

Strukturierte Produkte - Anlagealternative in einem garstigen Börsenumfeld

- **Strukturierte Produkte bieten sich als Alternative zu direkten Aktienanlagen an. Investoren, die mit steigenden Kursen rechnen und dennoch einen Schutz gegen Kursrückschläge haben wollen, bietet sich mit kapitalgeschützten Produkten auf Aktien, Aktien-Baskets, Indizes oder beispielsweise auf Gold eine attraktive Anlagealternative. Anleger, die mit seitwärts oder nur leicht nach oben tendierenden Märkten rechnen, können mit sog. Discountaktien bzw. -zertifikaten bei reduziertem Risiko zusätzliche Renditen erwirtschaften.**

Ende der goldenen Jahre für Aktienanlagen

Seit geraumer Zeit hängen die Trauben für Aktieninvestoren um einiges höher. Die meisten Aktienindizes für Blue Chips notieren nach teils herben Rückschlägen um einiges unter ihren Höchstständen. Auf den Märkten lastet zum einen die mit den politischen Unruheherden im nahen und mittleren Osten verbundene Unsicherheit. Zum anderen haben eine Reihe amerikanischer Firmen durch verschiedenartige Praktiken der „kreativen Buchhaltung“ das Vertrauen zahlreicher Investoren in verlässliche Geschäftszahlen nachhaltig erschüttert. Hinzu kommt, dass die Bewertungen der meisten Börsen aufgrund der herkömmlichen Bewertungsmaßstäbe, wie Kurs-Gewinn-Verhältnis, Buch-/Kurswert etc., auch bei einer erwarteten Erholung der Gewinne selbst auf dem korrigierten Niveau im historischen Vergleich nicht eben billig sind.

Auch wenn man davon ausgeht, dass Aktien auf dem aktuellen Niveau nicht mehr überbewertet sind, scheinen die Phasen mit hohen zweistelligen Kurgewinnen an den Aktienmärkten der Vergangenheit anzugehören. Eine realistische Einschätzung muss deshalb davon ausgehen, dass sich mit Aktien auf mittlere Frist jährliche Kursavancen von etwa 6% - 8% pro Jahr erzielen lassen – Renditen, die in etwa dem langfristigen historischen Durchschnitt entsprechen. Investoren, welche diese Erträge etwas aufbessern wollen oder aber Aktienanlagen immer noch nicht ganz trauen, bietet sich mit strukturierten Produkten eine Anlagealternative zu direkten Aktienanlagen. Dabei lassen sich insbesondere zwei Arten von strukturierten Produkten unterscheiden, nämlich einerseits kapitalgeschützte Produkte, die sich auf einzelne Aktienindizes oder Aktienbaskets beziehen oder aber sogenannte „Discountaktien“, welche gewissermaßen den Kauf von einzelnen Titeln zu günstigeren Preisen ermöglichen.

Kapitalgeschützte Produkte: Investieren mit Fangnetz

Kapitalgeschützte Aktienanlagen eignen sich grundsätzlich für Investoren, welche steigende Kurse erwarten und dennoch einen Schutz gegen unliebsame Kurstaucher haben möchten. Solche kapitalgeschützten Aktienprodukte gibt es auf einzelne wichtige Aktienindizes, wie beispielsweise SMI, DAX, S&P 500, aber auch auf Aktienbaskets, wie beispielsweise einen Korb von Pharmatiteln oder neuerdings auch auf den Unzenpreis des Goldes.

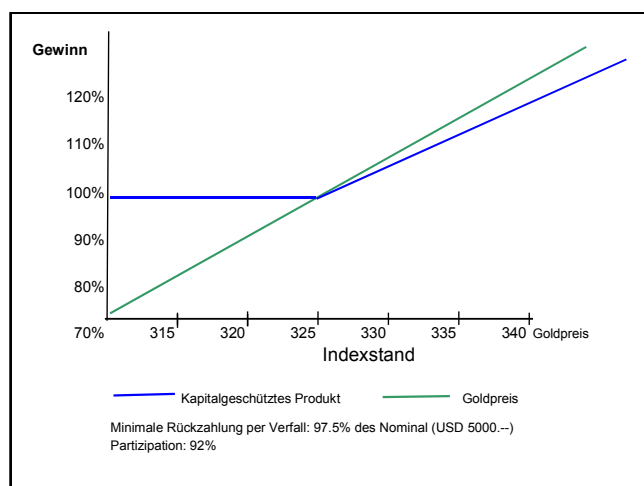
Beispiel kapitalgeschütztes Produkt auf Gold

Das von der ZKB in Dollar emittierte kapitalgeschützte Produkt „Protein“ sichert bei einem Referenzpreis von 325 \$ pro Unze eine Kapitalrückzahlung von 97,5% des Nominalwertes bei einer Laufzeit bis im Mai 2004. Der Käufer dieses Produkts partizipiert ab einem Unzenpreis von 325 \$ zu 92% an einem Goldpreisanstieg. Steigt der Goldpreis beispielsweise bis zum Ende der Laufzeit auf 400 \$ pro Unze (entspricht einem Goldpreisanstieg von 23%), erhält der Investor rund 118,7% des Nominalwertes ausbezahlt.

Bei kapitalgeschützten Produkten handelt es sich um Anlageinstrumente, welche eine Geldmarktanlage mit dem gleichzei-

tigen Kauf einer Call-Option kombinieren. Je nach Ausgestaltung ist das eingesetzte Kapital vollständig (d.h. zu 100%) oder teilweise (i. d. Regel zu 85% bis 95%) gesichert. Der Kapitalschutz ist in dem Sinne nicht gratis, als der Käufer einer kapitalgeschützten Aktienanlage bei einem Kursanstieg nicht zu hundert Prozent, sondern „nur“ zu einem reduzierten Prozentsatz von beispielsweise 92% am Aufschwung partizipiert (siehe Graphik 1).

Graphik 1:
Payoff-Diagramm kapitalgeschütztes Produkt auf den Goldpreis



Grundsätzlich gilt, dass die Partizipation am Kursaufschwung um so höher ausfällt, je tiefer der Kapitalschutz liegt. Kapitalgeschützte Aktienprodukte sind für Investoren vor allem dann interessant, wenn die Volatilitäten vergleichsweise tief sind und *steigende Kurse* erwartet werden.

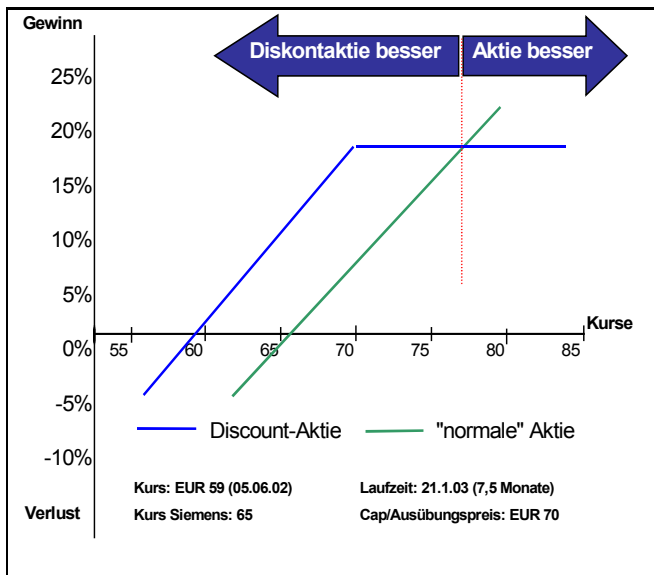
Discountaktien: weniger Risiko bei höherem Ertrag

Eine ganz andere Strategie lässt sich mit sog. Discountaktien verfolgen, die unter den Namen Discountzertifikat, Casuals, Star, Toro, Yos, Boom, Bloc oder Voncore angeboten werden. Technisch betrachtet stellen diese Produkte eine Kombination des Kaufs einer Aktie und des Verkaufs einer Call-Option auf diese Aktie dar. Entsprechend kann ein Investor mit diesem strukturierten Produkt eine Aktie günstiger erwerben als bei einer Direktanlage (vgl. Graphik 2).

Das Risiko nach unten ist aber im Gegensatz zu kapitalgeschützten Produkten nicht begrenzt, da der Käufer von Discountaktien bei fallenden Kursen die Aktie angedient erhält. Steigt umgekehrt der Kurs der Aktie, erhält der Käufer eine Barzahlung, die dem Ausübungspreis der Discountaktie entspricht (vgl. Beispiel Discountzertifikat Siemens). Investitionen in Discountaktien sind für einen Investor vor allem dann interessant, wenn mit *leicht steigenden* Kursen gerechnet wird, wobei auch bei leicht fal-

lenden Kursen noch eine positive Performance erzielt werden kann.

Graphik 2: Payoff-Diagramm Discountzertifikat Siemens



Wird hingegen mit stark steigenden Kursen gerechnet, ist ein Investor mit dem Kauf einer Aktie besser beraten (vgl. Graphik 2). Neben Discountzertifikaten auf einzelne Aktien werden auch solche auf einzelne Indizes (z.B. SMI oder Stoxx) angeboten, welche den Anleger von der Wahl geeigneter Titel entlasten.

Beispiel Discountzertifikat Siemens (Preise per 5.6.02)

Mit einem Discountzertifikat auf Siemens kann eine Siemens-Aktie bei einem aktuellen Kurs von 65 Euro zu einem „Discountpreis“ von 59 Euro erworben werden. Das Discountzertifikat weist einen Ausübungspreis von 70 Euro auf, d.h. der Käufer erhält am Ende der Laufzeit 70 Euro – oder falls der Kurs unter 70 Euro liegt – eine Siemens Aktie. Bei einer Laufzeit des Zertifikats bis zum 21. Januar 2003 lässt sich eine maximale Rendite von 18,6% (bzw. 29,7% auf Jahresbasis) erzielen, falls der Aktienkurs auf mindestens 70 Euro steigt. Um die gleiche Rendite mit einem direkten Aktienkauf zu erzielen müsste die Siemens-Aktie im gleichen Zeitabschnitt auf über 77 Euro steigen. Fällt die Siemens-Aktie ist der Investor mit dem Kauf eines Discountzertifikats in jedem Falle besser bedient und erzielt eine positive Rendite, so lange der Siemens Kurs nicht unter 59 Euro fällt.

Je höher die Volatilität, desto grösser ist das zusätzliche Gewinnpotential, das mit Discountzertifikaten im Vergleich zu direkten Aktienanlagen erzielt werden kann. Discountaktien können deshalb insbesondere bei volatilen Wachstumsaktien bzw. Technologietiteln eine sinnvolle, weil auch risikoreduzierende Alternative zum direkten Kauf von Aktien darstellen. Da das Risiko nach unten wie bei gewöhnlichen Aktien nicht begrenzt ist, sollte allerdings nur dann in eine Discountaktie auf Technologietitel investiert werden, wenn die fundamentale Bewertung stimmt und das Rückschlagspotential als beschränkt eingestuft wird.

Steuernachteile bei Reverse Convertibles

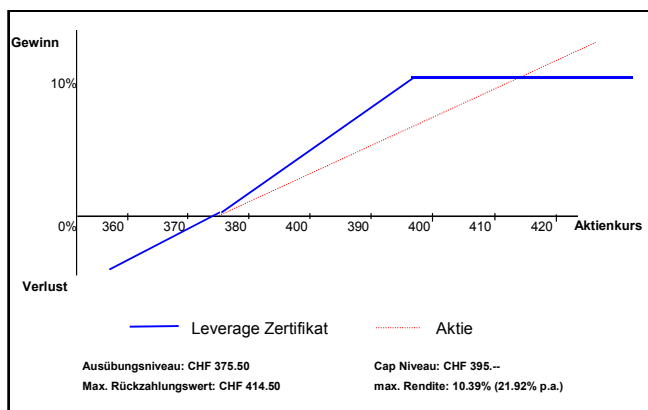
Ähnliche Produkteigenschaften wie Discountzertifikate weisen die sog. „Reverse Convertibles“ auf, die insbesondere unter den Namen Revexus, Goal, Vonti und Runner angeboten

werden. Sie entsprechen der Kombination einer Geldmarktanlage und dem Verkauf einer Put-Option. Der Investor erhält beim Kauf eines Reverse Convertible einen vergleichsweise hohen Coupon, bekommt allerdings die Aktie angedient, falls der Kurs der Aktie unter den Ausübungspreis fällt. Steuerlich weisen diese Produkte im Vergleich zu den Discountaktien einen Nachteil auf, da der Zinsertrag der Geldmarktanlage in der Schweiz versteuert werden muss, während bei Discountaktien nur Kapitalgewinne anfallen, die nicht der Steuer unterliegen.

Kritisches Timing bei Leverage-Zertifikaten

Eine Spielart der Discountzertifikate stellen die sog. Leverage-Zertifikate dar, die unter den Namen Torero, Impact, Power, Von TT und Booster angeboten werden. Bei diesen strukturierten Produkten profitiert der Investor innerhalb einer bestimmten Kursspanne von einer 2-fachen Performance. Diese Produkte sind insbesondere dann attraktiv, wenn ein Investor mit einem raschen, kursmässig aber beschränkten Anstieg rechnet. Dem richtigen Zeitpunkt des Einstiegs (Timing) kommt bei Leverage-Zertifikaten ähnlich wie beim Kauf von Call-Optionen eine grosse Bedeutung zu, da dem überproportionalen Kursanstieg auch ein überproportionaler Kursrückschlag entsprechen kann.

Graphik 3: Payoff-Diagramm für Leverage Zertifikate



Wahl der geeigneten Produkte

Die Wahl geeigneter strukturierter Produkte hängt zum einen von den Markterwartungen des Anlegers und zum andern vom Marktumfeld (Volatilität, Zinsniveau etc.) ab, wie dies nachstehend stichwortartig dargestellt ist.

Übersichtstabelle: Charakteristiken strukturierter Produkte

Erwartung des Anlegers		
leicht steigende Kurse	seitwärts oder leicht steigende Kurse	Steigende Kurse mit Rückschlagspotential
Leverage Zertifikat	Discountaktie	Kapitalgeschütztes Produkt
Timing wichtig, allenfalls überproportionales Rückschlagspotential	wenig attraktiv in haussierenden Märkten	Wenig attraktiv bei sehr hohen Volatilitäten und tiefen Zinssätzen
Kritische Faktoren		