

Discount-Zertifikate Risikopuffer und begrenztes Gewinnpotential

Hannes Peterreins

Zu den erfolgreichen Finanzinnovationen der letzten Zeit gehören Aktienanleihen, bieten sie doch Kupons von bis zu 18% bei überschaubarem Risiko. Eine andere Art innovativer Finanzprodukte, die sog. Discount-Zertifikate, fristeten hingegen bisher ein Schattendasein. Dabei weisen sie ein völlig analoges Risiko-Rendite-Profil wie Aktienanleihen auf: Beide Male ist der Gewinn nach oben beschränkt, dafür erhält der Investor eine Prämie, die diese Finanzprodukte attraktiv macht.

Der psychologische Unterschied besteht darin, dass Aktienanleihen mit sagenhaft hohen Kupons werben können, während Discount-Zertifikate den meisten Anlegern ein Buch mit sieben Siegeln sind. Dabei sind die hohen Kupons, objektiv betrachtet, eher ein Nachteil, da sie voll zu versteuern sind. Discount-Zertifikate hingegen generieren keinerlei steuerpflichtige Einkünfte, sofern sie nicht innerhalb der Spekulationsfrist verkauft werden.

Discount-Zertifikate beziehen sich immer auf eine Aktie bzw. einen Aktienindex, dem sog. Underlying. Wesentliche Merkmale sind ferner eine begrenzte Laufzeit, ein Bezugsverhältnis, sowie eine Obergrenze (englisch „Cap“).

Das DAX-Discount-Zertifikat der Commerzbank z.B. läuft bis zum 12.12.2000 und hat einen Cap von 6000. Hätte man dieses Zertifikat am 19.10.99 gekauft, so hätte man dafür ohne Gebühren 494,01 Euro bezahlen müssen, ein herkömmliches DAX-Zertifi-

kat hätte rund 525 Euro gekostet. Ersteres erhält man also deutlich billiger, nämlich mit einem Abschlag von 30,99 Euro pro Stück oder 5,9%. Diesen Abschlag erhält der Anleger, da er nur ein begrenztes Gewinnpotential von maximal 21,5% besitzt. Bei einem herkömmlichen DAX-Zertifikat ist das Gewinnpotential hingegen nach oben offen.

Am besten versteht man die Wirkungsweise eines Discount-Zertifikats, wenn man sich überlegt, wie viel es zum Laufzeitende wert sein wird. Der Wert des DAX-Discount-Zertifikats der Commerzbank zum 12.12.2000 ist abhängig vom DAX-Stand zu diesem Zeitpunkt:

Liegt der DAX am 12.12.2000 unter 6000, z.B. bei 5900, so erhält der Investor einen Betrag von 590,— Euro pro Zertifikat zurück. Er würde also einen Gewinn von

$$590,00 - 494,01 = 95,99 \text{ Euro}$$

verbuchen können, das sind 19%.

Hätte er ein herkömmliches DAX-Zertifikat gekauft, so wäre der Gewinn

$$590,00 - 525,00 = 65,00 \text{ Euro} \text{ oder } 12,4\%.$$

Der Abschlag beim Discount-Zertifikat verbessert also deutlich die Rendite, sofern der DAX unter der Obergrenze von 6000 bleibt. Besonders angenehm ist dieser Effekt bei einem seitwärts oder leicht nach unten gehenden Markt. Bleibt nämlich der DAX bis zum 12.12.2000 in etwa unverändert bei 5250, so würde mit einem herkömmlichen DAX-Zertifikat kein Gewinn zu erzielen sein. Das Discount-Zertifikat hingegen brächte

$$525 - 494,01 = 30,99 \text{ Euro} \text{ oder } 6,3\%.$$

Man spricht hier von einem „Risikopuf-

G rundbegriffe des Optionsgeschäftes

Eine Aktienoption ist das Recht

- ▶ eine Aktie oder einen Aktienindex (das sog. Underlying)
- ▶ bis zu einem bestimmten Termin in der Zukunft (der Fälligkeit)
- ▶ für einen fest ausgemachten Preis (dem sog. Basispreis oder Strike)
- ▶ zu kaufen oder zu verkaufen.

Dabei heißt das Recht, eine Aktie zu kaufen, Kaufoption oder Call; das Recht, eine Aktie zu verkaufen, heißt Verkaufsoption oder Put. Die englische Sprechweise hat sich inzwischen eingebürgert.

Die Optionsprämie hängt in erster Linie von dem Kurs der zugrunde liegenden Aktie ab. So wird ein Call steigen oder fallen, je nachdem ob das Underlying steigt oder fällt. Ein Put hingegen verhält sich gegenläufig zum Underlying, d.h. er steigt, wenn das Underlying fällt, und umgekehrt.

Mit einer Option kauft man sich also ein Recht, während der Verkäufer eine Verpflichtung eingeht. Dafür wird der Optionsverkäufer durch eine Prämie entschädigt. Einen liquiden Markt für den Handel von Optionen auf die wichtigsten deutschen Aktien, auf den DAX, sowie auf europäische Aktienindizes, bietet die Eurex (vormals DTB).

Was dem Laien zumeist seltsam erscheint, ist, dass er an der Eurex etwas verkaufen kann, was er nicht zuvor gekauft haben muss. Im Derivate-Handel ist dies aber nichts Ungewöhnliches. Ein privater Investor kann an der Terminbörse z.B. Calls auf Mannesmann verkaufen, was nichts anderes bedeutet, als dass er gegen eine Prämie die Verpflichtung eingeht, gegebenenfalls zu einem bestimmten Termin Mannesmann-Aktien zu einem festgelegten Preis zu verkaufen.

Den Verkauf von Optionen, ohne sie zuvor gekauft zu haben, nennt man im Fachjargon Short-Positionen. So hat der Verkäufer von Calls eine Short-Call-Position.

fer“ oder Rabatt-Effekt. Steigt der DAX allerdings bis zum 12.12.2000 deutlich über 6000, sagen wir z.B. auf 6500, so würde das Discount-Zertifikat der Commerzbank „nur“

$$600 - 494,01 = 105,99 \text{ Euro} \text{ oder } 21,5\% \text{ bringen.}$$

Beispiele für Discount-Zertifikate

Zertifikat/Emittent	WKNR	Laufzeit	Bezugsverhältnis	Cap	Kurs am 19.10.99	Kurs des Underlyings	Discount	Maximaler Gewinn
DAX (CoBa)	350843	12.12.00	1/10	6000	494,01	5248,58	5,9%	21,5%
EuroStoxx50 (CoBa)	350556	08.09.00	1/10	4300	355,30	3634,98	2,3%	21,0%
Nemax 50 Bloc (GS)	595107	15.09.00	1/100	5500	34,52	3648,60	5,4%	59,3%
Allianz (WDR)	787161	15.01.01	1/1	350	257,29	275,50	6,6%	36,0%
SAP Vz. (CoBa)	198415	13.12.00	1/1	450	345,54	403,00	14,3%	30,2%
EM.TV (WDR)	784824	15.09.00	25/1	40	775,68	43,50	28,7%	28,9%

(CoBa = Commerzbank, GS = Goldman Sachs, WDR = Warburg Dillon Read)

Dies ist der maximal zu erzielende Gewinn dieses Discount-Zertifikats. Ein herkömmliches DAX-Zertifikat hingegen hätte

650 - 525 = 125 Euro
oder **23,8%** gebracht.

■ Discount-Zertifikate sind kombinierte Produkte

Discount-Zertifikate versteht man, wenn man sieht, dass sie eigentlich immer aus zwei separaten Geschäften bestehen:

1. Kauf des Underlyings (z.B. eines herkömmlichen DAX-Zertifikats)
2. Verkauf eines Calls

Theoretisch sind deswegen Discount-Zertifikate auch unnötig, da ein Investor sie durch diese zwei Börsengeschäfte nachbilden kann, den Kauf des Underlyings und den Verkauf einer entsprechenden Kaufoption.

So ließe sich das DAX-Discount-Zertifikat der Commerzbank replizieren durch den Kauf eines DAX-Zertifikats und den Verkauf eines DAX-Calls an der deutsch/schweizerischen Terminbörse Eurex (für eine Erklärung der Grundbegriffe des Optionsgeschäftes vgl. den Kasten unten). Diese Art kombinierter Geschäfte nennt der Finanzexperte „Short-Call-Strategie“.

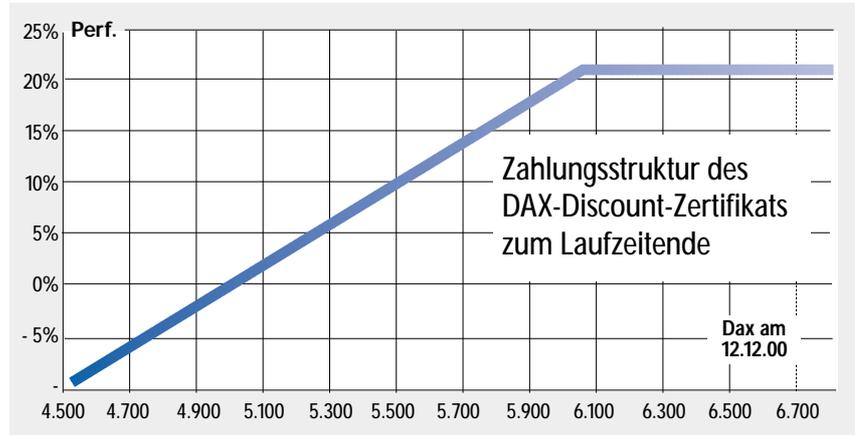
Als Berechnungsschema für den fairen Preis des DAX-Discount-Zertifikats ergibt sich

Preis des DAX	5.248,—
- Preis des DAX-Calls	
6000, 12.12.2000	- 367,—
Zwischenergebnis	4.881,—
*Bezugsverhältnis	0,1

Fairer Preis des Discount-Zertifikats 488,10

Man sieht, dass das Discount-Zertifikat für 494,99 deutlich teurer ist als der berechnete faire Preis, nämlich um 1,2%.

Allerdings ist das obige Berechnungsschema noch um eine steuerliche Komponente zu erweitern. Wie gesagt, sind Discount-Zertifikate, sofern sie länger als zwölf Monate gehalten



werden, steuerfrei. Werden hingegen Optionsprämien vereinnahmt, so sind sie als Einkünfte aus sonstigen Leistungen in der Anlage KSO anzugeben.

Geht man z.B. von einem durchschnittlichen Steuersatz von 30% aus, so ergibt sich folgender fairer Preis des Discount-Zertifikats nach Steuern:

Preis des DAX	5.248,—
- Preis des DAX-Calls	
6000, 12.12.2000	- 367,—
+ 30% von 367,—	+ 110,10
Zwischenergebnis	4.991,10
*Bezugsverhältnis	0,1

Fairer Preis des Discount-Zertifikats 499,11

Nach dieser Rechnung läge der faire Preis des DC bei 499,11 Euro, und damit etwas höher als der Preis von 494,99 Euro, den es am 19.10.99 gekostet hat. Es gibt aber dennoch Argumente, anstelle von Discount-Zertifikaten lieber direkt die sog. Short-Call-Strategie zu verwirklichen. Erstens fallen weniger Transaktionskosten an, wenn man sich eine Aktie oder ein Index-Zertifikat einmal ins Depot legt, im Vergleich zu Discount-Zertifikaten, die fast jährlich neu erworben werden müssen.

Zweitens kann die Short-Call-Strategie sehr individuell den Anlegerbedürfnissen angepasst werden. Der Investor kann so selber die Gewinnobergrenze und den Risikopuffer festlegen, entsprechend seinen Vorstellungen bzw. seiner Risikoneigung. Bei einem Discount-Zertifikat hat er hingegen kaum

individuelle Gestaltungsmöglichkeiten.

Der dritte und wichtigste Grund besteht darin, dass bei Discount-Zertifikaten implizit sehr langlaufende Calls verkauft werden. In Modellrechnungen zeigt sich jedoch, dass die Short-Call-Strategie meistens dann am profitabelsten ist, wenn möglichst kurzlaufende Optionen verkauft werden.

Der Vorteil bei Discount-Zertifikaten ist, dass man sie schon ab relativ geringen Investitionssummen kaufen kann. Zur direkten Verwirklichung der Short-Call-Strategie benötigt der Anleger hingegen mindestens 100.000 DM.

Zusammenfassend lassen sich Discount-Zertifikate für Anleger empfehlen, die ein Investment wünschen, das etwas weniger riskant ist als ein direkter Aktien- bzw. Indexkauf, und dafür bereit sind, Gewinnpotential nach oben abzugeben. Er sollte verstehen, dass es sich dabei um ein kombiniertes Geschäft handelt, wie es auch der sog. Short-Call-Strategie zu Grunde liegt.

Noch empfehlenswerter ist es jedoch im Allgemeinen, die Short-Call-Strategie direkt zu verwirklichen. Auch hier schneidet der Investor Gewinnpotential nach oben ab und kassiert dafür eine Prämie, hat aber zusätzlich individuelle Gestaltungsmöglichkeiten. **V&S**

*Dr. Dr. Hannes Peterreins, Portfolio-Consultant in München, berät in allen Fragen der Vermögensanlage auf Honorarbasis.
Tel.: 089/6 99 89 480*

Folgende Tabelle zeigt, dass der Investor unter Berücksichtigung der steuerlichen Komponente teils besser, teils schlechter fährt, Discount-Zertifikate zu kaufen, im Vergleich zur Nachbildung durch zwei kombinierte Geschäfte.

Zertifikat	WKNR	Laufzeit	Cap	Kurs am 19.10.99	Fairer Preis vor Steuern	Aufpreis	Fairer Preis nach Steuern	Aufpreis
DAX (CoBa)	350843	12.12.00	6000	494,01	488,07	1,2%	499,10	-1,0%
EuroStoxx50 (CoBa)	350556	08.09.00	4300	355,30	351,00	1,2%	354,75	0,2%
Nemax 50 Bloc (GS)	595107	15.09.00	5500	34,52	34,01	1,5%	34,75	-0,7%
Allianz (WDR)	787161	15.01.01	350	257,29	247,00	4,2%	255,55	0,7%
SAP Vz. (CoBa)	198415	13.12.00	450	345,54	334,49	3,3%	355,05	2,7%
EM.TV (WDR)	784824	15.09.00	40	775,68	735,49	5,5%	841,09	-7,8%