

# Wie schlecht sind Zertifikate wirklich?

Eine Reihe vermeintlich sicherer Papiere hat dem **Stresstest** der jüngsten Korrektur nicht standgehalten. Die Emittenten sind in der Kritik. Zeit für eine umfassende Bestandsaufnahme – und für neue Ideen.

von Jens Castner

**F**rankfurts Investmentbanker sind dünnhäutig geworden. Von Wortspielen wie „Kapitalschutz- oder Kapitalschutzprodukte?“, über die bis vor Kurzem noch herzlich gelacht wurde, will in der Emittentenszene niemand mehr etwas wissen. Die neue Empfindsamkeit hat einen Grund: Die Zertifikatebranche steht vor einer ernsten Bewährungsprobe.

In der scharfen Börsenkorrektur der vergangenen Wochen verfielen Knock-out-Produkte reihenweise wertlos, liefen die Hotlines der Emittenten heiß, brachen vereinzelt sogar die Handelssysteme zusammen.

Selbst vermeintlich stressresistente Teilschutzprodukte wie Bonuszertifikate fielen unter die eingezogenen Sicherheitsbarrieren. Die Tageszeitung „Die Welt“ will ein „Mas-

sensterben am Zertifikatemarkt“ ausgemacht haben.

Doch nicht nur die trügerische Sicherheit der häufig beschworenen Risikopuffer bei Bonus- und Discountzertifikaten steht in der Kritik. Auch Produkte mit vollständiger Kapitalgarantie geraten zunehmend in Verruf. Das „Manager-Magazin“ wartete mit einem mehrseitigen Verriß unter dem Titel „Die Bank ge-

winnt immer“ auf, in dem den Emittenten Abzocke vorgeworfen wird.

## Was ist dran an den Vorwürfen?

Um es kurz zu machen: Nichts wird so heiß gegessen, wie es gekocht wird. Wer Derivate richtig einsetzt, kommt auch sicher durch eine etwas schärfere Börsenkorrektur. Nur tun das eben die wenigsten Anleger.

„Wenn ein Depot zu 60, 70 Prozent

aus Zertifikaten besteht, haben Sie ein Klumpenrisiko, selbst wenn Sie mit verschiedenen Produkten unterschiedlicher Emittenten breit diversifiziert haben“, warnt Vermögensverwalter Martin Wilhelm vom Institut für Kapitalmarkt (IfK) in Kiel.

Als Hauptproblem hat er die stärkeren Kursschwankungen identifiziert, denen der Aktienmarkt in den zurückliegenden Wochen unterworfen war. „Die meisten Zertifikate sind gekauft worden, als die Volatilität niedrig war. Jetzt ist sie gestiegen, und schon zeigt sich, dass der eine oder andere Anleger die Mathematik hinter den Produkten nur unzureichend versteht.“

Konstruktionen wie Bonus-, Discount- und Garantiezertifikate sind stets an Optionen gekoppelt, deren Preise eigenen Gesetzen folgen. Zusätzlich zur Kursentwicklung des Basiswerts – also der zugrunde liegenden Aktien – haben auch die Volatilität und die Zinssituation einen nicht unerheblichen Einfluss auf die Optionspreise. Bei vielen Zertifikaten hat das laut Wilhelm den Effekt, dass „sie die Aufwärtsbewegung nur gebremst, die Talfahrt aber voll mitgemacht haben“.

Damit wird der eigentliche Grundgedanke der Geldanlage in Zertifikate konterkariert. Das Gros der Anleger legt sich schließlich Derivate mit Risikopuffern zu, um das



Ein Teil der Anleger hat die **Mathematik** hinter den Produkten nur unzureichend verstanden

Martin Wilhelm,  
Institut für Kapitalmarkt

Depot weniger schwankungsanfällig zu machen. „Wenn aber schon ein kleiner Sturm – wie zuletzt – das ganze Portfolio ins Wanken bringt, wie soll es dann erst einem Orkan standhalten?“, fragt Vermögensverwalter Wilhelm.

Um das Depot auch in stürmischen Zeiten auf Kurs zu halten, sind einige Grundregeln zu beachten. Zunächst sollten die Risikopuffer ausreichend gewählt sein, was in der langen Phase niedriger Volatilität offenbar in Vergessenheit geraten ist. 50 Prozent sind besser als 30. Zuletzt begnügten sich viele Anleger

aber mit 15 oder 20 Prozent, was ihnen letztlich zum Verhängnis wurde. Jetzt den Banken, die solche Produkte emittiert haben, den Schwarzen Peter zuzuschieben, halten selbst unabhängige Experten wie Adolf Ropeter von Independent Derivatives Consulting (IDC) für übertrieben (siehe Interview Seite 31).

„Wir emittieren nur das, was der Markt nachfragt“, sagt denn auch Commerzbank-Sprecher Ralph Stemper. Überhaupt, von einer Krise in der Branche könne keine Rede sein. In der hektischen Marktphase nach dem IKB-Skandal hat Stemper „um

30, in der Spitze sogar um 50 Prozent höhere Umsätze“ registriert als in ruhigen Börsenzeiten. „Und da waren nicht nur Verkäufer dabei, sondern auch genügend Leute, die gekauft haben.“

**Für Missverständnisse** bei Investoren sorgt häufig der Anlagehorizont. Denn die an Zertifikate angehängten Optionen entfalten ihre Wirkung immer erst am Ende der Laufzeit. Auch Garanteprodukte können zwischenzeitlich unter ihren Ausgabepreis (und damit unter den garantierten Rückzahlungsbetrag) rutschen, Bonus- und Discountzertifikate bewegen sich aus diesem Grund oft träger nach oben als die zugrunde liegenden Aktien.

Liegt der Fälligkeitstermin des Zertifikats weit in der Zukunft – beispielsweise Ende 2012 –, reagiert der Kurs oft stärker auf Änderungen der Zinsen oder der Volatilität als auf die Entwicklung des Basiswerts. Zum Traden sind Kapitalschutzprodukte deshalb meist nicht geeignet. In der Regel sollten sie bis zum Fälligkeitstermin gehalten werden.

Ein weiterer Punkt, auf den Anleger achten sollten, sind die Gebühren. Verlangt der Emittent für ein Garantiezertifikat beispielsweise zwei Prozent Ausgabeaufschlag, können

diese zwei Prozent durchaus verloren gehen, wenn sich der zugrunde liegende Basiswert nicht in die gewünschte Richtung entwickelt. Der Ausgabeaufschlag ist von der Kapitalgarantie stets ausgenommen. Hinzu kommt, dass die Gebühren nicht immer in Form eines Ausgabeaufschlags sichtbar sind. „Die Strukturierungsprozesse für Zertifikate kosten im Schnitt drei Prozent“, sagt Vermögensverwalter Wilhelm.

Das heißt: Auch wenn der Emittent auf einen Ausgabeaufschlag verzichtet, gibt es das Zertifikat nicht umsonst. Kritiker sprechen dann – nicht ganz zu Unrecht – von versteckten Gebühren.

**Anleger können den Banken** hier ein Schnippchen schlagen, indem sie ältere, „gebrauchte“ Produkte kaufen. Denn die Marge für die Emittenten nimmt mit der Laufzeit immer mehr ab. Während der Zeichnungsphase und kurz nach der Emission sind die Gebühren am höchsten, nach neun Monaten meist nur noch mikroskopisch klein. Das langsame Entweichen der Marge aus dem Kurs ist im Übrigen auch der Grund, warum viele Produkte in den Wochen nach der Emission unter den Ausgabepreis fallen, obwohl der zugrunde liegende Index steigt.

Wer „gebrauchte“, also neun bis zwölf Monate alte Produkte kauft, zahlt nicht nur weniger Gebühren, sondern umgeht automatisch noch eine weitere Fußangel: Modethemen. „Ein WM-2006-Zertifikat ist heute kaum mehr absetzbar, obwohl es vielleicht sogar sinnvoller wäre, es jetzt zu kaufen, vor allem, wenn es billiger zu haben ist“, sagt IfK-Experte Wilhelm. „Jetzt werden aber Themen wie die Olympischen Spiele 2008 in Peking gespielt.“

Wilhelm rät Anlegern deshalb, sich nicht von Namensgebungen blenden zu lassen, sondern nüchtern und ökonomisch an die Sache heranzugehen – was übrigens bei allen Geldanlagen gelten sollte.

**„Kaufe nur, was du verstehst“** – der alte Lehrsatz von Börsenguru Warren Buffett gilt für den Derivatemarkt ganz besonders. Willkürlich zusammengewürfelte Aktienportfolios, die nur unter gewissen Voraussetzungen (beispielsweise, dass nur fünf von 30 Aktien an einem bestimmten Stichtag unter einer vorher festgelegten Kursschwelle notieren dürfen) überhaupt Rendite bringen, sind häufig selbst für Profis undurchsichtig. Die Auswahl von 30 Aktien suggeriert Anlegern eine möglichst breite Risikostreuung, dabei steigt die Wahrscheinlichkeit, fünf faule Eier zu erwischen, mit der Anzahl der Titel immer mehr an.

Leider sind es aber genau solche, an bestimmte Aktienbaskets gekoppelte Produkte, die in großen Volumina emittiert und unbedarften Anlegern am Bankschalter ins Depot gedrückt werden. Wer sich hinterher beschwert, bekommt meist zu hören: „Auf die Risiken wurde im Verkaufsprospekt eindeutig hingewiesen.“ Nur hat der oft den Umfang einer Enzyklopädie, ist für Laien unverständlich formuliert und wird deshalb vom Gros der Anleger schlichtweg ignoriert. Wenn es also berechtigte Kritik an den Emittenten gibt, dann die, dass sie jegliche Verantwortung für die Performance ihrer Produkte ablehnen.

### Derivate seien eben vor allem

„für Leute gedacht, die wissen, was sie tun“, sagt Commerzbankler Stemper und verweist auf eine Reihe von

Seminaren, Aufklärungsbroschüren und einschlägiger Fachliteratur, die von den Emittenten größtenteils zum Selbstkostenpreis oder sogar gratis angeboten werden.

Für Anleger, die sich die Produktauswahl selbst nicht zutrauen, hat Euro am Sonntag mithilfe unabhängiger Fachleute und Vermögensverwalter drei Zertifikate-Musterdepots zusammengestellt, die auch eine Schlechtwetterfront einigermaßen glimpflich überstehen sollten.

Denn trotz der Negativpresse der letzten Wochen spricht nichts gegen die Beimischung derivativer Produkte im Portfolio. Gerade jetzt, in einer Phase höherer Volatilität, sei es sinnvoller als noch vor einigen Monaten, sich Zertifikate ins Depot zu legen, räumt selbst Derivate-Skeptiker Wilhelm ein. Allerdings sollten Anleger ein „gesundes Maß“ einhalten, das aus seiner Sicht mit einem Gesamtdepotanteil von mehr als 30 Prozent überschritten wäre.

24159 Kiel - Schilksee  
Jacobsleiter 8  
Tel. 0431 6670404  
Fax 0431 6670405  
ifk@ifk-invest.de

IfK

- die Generation Vermögensverwaltung -



60598 Frankfurt / M.  
Grosser Hasenpfad 25  
Tel. 069 272926 40  
Fax. 069 272926 41  
info@ifk-invest.de