit auf den Markt gekommene innovative Produkte ergänzt, während bei den daran anknüpfenden Themen-Zertifikaten einige einzelne Papiere nun weniger ausführlich besprochen werden – dies freilich nur, um Platz zu schaffen für das völlig neu konzipierte Kapitel über „Exoten-Zertifikate“. Hier haben die rege Emissionstätigkeit und die Kreativität der Banken dafür gesorgt, dass Hedgefund- und Renten-Zertifikate mittlerweile nichts exotisches mehr sind, dafür aber verschiedenste Garantie-Produkte, Discount-Zertifikate und „Turbo“-Papiere dem Anleger selektiv neue Chancen eröffnen können.

Auch diesmal wollen wir nicht die Menschen vergessen, die einen wesentlichen Anteil an diesem Buchprojekt haben, ohne dafür auf dem Cover genannt zu werden. Damit gemeint sind zunächst die zahlreichen Leserinnen und Leser der ersten Auflage, die uns mit sehr ausführlichen Anregungen ebenso überrascht wie geholfen haben. Zu danken haben wir außerdem den Vertretern der Emissionshäuser, die sich intensiv bemüht haben zu beweisen, dass Zertifikate gegenüber Fonds nicht nur das bessere Anlageinstrument sind, sondern dass die Zertifikate-Anbieter sich gegenüber der Fonds-Industrie auch durch ein beeindruckendes Maß an Service und Offenheit auszeichnen. Besonders seien an dieser Stelle Rainer Bellet, Florian Brechtel, Holger Bosse, Susann Cudok, Christine Dillinger, Sylvianne Falter, Werner Humpert, Frank Klingelhöfer, Thorsten Michalik, Joachim Rohrmann, Wolfgang Stefan und Andreas Walla genannt, die unser Research weit über das zu erwartende Maß unterstützt haben. Ein besonderer Dank geht abschließend an unsere Mitarbeiterin Birgit Schmitt, die uns viel von der mühseligen „Kleinarbeit“ abgenommen hat, sowie an die Geschäfts-

Vorwort zur 2. Auflage

führung und die Mitarbeiter des FinanzBuch-Verlags sowie unseres Editionspartners n-tv, die dieses Buchprojekt mit enormem Engagement unterstützt haben.

Wir hoffen, dass die Neuauflage von „Intelligent investieren mit Zertifikaten“ Ihren Ansprüchen gerecht wird und wünschen Ihnen viel Erfolg dabei, mit Zertifikaten selbst Ihr bester Vermögensverwalter zu werden.

Frankfurt am Main / Reith im Alpbachtal, im Februar 2002

Christian W. Röhl    Werner H. Heussinger

# Vorwort zur 1. Auflage

Unter den zahlreichen Finanzinnovationen, welche die Produktentwickler der Banken dem deutschen Finanzmarkt in den vergangenen Jahren beschert haben, erfreuen sich Zertifikate – mitunter auch Partizipationsscheine, Participations oder fast schon metaphorisch PERLES (Performance Linked to Equities) genannt – besonderer Resonanz.

Die Gründe dafür sind vielschichtig. Ein wichtiger Erfolgsfaktor dieses Finanzinstruments, der besonders für die Markteinführung entscheidend war, ist sicherlich die Tatsache, dass private Anleger über Zertifikate erstmals die Möglichkeit erhalten, auch mit geringem Kapitaleinsatz gleich auf einen ganzen Index zu setzen statt nur einzelne Aktien zu kaufen, und dies ohne die zusätzliche Risikokomponente des bei Optionsscheinen üblichen Hebeleffekts.

Die ohnehin rege Emissionstätigkeit – mittlerweile sind in Deutschland über 600 Zertifikate auf nationale und internationale Marktbarometer und Aktienkörbe erhältlich – dürfte sich in Zukunft weiter sehr dynamisch entwickeln, weil immer mehr Anleger feststellen werden, dass Zertifikate sowohl im Hinblick auf ihre Chance/Risiko-Struktur als auch wegen ihrer universellen Einsatzmöglichkeiten das ideale Anlageinstrument darstellen. Da sie kostengünstiger und flexibler als ein Investmentfonds und weniger volatil als die Einzelaktie

sind, bedienen Zertifikate die Bedürfnisse und Motivationen der wichtigsten Zielgruppen für kapitalmarktbasierende Finanzprodukte.

Dem *aktiven Anleger* bieten Zertifikate die Möglichkeit, effizient und mit einem weitaus geringeren Risiko als bei Investitionen in Einzelwerte auf kurz- und mittelfristige Börsenbewegungen und -trends zu setzen. Für den *Langfrist-Investor* sind vor allem Strategie- und Index-Zertifikate mit unbegrenzter Laufzeit eine unschlagbare Alternative zu aktiv gemanagten Investmentfonds, die trotz hohem Analyse- und damit Kostenaufwand in den meisten Fällen keine Outperformance des Index erreichen. Über Spar- und Auszahlungspläne werden Zertifikate darüber hinaus zu einem Vehikel für den langfristigen Vermögensaufbau und die *private Altersvorsorge*.

Trotz des Zertifikate-Booms und der zahlreichen Vorteile, die Zertifikate gegenüber anderen Anlageinstrumenten für den Privatinvestor aufweisen, existiert zu diesem Thema bis auf die (teilweise wirklich gut gemachten, aber leider eben nicht unabhängigen) Broschüren der Banken kaum qualifizierte Literatur. Selbst der aufgeschlossen-interessierte Anleger hat wenige Hilfsmittel zur Hand, um im „Dschungel der Zertifikate“ den Überblick zu behalten – ein durchaus gewichtiges Problem, schließlich ist nicht jedes Zertifikat für jeden Anleger sinnvoll und empfehlenswert.

Diese Lücke will das vorliegende Buch schließen; es soll sowohl dem Einsteiger als auch dem erfahrenen Anleger als Leitfaden und Nachschlagewerk für die Geldanlage mit Zertifikaten dienen.

Ausgangspunkt ist dabei zunächst die grundsätzliche Frage „Was sind Zertifikate?“, die im ersten Teil des Buches ausführlich behandelt wird. Anhand von Definitionen und Beispielen wollen wir Ihnen die Funktionsweise von Zertifikaten erläutern und gleichzeitig praktische Tipps geben, die Sie bei Ihrer Anlage in Zertifikaten unbedingt beachten sollten – beispielsweise in Bezug auf die Laufzeit, die Preisfindung oder die steuerliche Relevanz.

Der zweite Teil widmet sich dann den momentan auf dem Markt verfügbaren Zertifikaten. Um Ihnen die Übersicht über das ungemein breite Spektrum zu erleichtern, haben wir eine Unterteilung in vier Seg-

mente (ergo vier Kapitel) vorgenommen: Index-, Strategie-, Themen- sowie „Exoten-Zertifikate“ (u. a. Hedgefonds- und „Bär“-Zertifikate). Für jeden Typus stellen wir zunächst den spezifischen Anlagehintergrund vor, um dann in die Besprechung einzelner Zertifikate einzusteigen.

Bei dieser Detailanalyse geht es nur entfernt um Einschätzungen zur künftigen Entwicklung der Märkte – die Antwort auf die Frage „Kaufe ich jetzt besser DAX- als S&P500-Zertifikate?“ hätte eine für ein Buch mit dem Anspruch eines Leitfadens und Nachschlagewerks viel zu geringe Halbwertszeit. Im Zentrum der Erörterung steht vielmehr die Frage, welche von den oft sehr zahlreichen Zertifikaten mit derselben Anlageidee unter Aspekten wie Laufzeit, Kosten oder Marktliquidität empfehlenswert sind. Selbstverständlich „hecheln“ wir dabei nicht alle verfügbaren Papiere durch, sondern konzentrieren uns auf die interessantesten und erklärungsbedürftigsten, um Ihnen auf diese Weise das Rüstzeug an die Hand zu geben, mit dem Sie Zertifikate selbstständig beurteilen können.

In einem abschließenden dritten Teil erhalten Sie dann – basierend auf den Einzelbesprechungen – Anregungen und Leitlinien für individuelle Anlagestrategien mit Zertifikaten. Dabei geben wir Ihnen auch eine allgemein verständliche Einführung in die Theorie des passiven Portfoliomanagements, die einzige wissenschaftlich anerkannte Methode für nachhaltig erfolgreiches Agieren an den Finanzmärkten. Abgerundet wird das Buch Kapitel durch eine umfangreiche Liste weiterführender Informationsquellen, die neben den Kontaktdaten der Emissionshäuser auch Anleger-Zeitschriften und Internet-Angebote nennt, welche sich mit dem Thema Zertifikate beschäftigen.

Nicht unerwähnt lassen wollen wir an dieser Stelle auch unseren Informationsservice „ZertifikateJournal“, der Sie wöchentlich über allgemeine Marktentwicklungen, Neuemissionen von Zertifikaten, aktuelle Anlagechancen, Musterstrategien und Änderungen in der steuerrechtlichen Behandlung auf dem Laufenden hält. Nähere Informationen hierzu gibt es im Anhang, wo Sie auch erfahren, wie Sie uns Lob, Kritik und Verbesserungsvorschläge zu diesem Buch übermitteln können.

Gleichzeitig möchten wir an dieser Stelle denen danken, die uns bei der Realisierung dieses Buchprojekts tatkräftig unterstützt haben. An erster Stelle sind dabei die Vertreter der Emissionshäuser zu nennen, die durch ihre Kooperationsbereitschaft das Basisresearch wesentlich erleichtert haben. Besonders danken wir in diesem Zusammenhang Werner Humpert, Tanja Jost, Silke Kaiser, Marc Klein, Frank Klingelhöfer, Carsten Richter, Wolfgang Stefan, Thomas Timmermann, Dirk Urmoneit, Alexander Wilson und Herbert Wüstefeld für den intensiven fachlichen Dialog und wertvolle Praxis-Tipps.

Ein spezieller Dank geht an Herrn Prof. Bernard A. Lietaer für sein Geleitwort, die motivierenden Anregungen und den stets fruchtbaren Gedankenaustausch sowie an Herrn Dr. Hubert-Ralph Schmitt, Vorstand der Bank Schilling & Co. AG, für die Überarbeitung der mit steuerlichen Aspekten befassten Textpassagen.

Außerdem möchten wir uns sehr herzlich bei Yassin Hankir, Heike Görner, Thomas González, Maik Jacobs, Wolfgang Raum, Birgit Schmitt und Andrea Willburger für ihre aktive Hilfe und die stets konstruktive Kritik bedanken. Besonderer Dank gebührt schließlich unseren Lebenspartnerinnen für ihre Geduld und ihre aufmunternden Worte.

Wir wünschen Ihnen eine anregende Lektüre und viel Erfolg mit der Geldanlage in Zertifikaten!

Frankfurt am Main / Reith im Alpbachtal, im Sommer 2001

Christian W. Röhl

Werner H. Heussinger

# Was sind Zertifikate?

## Im Dschungel der Finanzinnovationen

Auch wenn die erst in den letzten Jahren wirklich aktiv gewordene öffentliche Berichterstattung oft etwas anderes zu suggerieren scheint – die Börse ist keine Erfindung des 20. Jahrhunderts: Schon aus dem Altertum sind Marktplätze mit börsenähnlichen Mechanismen bekannt; im späten Mittelalter sorgten die Tulpenzwiebel-Hausse und der anschließende brutale Crash für das gleiche Aufsehen wie jüngst die Entwicklungen an der Nasdaq und am Neuen Markt; der „Sonnenkönig“ Ludwig XIV. finanzierte seine Prachtbauten und Kriege mit öffentlichen Anleihen; Motor des Eisenbahnbaus und der gesamten industriellen Revolution im 19. Jahrhundert war das am börslichen Markt eingesammelte Aktienkapital.

Im Gegensatz zu heute war das Spektrum der börslichen Wertpapiere damals allerdings recht eng begrenzt auf zwei Kategorien mit sehr spezifischen Merkmalen – Aktien und Anleihen: Die **Aktie** ist ein Wertpapier, das einen Anteil am Stammkapital eines Unternehmens, der Aktiengesellschaft, verbrieft. Der Aktienbesitzer ist somit Mit-eigentümer des Unternehmens und besitzt Rechte wie die Stimmkraft in der Hauptversammlung oder den Anspruch auf Ausschüttung einer

Gewinnbeteiligung (Dividende), sofern die Hauptversammlung dies beschließt. Aktien haben keine Laufzeit, sind also unbegrenzt gültig und als Eigenkapitalpapiere auch nicht zurückzahlbar. Kleinste handelbare Einheit ist die einzelne Aktie.

**Anleihen** sind das genaue Gegenstück zur Aktie: Der Erwerber einer Anleihe ist nicht Miteigentümer, sondern Gläubiger der Institution oder des Unternehmens, das die Anleihe begeben hat, des so genannten *Emittenten*. Somit hat der Anleihen-Käufer weder Stimmrechte noch ist er über eine Gewinnausschüttung direkt am Verlauf des operativen Geschäfts des Emittenten beteiligt. Als Kompensation für das dem Emittenten zur Verfügung gestellte Kapital (den so genannten Nennbetrag) erhält der Besitzer einer Anleihe in bestimmten Zeitabständen, zumeist jährlich, eine in den häufigsten Fällen vordefinierte Zinszahlung. Anleihen haben eine fixe Laufzeit, an deren Ende der Nennbetrag zurückgezahlt wird. Kleinste handelbare Einheit ist in der Regel ein Nennbetrag von DM bzw. € 100,00.

Die Innovationsleistung des 20. Jahrhunderts – und hier vor allem der 80er und 90er Jahre – bestand nun in der Entwicklung neuartiger Wertpapiere, die auf den beiden Grundtypen Aktie und Anleihe basieren, dabei aber deren klassischen Merkmale abwandeln oder ergänzen oder sogar diese beiden eigentlich so gegensätzlichen Finanzinstrumente miteinander kombinieren.

Volkswirtschaftlich betrachtet wohnt allen diesen *Finanzinnovationen* übrigens die Eigenschaft inne, dass sie nicht primär der Finanzierung des Emittenten dienen. Wenn Unternehmen an der Börse Aktien platzieren, steht dahinter die Absicht, mit dem eingesammelten Kapital neue Investitionen oder Übernahmen zu tätigen. Und die öffentliche Hand begibt alljährlich großvolumige Anleihen, um ihre zahlreichen Haushaltslöcher zu stopfen. Aber wenn Banken neue Finanzprodukte auf den Markt bringen, sind diese zugeschnitten auf die Bedürfnisse der Zielgruppe, der privaten oder institutionellen Anleger nämlich, und kaum an den bankinternen Kapitalerfordernissen orientiert. Finanzinnovationen dienen also nicht vorrangig der Finanzierung der Banken, sondern der Generierung von Erträgen, und diese sind alles andere als gering.

Einige Beispiele für Finanzinnovationen sind:

**Investmentfonds:** Die bereits seit den 60er Jahren in Deutschland etablierte Fonds-Idee basiert auf dem Umstand, dass „Otto Normalbürger“ in der Regel weder genügend Zeit oder Kenntnisse für ein erfolgreiches Agieren an den Finanzmärkten besitzt noch über ausreichende Mittel verfügt, die für eine Streuung des Anlagekapitals auf mehrere Wertpapiere (*Diversifikation*) und damit eine Reduzierung der Risiken erforderlich wären. Ein Investmentfonds ist quasi ein „Kapitaltopf“, in den zahlreiche Einzelpersonen Geldbeträge einzahlen, die dann gesammelt von einem erfahrenen Management in Wertpapieren angelegt werden. Die Fondsmanager sind gehalten, ihre Investments breit zu streuen, wobei allerdings eine Branchen- oder Marktsegment-Spezifizierung möglich ist. Da der einzelne Investmentfonds-Anteil in der Regel im dreistelligen DM-Bereich notiert, war diese Anlageform für viele Kleinsparer die erste Möglichkeit, überhaupt an der Börse aktiv zu werden.

**Optionsscheine:** Schon Anfang der 90er Jahre, als der Börse noch keine große öffentliche Aufmerksamkeit zuteil wurde, hat sich in Deutschland eine lebendige Optionsschein-Kultur entwickelt. Basis dieses Finanzprodukts ist das schon jahrhundertalte und ursprünglich aus dem Rohstoff-Bereich stammende Termingeschäft, bei dem der eine Partner das Recht erwirbt, zu einem in der Zukunft liegenden Zeitpunkt und zu einem bereits vordefinierten Preis eine bestimmte Menge einer Ware zu kaufen oder zu verkaufen, und der andere Partner die Pflicht hat, die Ware zu diesen Konditionen auch zu liefern bzw. abzunehmen, wofür er von seinem Gegenüber wiederum eine Prämie erhält. Optionsscheine sind nun nichts anderes als die Standardisierung eines solchen Termingeschäfts in Form eines Wertpapiers, bei dem darüber hinaus die Ware nicht mehr Kaffee oder Weizen ist, sondern eine oder mehrere Aktien. Aufgrund der den Optionsscheinen eigenen Hebelwirkung – geringer Kapitaleinsatz bei voller Teilnahme an allen Schwankungen des Marktes – sowie der enormen Volatilitätseinflüsse

Was sind Zertifikate?

ist dieses Finanzinstrument äußerst spekulativ, viele Engagements enden mit einem Totalverlust für den Anleger.

**Floater:** Mit diesem schönen Begriff – zu deutsch „Fließer“ – wird eine Anleihe bezeichnet, deren Zinssatz nicht von vornherein für die gesamte Laufzeit festgelegt ist (z. B. sechs Prozent p. a.), sondern in regelmäßigen Abständen, zumeist quartalsweise, an die aktuelle Entwicklung der Marktzinsen angepasst wird. Der Käufer einer solchen Anleihe erhält also stets eine marktnahe Rendite auf das eingesetzte Kapital, ohne das Risiko, in Hochzinsphasen in einer Niedrigzinsanleihe engagiert zu sein, dafür aber auch ohne Gelegenheit, hohe Zinsen für eine lange Laufzeit festzuschreiben.

**Reverse Convertibles:** Reverse Convertibles sind Anleihen mit sehr hohem festem Zinssatz (zwölf bis 25 Prozent), bei denen sich die Bank das Recht vorbehält, am Ende der Laufzeit den Nennbetrag nicht in Geld (z. B. € 100,00) auszuzahlen, sondern stattdessen eine vordefinierte Stückzahl einer bestimmten Aktie (z. B. drei Aktien der Deutschen Telekom AG) zu überweisen. Bei konstanten oder steigenden Aktienkursen ist dies für den Anleger ein gutes Geschäft, fallende Notierungen der jeweiligen Bezugsaktie lassen dagegen den Zinsvorteil schnell zusammenschmelzen und führen oft zum Kapitalverlust. Somit sind diese „Aktienanleihen“, auch wenn die Produktwerbung der Banken oft das Gegenteil suggeriert, eine recht riskante Finanzinnovation, die im Depot eines Privatanlegers – wenn überhaupt – nur mit dem Gewicht einer geringfügigen spekulativen Beimischung vertreten sein sollte.

Insbesondere bei den Optionsscheinen beweisen die Emissionsbanken schon seit Jahren einen unbändigen Einfallsreichtum, was die Entwicklung neuer Produkte angeht. Die Anleger bleiben dabei allerdings leider oft auf der Strecke und erleiden empfindliche Kursverluste: Viele dieser Kreationen sind einfach zu komplex; selbst mit Hilfsmitteln wie einschlägiger Literatur oder den immer zahlreicher werdenden Internet-Services kann ein Laie das Chance/Risiko-Profil vieler Finanzinno-

vationen kaum abschätzen. Schon vor diesem Hintergrund sind Zertifikate geradezu eine Wohltat, folgen sie doch weitestgehend dem guten, alten KISS-Motto – „Keep It Simple and Stupid“.

## **Funktionsweise und Merkmale von Zertifikaten**

Während die Kreativität der Banken in puncto Finanzinnovationen kaum Grenzen kennt, herrscht bei der Benennung der neuen Produkte mitunter verwirrende Einfachheit: Unter dem Begriff *Zertifikat* wird mittlerweile eine ganze Reihe unterschiedlicher Finanzprodukte vermarktet, die bei näherer Betrachtung in ihren spezifischen Merkmalen durchaus erheblich voneinander abweichen und teilweise sogar Optionskomponenten enthalten. Zur Veranschaulichung des Anlageinstruments, das Thema dieses Buches bildet, ist der Modebegriff „Zertifikat“ ohnehin nur bedingt geeignet; wesentlich aussagekräftiger ist hier die von der Dresdner Bank eingeführte und in der englischen Version noch immer als Produkt-Label verwendete Bezeichnung „Partizipationsschein“: Die Wertpapiere, um die es hier geht, verbriefen dem Anleger die Partizipation, also die Teilnahme an der Kursentwicklung anderer Wertpapiere und Finanzprodukte.

Dies erscheint auf den ersten Blick etwas befremdlich – an der Kursentwicklung beispielsweise einer Aktie oder einer Anleihe kann man schließlich auch direkt und ohne Zertifikat partizipieren, indem man dieses Wertpapier einfach über die Börse kauft. Der Einwand ist berechtigt, gilt allerdings nur für traditionelle Wertpapiere, nicht aber für synthetische Finanzprodukte wie Aktienindizes.

Ein Beispiel: An der Entwicklung des DAX, jenes die 30 größten Standardtitel umfassenden Deutschen Aktienindex teilzuhaben war in der Vergangenheit eine lukrative Angelegenheit. In den elf Jahren zwischen Anfang 1990 und Ende 2000 legte das Marktbarometer von 1.790,37 auf 6.433,61 Punkte zu, was einer Verdreieinhalbfachung oder einer jährlichen Durchschnittsrendite von veritablen 9,05 Prozent entspricht. Da bleibt nur die Frage, wie ein Anleger mit seinem

Depot genau diese Wertentwicklung abbilden konnte – schließlich ist der DAX keine Aktiengesellschaft, sondern ein synthetisches Produkt, ein Index, den man schlecht „kaufen“ kann.

Es gibt zwei Lösungsmöglichkeiten. Die erste besteht darin, sich die Gewichtungen der 30 Aktien, der im DAX enthaltenen Unternehmen – diese findet man beispielsweise auf der Internet-Homepage der Deutschen Börse – anzuschauen und von seinem Anlagekapital, beispielsweise € 100.000, genau 11,6 Prozent in Anteilscheine der Deutschen Telekom zu investieren, genau 5,33 Prozent in DaimlerChrysler-Aktien, 5,14 Prozent in E.ON-Titel, 4,44 Prozent in Bayer-Papiere usw., bis alle 30 Aktien im Depot sind. Ein mühsames und langwieriges Unterfangen, mit dem man den DAX obendrein nie exakt nachbilden wird. Schließlich müsste man beispielsweise bei einem E.ON-Kurs von € 59,50 getreu der Gewichtung genau 86,387 Aktien kaufen, und „gebrochene Aktien“ sind (noch) nicht verfügbar.

Die zweite Lösung ist deutlich einfacher: Man kauft ein DAX-Zertifikat, beispielsweise das „DAX Direkt 2005“ der Deutschen Bank (WKN 370 104), und kann sicher sein, bis 2005 exakt an der hoffentlich weiterhin positiven Entwicklung des DAX zu partizipieren.

Wie das genau funktioniert, wird in diesem Kapitel eingehend erklärt; vorab zum besseren Verständnis und zur Abgrenzung eine Definition dessen, was in diesem Buch als „Zertifikat“ bezeichnet wird – sicherlich etwas theoretisch anmutend, aber bestens geeignet, um im weiteren Verlauf die spezifischen Merkmale dieses Anlageinstruments sukzessive zu erläutern:

**Zertifikate** (im Sinne dieses Buches) sind

- frei **handelbare**,
- in ihrer **Laufzeit begrenzte** oder **unbegrenzte**,
- von **Banken** begebene **Anleihen**
- **ohne laufende Erträge** und
- mit **variablem laufenden Wert** bzw. **Rückzahlungsbetrag**,
- der an die **Kursentwicklung eines Index** oder „**Korbes**“ mit **mindestens drei anderen Wertpapieren gekoppelt** ist.

## Zertifikate sind Anleihen

Wie oben schon angesprochen worden ist, lassen sich (fast) alle Finanzinnovationen auf die „klassischen“ Instrumente Aktie und Anleihe zurückführen. Dies ist bei Zertifikaten nicht anders – Zertifikate sind im Grundsatz Anleihen.

Diese Aussage mag zunächst etwas verwirrend klingen, insbesondere vor dem Hintergrund, dass oben schon von Zertifikaten auf den Deutschen Aktienindex DAX die Rede war. Der Anleihencharakter wird allerdings schnell ersichtlich, wenn man sich vor Augen führt, dass Zertifikate dergestalt funktionieren, dass man heute von einer Bank für einen Geldbetrag  $x$  ein Zertifikat erhält, welches man zu einem späteren Zeitpunkt gegen – wünschenswerterweise – mehr Geld an die Bank zurückgibt. In der Zwischenzeit kann die Bank mit dem erhaltenen Geld wirtschaften, aber dieses Geld ist eben kein permanentes Eigenkapital, wie es durch eine Aktie verbrieft wird, sondern die Bank muss spätestens bei Fälligkeit des Zertifikats eine Rückzahlung leisten. Die Höhe dieser Rückzahlung und die Frage, wonach der Rückzahlungsbetrag sich bemisst, spielen bei dieser theoretischen Betrachtung zunächst keine Rolle.

Dass Zertifikate grundsätzlich Anleihen darstellen, ist außerdem daran zu erkennen, dass sie keinerlei Aktionärsrechte verbrieften. Der Inhaber eines DAX-Zertifikats partizipiert zwar an der Kursentwicklung des DAX und damit der 30 wichtigsten deutschen Aktien, hat jedoch keine Handhabe, auf den Hauptversammlungen der DAX-Gesellschaften ein wie auch immer bemessenes Stimm- oder Rede-recht wahrzunehmen. Und wenn wirklich einmal eine im DAX enthaltene Gesellschaft liquidiert werden sollte (der Aktionär dieses Unternehmens erhält in diesem Fall den seiner Quote am Grundkapital entsprechenden Anteil am Liquidationswert), kann der Zertifikate-Inhaber keinerlei Eigentumsrechte geltend machen.

Dies ist allerdings kein wirklicher Nachteil – angesichts des geringen Gewichts nimmt ohnehin kaum ein Privatanleger seine Stimmrechte in Hauptversammlungen wahr, und bei den von Zertifikaten abgebildeten

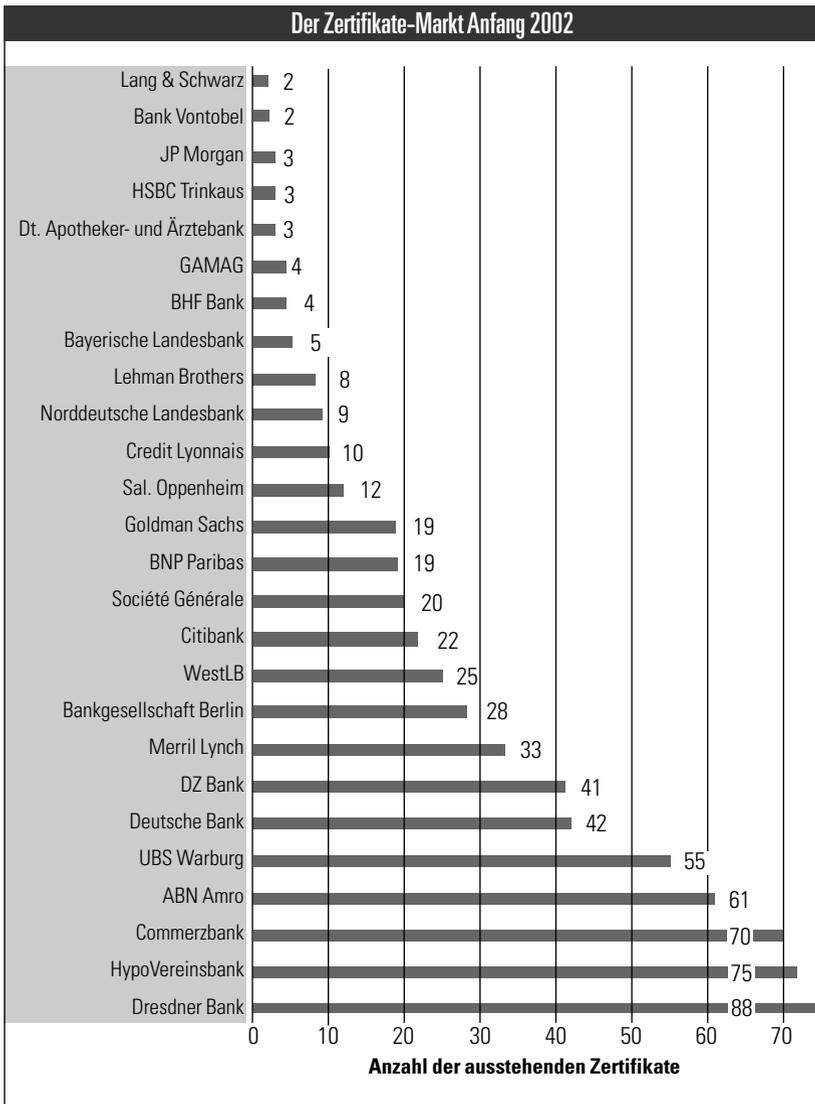
Aktien und Indizes sind auch Liquidationen sehr unwahrscheinlich, ausgenommen vielleicht einige in speziellen Papieren enthaltene Technologie- oder Medien-Aktien, von denen inzwischen einige zur Beute des Pleitegeiers geworden sind. Der einzige Aspekt, bei dem das Fehlen von Aktionärsrechten sich für den Zertifikate-Inhaber handfest in der Rendite niederschlagen kann, ist die Behandlung von Dividenden; ein Thema, das weiter hinten unter „Kosten und Gebühren“ erläutert wird.

Wenn Zertifikate also Anleihen darstellen, gewinnt hingegen ein anderer Aspekt an Bedeutung: die Bonität, sprich die Zahlungsfähigkeit des Schuldners. Die beste Wertentwicklung eines Zertifikats nutzt schließlich wenig, wenn der Emittent am Ende der Laufzeit mangels Mittel die Rückzahlung schuldig bleibt. Doch auch in diesem Punkt ist Gelassenheit angesagt: Wie die Grafik<sup>2</sup> auf der folgenden Seite zeigt, werden Zertifikate von etablierten Banken aufgelegt, bei denen eine Zahlungsunfähigkeit höchst unwahrscheinlich ist. Oder, etwas zynisch gesprochen, wenn die Deutsche Bank oder die Commerzbank ihren Zahlungsverpflichtungen nicht mehr nachkommen könnten, wäre dies eine derartige Bedrohung für die Volkswirtschaft, dass die ausbleibende Rückzahlung eines Zertifikats nur mehr ein unwesentlicher Zusatzschaden wäre. Und kommt wirklich einmal ein Institut in ärgere Turbulenzen, existieren in Deutschland zahlreiche Mechanismen, um einen Schaden für Anleger und Gläubiger zu vermeiden. So kritisch also die Situation beispielsweise momentan bei der Bankgesellschaft Berlin auch sein mag – kein Zertifikate-Inhaber muss ernsthaft befürchten, dass das zu großen Teilen im Eigentum der öffentlichen Hand stehende Institut Bankrott geht und die Zertifikate somit verfallen. Die Praxis mancher Depotbanken, aus Risikogründen keine Aufträge mehr für Emissionen der Bankgesellschaft Berlin auszuführen, darf somit getrost als Panikmache eingestuft werden oder als (sehr durchsichtiger) Versuch, sich eines unliebsamen Konkurrenten zu entledigen.

Die Sicherheit in Bezug auf die Emittenten gilt auch für ausländische Häuser wie die Société Générale oder den Crédit Lyonnais. Ge-

---

<sup>2</sup> Stand Januar 2002. Berücksichtigt wurden nur Papiere mit einer Restlaufzeit von mindestens sechs Monaten.



rade das letztgenannte Institut ist Beleg für diese These: Durch zahlreiche notleidend gewordene Großkredite stand das französische Geldhaus Mitte der 90er Jahre mehrfach kurz vor dem Zusammenbruch, konnte allerdings durch großzügige Finanzspritzen des französischen Staates, der für den Fall einer Zahlungsunfähigkeit der Bank zu Recht

dramatische volkswirtschaftliche Turbulenzen befürchtete, inzwischen erfolgreich saniert werden.

Vorsicht ist hingegen angebracht bei Zertifikate-Emittenten wie Lang & Schwarz oder GAMAG German Asset Managers, die keine Vollbanken, sondern lediglich sogenannte Wertpapierhandelsbanken oder Finanzdienstleister sind. Für diese Unternehmen greifen kaum Sicherungsmechanismen, so dass der Anleger bei einer Schieflage schnell mit leeren Händen dastehen könnte. Und bei kleinen Maklergesellschaften, die in der Regel nur über wenige und stark von der allgemeinen Börsenstimmung abhängige Ertragsfelder verfügen, kann eine derartige existenzbedrohende Situation naturgemäß wesentlich schneller auftreten als bei etablierten Großbanken. Zwar wollen wir ausdrücklich betonen, dass wir keinem der genannten Unternehmen augenblicklich eine derartige Finanzkrise unterstellen; dennoch halten wir Engagements in den Papieren von Lang & Schwarz und GAMAG unter dem Aspekt des Bonitätsrisikos für nicht empfehlenswert – denn anders als bei festverzinslichen Wertpapieren, wo einem erhöhten Bonitätsrisiko auch höhere Renditechancen gegenüberstehen, enthalten Zertifikate keine solche Risikoprämie. Obendrein sind die von den beiden genannten Häusern derzeit angebotenen Produkte ("Top-Pick-Baskets" auf den Neuen Markt sowie Discount-Zertifikate bzw. Hedfund-Zertifikate) derart unattraktiv, dass ein Kauf ohnehin nicht erwogen werden sollte.

Doch auch wenn an dieser Stelle gerade angesichts der Attraktivität von Zertifikaten keinem Emissionshaus ernsthaft eine fehlende Absicht zur Fortführung des Zertifikate-Geschäfts nachgesagt werden soll, ist der Investor sicherlich besser beraten, wenn er sich bei der Auswahl seiner Papiere an die Marktführer hält. Doch welches sind die führenden Institute? Einen ersten Anhaltspunkt bietet die Graphik auf Seite 27, in der für jede Bank die Anzahl der momentan ausstehenden unterschiedlichen Zertifikate dargestellt ist. Grundsätzlich gilt dabei: Je mehr Zertifikate eine Bank begeben hat, desto geringer ist das Risiko einer mittelfristigen Geschäftsaufgabe. Bei Instituten, die nur wenige Zertifikate begeben haben oder die erst vor kurzem in diesen Markt

eingestiegen sind, besteht hingegen die Gefahr, dass diese ihr Geschäft wieder einstellen werden, wenn der erwartete Erfolg bzw. Ertrag ausbleibt.

Allerdings ist die Aussagekraft der reinen Anzahl an aufgelegten Produkten begrenzt, denn wenn ein Bankhaus zwar 30 Zertifikate im Markt hat, hinter jedem Papier jedoch nur ein Volumen von wenigen Millionen Euro steht, ist das für den Emittenten nicht gerade ein wirtschaftlicher Erfolg. Nötig wären also eigentlich exakte Informationen über das ausstehende Volumen der jeweiligen Zertifikate bzw. über das Gesamt-Volumen, das die Emissionsbanken auf sich vereinigen. Diese Zahlen (die natürlich im Jahresverlauf stark schwanken können) gehören indes leider zu den am besten gehüteten Geheimnissen der "Zertifikate-Macher", was ja auch durchaus verständlich ist – schließlich möchte man sich gerade angesichts des härter gewordenen Wettbewerbs nicht von den Konkurrenten in die Karten schauen lassen.

