

## **GARANTIE-ZERTIFIKATE** **– CHANCEN OHNE RISIKO?**

Garantiezertifikate bedienen den Wunsch vieler Anleger nach Renditechancen bei gleichzeitiger Sicherheit des eingesetzten Kapitals. Neben der regelmäßig vollständigen Absicherung des Nominalbetrages zum Fälligkeitszeitpunkt ermöglichen diese Finanzprodukte die unbegrenzte – häufig sogar überproportionale – Partizipation an Wertsteigerungen des zu Grunde liegenden Basiswertes.



**Abb. 1: Auszahlung des Zertifikats bei Fälligkeit in Abhängigkeit vom Basiswert**

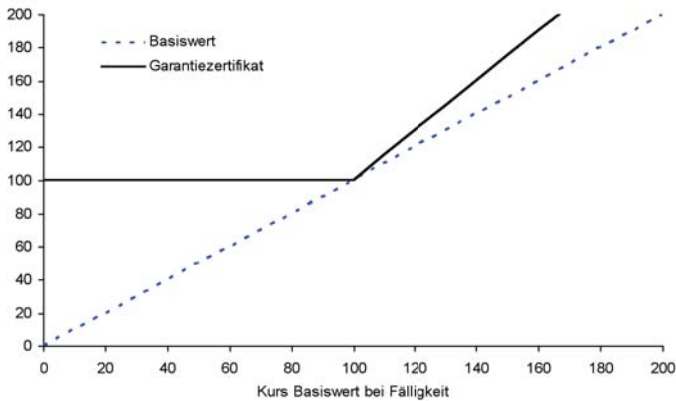


Abb. 1 zeigt das charakteristische Auszahlungsprofil, das das Zertifikat bei Fälligkeit immer besser stellt als den Basiswert. Diese auffällige Eigenschaft wirft die Frage auf, wie Emittenten eine solche Konstruktion realisieren können und was für eine Investitionsentscheidung aus Anlegersicht zu beachten ist.

Neben den genannten Garanziezertifikaten mit unbegrenzter Partizipation existieren weitere Zertifikate mit Kapitalgarantie (z. B. Alpha- oder Express-Zertifikate mit vollständiger Absicherung), die damit ebenfalls als Garanziezertifikate gelten. Im Folgenden wird jedoch der Fokus auf die skizzierten klassischen Strukturen gelegt.

### Welche Komponenten beeinflussen die Ausstattung von Garantie-Zertifikaten?

Zu den wesentlichen Ausstattungsmerkmalen von Garanziezertifikaten zählen:

- > Basiswert (Underlying)
- > Basiskurs
- > Kapitalgarantie
- > Partizipation
- > Laufzeit

Als Basiswerte sind Aktien, Rohstoffe und Währungen – sowohl einzeln als auch in Indizes oder Baskets zusammengefasst – üblich. Der Basiskurs entspricht dem am Emissionstag festgestellten Kurs des Basiswertes. Regelmäßig wird dieser Basiskurs auch

als Kapitalgarantie festgesetzt, d. h. als Betrag, den der Anleger am Ende der Laufzeit mindestens erhält und oberhalb dessen dieser prozentual in Höhe der Partizipationsrate an der Entwicklung des Basiswertes beteiligt ist. Dabei sind je nach Ausgestaltung Partizipationsraten von bis zu 200 Prozent üblich. Variationen von dieser beschriebenen Grundform zeichnen sich etwa durch Kapitalgarantien unter und über 100 Prozent oder die Zahlung eines jährlichen (geringen) Kupons aus.

Bei gegebenem Basiswert und Fälligkeitstag stellt die Partizipation das primär relevante Ausstattungsmerkmal dar. Um deren Höhe zu verstehen, ist ein Blick auf die Bewertung des Zertifikats sinnvoll. Die Grundkonstruktion eines Garanziezertifikats lässt sich als ein Portfolio aus einer Nullkuponanleihe mit einem Nominalwert in Höhe der Kapitalgarantie sowie einer Optionskomponente darstellen. Diese Optionskomponente ist eine Call-Option auf den Basiswert, deren Menge durch die Höhe der Partizipation festgelegt ist. Im Fall einer Partizipation von 150 Prozent etwa besteht sie aus 1,5 Call-Optionen. Die Laufzeit der Optionen entspricht dabei der des Zertifikats und der Basispreis dem Basiskurs des Underlyings.

Alternativ lässt sich das Zertifikat auch durch eine (Forward-)Investition in den Basiswert plus zwei Optionskomponenten darstellen: Die erste Komponente, eine Put-Option, dient der Absicherung nach unten, also der Kapitalgarantie. Die zweite Komponente in Form von Call-Optionen bildet die überproportionale Partizipation an steigenden Kursen ab. Durch den proportionalen Performancebeitrag des Forwards entspricht ihre Anzahl der Partizipationsrate minus eins, bei 150 Prozent also 0,5.

Garanziezertifikat	
entweder	oder
= Nullkuponanleihe + Partizipationsrate x Call-Option	= (Forward) Basiswert + Put-Option + (Partizipationsrate - 1) x Call-Option

Da sich mit diesem Portfolio exakt die Auszahlungsstruktur des Zertifikats bei Fälligkeit replizieren lässt, muss das Zertifikat (zumindest theoretisch) jederzeit denselben Wert wie die Summe der

Komponenten des Portfolios aufweisen. Der Wert der Nullkuponanleihe wird durch das Zinsniveau sowie durch die Laufzeit des Zertifikats determiniert. Bei einer Laufzeit von 5 Jahren und einem 5-Jahres-Zinssatz von 3,45 Prozent (Stand: 20. März) liegt er bei 84,40 Prozent. Bei Emission des Zertifikats zum Nominalbetrag steht die Differenz zum Nominalwert für die optionale Komponente, d. h. zur Abbildung der Partizipationsmöglichkeit, zur Verfügung. Anders ausgedrückt: Der Anleger verzichtet auf eine marktgerechte Verzinsung seines Kapitals über die Laufzeit und erkauft sich auf diese Weise die Partizipationsmöglichkeit.

Geht man für das betrachtete Beispiel von einer Volatilität des Basiswertes in Höhe von 18 Prozent aus, so lässt sich eine Partizipationsrate von knapp 70 Prozent darstellen. Die Volatilität des Basiswertes beeinflusst den Wert der Call-Option, der mit zunehmender Volatilität steigt. Damit ist eine umso höhere Partizipation möglich, je geringer die Volatilität ausfällt (mit geringer Volatilität ist die Option billiger, womit das Portfolio mehr (anteilige) Call-Optionen enthalten kann). Durch die Wahl von Basiswerten mit geringer Volatilität ist daher eine hohe Partizipation zu erzielen.

### Wie können Partizipationsraten über 100 Prozent erreicht werden?

Letztlich ist aber ohne weitere spezifische Merkmale des Zertifikats bzw. des Basiswertes auf diese Weise immer nur eine unterproportionale Partizipation möglich. Zu den Merkmalen, die eine überproportionale Partizipation ermöglichen, zählen zum einen die Methode der Performanceermittlung (Durchschnittsbildung) sowie die Währungsabsicherung. Während diese Komponenten unabhängig von der Art des Basiswertes wirken, stellen zum anderen Dividenden bei Aktien sowie bestimmte Eigenschaften von Terminmärkten für Rohstoffe Basiswert-spezifische Ansatzpunkte dar.

**Asiatische Performanceermittlung** Bei vielen Garantiezertifikaten erfolgt die Bestimmung der Performance des Basiswertes nicht allein anhand dessen Kurses bei Fälligkeit, sondern als durchschnittliche Performance, gemessen an mehreren Stichtagen während der Laufzeit. Auch wenn Emittenten bei der Erläuterung dieser „asiatischen Performanceermittlung“ oftmals den Schutz

vor sinkenden Kursen kurz vor der Fälligkeit in den Vordergrund stellen, führt die Durchschnittsbildung bei im Mittel erwarteten steigenden Kursen zum Ausweis einer geringeren Performance als die vom Basiswert tatsächlich realisierte. Diese ist umso geringer, je mehr Erhebungsstichtage in die Durchschnittsbildung einbezogen werden. Gelingt dem Emittenten somit die Reduktion der erwarteten Performance, lässt sich im Gegenzug eine höhere Partizipation versprechen.

**Bildung von Baskets** Ein weiterer Ansatzpunkt zur Beeinflussung der Wertkomponenten des Garantiezertifikats stellt die Zugrundelegung eines Baskets aus mehreren Basiswerten dar. Wenn die einzelnen Basiswerte nicht vollständig miteinander korreliert sind, führt die Diversifikation – wie aus der Portfoliotheorie bekannt – dazu, dass die Volatilität des Baskets geringer als die durchschnittliche Volatilität der einzelnen Werte ausfällt. Je nach Korrelation und Gewichtung ist damit auch eine Reduktion der Volatilität des Baskets unter die des risikoärmsten Einzeltitels möglich. Die Reduktion der Volatilität führt zu einem geringeren Wert der im Portfolio enthaltenen Option, was wiederum wie oben erläutert, eine höhere Partizipation ermöglicht.

**Quanto-Eigenschaft** Werden Zertifikate, deren Basiswert in einer Fremdwährung gehandelt wird, währungsgesichert angeboten, so spricht man von Quanto-Zertifikaten. Je nach Kapitalmarktsituation kann diese Absicherung Aufwendungen verursachen oder sogar zu Erträgen führen. Entscheidend für den Wertbeitrag der Absicherung ist neben der Korrelation des jeweiligen Wechselkurses zum Basiswert insbesondere der Unterschied des Zinsniveaus zwischen Inland und Fremdwährungsraum. Grundsätzlich gilt: Ist das ausländische Zinsniveau geringer als dasjenige im Inland, so kann der Emittent durch die Währungsabsicherung Erträge generieren. Diese Situation liegt derzeit speziell für Zertifikate auf in US-Dollar notierte Basiswerte vor. Bei entsprechendem Zinsniveau ermöglicht die Quanto-Eigenschaft von Garantiezertifikaten damit ebenfalls die Gewährung einer höheren Partizipation.

Eine ähnliche Argumentation gilt für Garantiezertifikate mit Währungen als Basiswert. Auch hier ist die im Replikationsportfolio



## Vontobel Garantie-Zertifikate

### Performancejagd mit Kapitalschutz

Interessiert? +49 (0)69 297 208 11,  
zertifikate@vontobel.de oder www.derinet.de

- 100% Kapitalschutz am Laufzeitende
- 100% Partizipation an positiver Basiswert-Performance

	Vontobel Europa Dividend Protect 100 Zertifikat	Vontobel Europa Protect 100 Zertifikat
<b>Basiswert</b>	DJ EURO STOXX® Select Dividend 30 Index	DJ EURO STOXX® 50 Index
<b>WKN / ISIN</b>	VFP947 / DE000VFP9473	BVT6DR / DE000BVT6DR4
<b>Laufzeit</b>	31.08.2012	20.01.2012
<b>Aktueller Preis</b>	93,70 EUR**	97,10 EUR**
<b>Börsennotierung</b>	Frankfurt a. M. (Scoach®) und Stuttgart (Euwax®)	Frankfurt a. M. (Scoach®) und Stuttgart (Euwax®)



\*Quelle: Finanztest, Heft 10, 2007 \*\*Briefkurs vom 31.03.2008

Die Marke «EURO STOXX®» ist eingetragene Marke der STOXX LIMITED, Zürich (Schweiz).

**Funktionsweise:** Bei einem **Garantie-Zertifikat** ist die Rückzahlung des eingesetzten Nennbetrages am Laufzeitende in einer bestimmten Höhe gesichert. Eine klassische 100-prozentige Kapitalgarantie sichert den Nennbetrag vollständig. An einer positiven prozentualen Wertentwicklung des Basiswertes oberhalb des Startniveaus bei Emission partizipiert das Zertifikat zum Laufzeitende mit einer bestimmten Partizipationsrate (durch Zahlung eines Zusatzbetrages).

**Chancen:** Durch die Partizipation an einem positiven Trend des Basiswertes winken deutlich höhere Renditechancen als bei einem Anleiheninvestment, während der Nennbetrag am Laufzeitende bei 100-prozentiger Kapitalgarantie ebenso geschützt ist.

**Risiken:** Die Zertifikate sind während der Laufzeit Markteinflüssen, wie der Basiswertentwicklung, Dividendenerwartungen, Volatilitäts- und Zinsschwankungen ausgesetzt. Die Kapitalgarantie greift erst zum Ende der Laufzeit, vorher ist ein Preisrückgang unter das geschützte Niveau möglich. Die Gewinnmöglichkeit ist auf die Partizipationsrate begrenzt. Der Nennbetrag kann unter dem vom Anleger für das Zertifikat bezahlten Preis liegen. Es fallen keine laufenden Erträge an (Zinsen, Dividenden).

Dieses Inserat dient lediglich der Information und stellt keine Anlageberatung oder Anlageempfehlung dar und ersetzt nicht die vor jeder Kaufentscheidung notwendige Beratung durch Ihre Hausbank. Allein massgeblich sind die jeweiligen Verkaufsprospekte, die bei der Vontobel Financial Products GmbH, Kaiserstraße 6, 60311 Frankfurt am Main, kostenlos erhältlich bzw. im Internet unter [www.derinet.de](http://www.derinet.de) zum Download verfügbar sind. Anleger werden gebeten, die bestehenden Verkaufsbeschränkungen zu beachten.

Näheres über Chancen und Risiken einer Anlage in Zertifikate erfahren Sie in der Broschüre «Basisinformationen über Vermögensanlagen in Wertpapieren», welche Ihr Anlageberater Ihnen auf Wunsch gern zur Verfügung stellt. Im Zusammenhang mit dem öffentlichen Angebot und dem Verkauf der Zertifikate können Gesellschaften der Vontobel-Gruppe direkt oder indirekt Provisionen in unterschiedlicher Höhe an Dritte (wie z.B. Anlageberater) zahlen. Solche Provisionen sind im Zertifikatspreis enthalten. Weitere Informationen erhalten Sie auf Nachfrage bei Ihrer Vertriebsstelle.

Information über Vontobel Europe S.A., Niederlassung Frankfurt am Main, Kaiserstraße 6, D-60311 Frankfurt am Main



Private Banking  
Investment Banking  
Asset Management

Telefon +49 (0)69 297 208 11  
[www.derinet.de](http://www.derinet.de)

neben der Nullkuponleihe enthaltene Währungsoption umso billiger (und die Partizipationsrate damit umso höher), je niedriger das ausländische im Vergleich zum inländischen Zinsniveau ausfällt.

**Dividenden** Für Garantiezertifikate auf Aktien sowie Aktienindizes stellen insbesondere Dividenden ein effektives Mittel dar. Wie regelmäßig bei Zertifikaten üblich, muss der Anleger auf Dividendenzahlungen verzichten, die mit einer direkten Investition in den Basiswert verbunden wären. Der Verzicht auf Dividendenzahlungen gibt dem Emittenten wiederum die Möglichkeit, höhere Partizipationen darzustellen.

**Terminkursverlauf bei Rohstoffen** Eine weitere Situation, die dem Emittenten die Gewährung höherer Partizipationsraten ermöglicht, kann bei Zertifikaten auf Rohstoffe vorliegen. Aus Sicht des Anlegers besonders interessant ist dabei eine Backwardation auf dem Rohstoff-Terminmarkt. Backwardation ist dadurch gekennzeichnet, dass die Futures- bzw. Forwardpreise mit zunehmender Restlaufzeit der Kontrakte fallen.

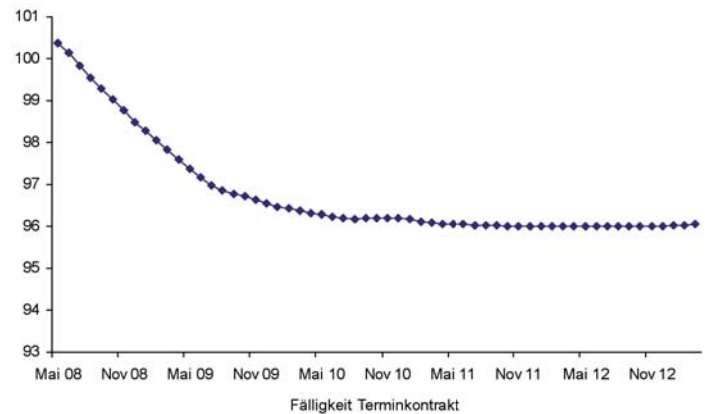
Eine solche Situation liegt regelmäßig dann vor, wenn der Vorteil des physischen Besitzes des jeweiligen Rohstoffs – ausgedrückt durch die so genannte Convenience Yield – größer als die Kosten für Lagerhaltung und für das im Lager gebundene Kapital ist. Damit liegt der Terminkurs unter dem aktuellen Spotmarktpreis, was dem Emittenten eine günstige Absicherung des Zertifikats und damit wiederum eine aus Sicht des Anlegers komfortablere Ausstattung in Form einer höheren Partizipation erlaubt.

Dieser Fall soll für ein Zertifikat auf Rohöl etwas näher beleuchtet werden. Abb. 2 zeigt die Futures-Preise für Brent Crude Oil an der Intercontinental Exchange vom 20. März 2008 mit dem deutlich erkennbaren Verlauf der erläuterten Backwardation.

Über die zweite Duplikationsvariante stellt sich der Wert eines Garantiezertifikats wie folgt dar:

$$\begin{aligned} \text{Wert Zertifikat} &= \text{diskontierter Terminpreis} \\ &+ \text{Wert Put} \\ &+ (\text{Partizipation} - 1) \times \text{Wert Call.} \end{aligned}$$

**Abb. 2: Terminpreise für Brent Crude Oil in Abhängigkeit von der Kontraktlaufzeit**



Betrachtet man zunächst ein Zertifikat in US-Dollar (mit einer Laufzeit von 5 Jahren), so ist für die Bewertung der 5-jährige US-Dollar-Zins relevant, der am Stichtag bei 2,36 Prozent lag. Der diskontierte Forward-Wert liegt damit bei

$$96,07 / (1,0236)^5 = 85,49 \text{ [Dollar].}$$

Bei einer Volatilität von 18 Prozent ergibt sich ein Wert für den Put von 16,17 Dollar. Die Summe aus Forward und Put liegt so bereits über dem Spot-Preis von Brent (100,74 Dollar), so dass auf dieser Basis noch keine überproportionale Partizipation möglich wäre. Hier kommt nun die Währungssicherung als weitere Komponente hinzu. Wird das Zertifikat in Euro abgerechnet, ist der Euro-Zins in Höhe von 3,45 Prozent für den Wert der Forward-Komponente relevant:

$$96,07 / (1,0345)^5 = 81,05 \text{ [Euro].}$$

Zusätzlich reduziert sich der Wert des Puts, der nun eine Quanto-Option ist, auf 15,21 Euro (unter der Annahme einer Korrelation von Null zwischen dem Ölpreis und dem Euro/Dollar-Wechselkurs). Der Wert eines Calls liegt bei 11,26 Euro, so dass bei einem Spot-Preis von 100,74 Dollar nun eine überproportionale Partizipation von 145 Prozent angeboten werden kann:

$$81,05 + 15,21 + 0,45 \cdot 11,26 = 100,72 \text{ [Euro].}$$

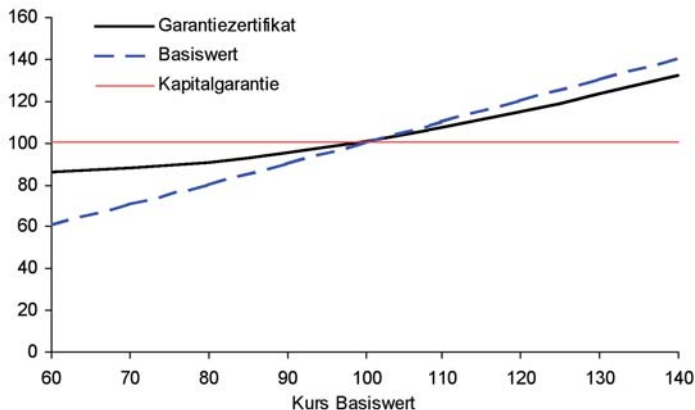
Berücksichtigt man noch ein Agio, das typischerweise bei 2 bis 3 Prozent liegt, ist eine derartige Konstruktion problemlos zu finanzieren.

### Wie verhält sich der Wert des Zertifikats während der Laufzeit?

Zur Betrachtung des Zertifikatwertes während der Laufzeit lohnt sich wiederum der Blick auf das oben aufgestellte erste Replikationsportfolio aus Nullkuponanleihe und Call-Option. Während der Wert der Nullkuponanleihe neben der Restlaufzeit vor allem durch das Zinsniveau bestimmt und damit dem Zinsänderungsrisiko unterworfen ist, stellen der Kurs des Basiswertes sowie dessen Volatilität die wesentlichen Risikofaktoren für den Wert der Call-Option dar.

In Abb. 3 wird zur Analyse des Kursrisikos das obige Beispiel aufgegriffen und der Wert des Garantiezertifikats für unterschiedliche Kurse des Basiswertes dargestellt.

**Abb. 3: Wert des Garantiezertifikats in Abhängigkeit vom Basiswert**

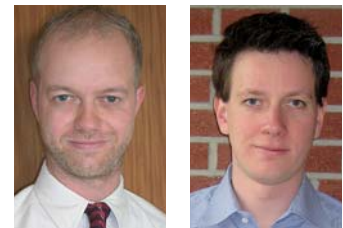


Wie man sieht, kann der Wert des Zertifikats vor Ende der Laufzeit bei negativer Kursentwicklung des Basiswertes unter das zum Laufzeitende garantierte Niveau fallen. Der Verlauf bei positiver Entwicklung des Basiswertes ist im Wesentlichen von der Höhe der Partizipation abhängig. Insgesamt reagiert das Garantiezertifikat im betrachteten Beispiel unterproportional auf Änderungen des Basiswertes. Dies gilt insbesondere für niedrige Kurse des Basiswertes.

### Fazit

Garantiezertifikate bieten bei gesichertem Nominalbetrag eine unbegrenzte Partizipation an Wertsteigerungen des Basiswertes. Diese Partizipation erkaufte sich der Anleger durch Verzicht auf eine marktgerechte Verzinsung. Durch Ausnutzung spezifischer Elemente wie asiatische Performanceermittlung, Baskets, Währungssicherung, Dividenden sowie der Terminpreisstruktur für Rohstoffe kann der Emittent eine attraktiv erscheinende Partizipation am Basiswert gewähren.

Trotz der Kapitalgarantie ist das Zertifikat nicht risikofrei, da während der Laufzeit in Abhängigkeit der Risikofaktoren (vor allem Zinsniveau, Kurs des Basiswertes und dessen Volatilität) Wertänderungen eintreten können. Wie bei allen Zertifikaten – die rechtlich gesehen Inhaberschuldverschreibungen des Emittenten darstellen – ist darüber hinaus auch bei Garantiezertifikaten das Emittenten-Risiko zu beachten. Insgesamt gesehen erscheinen Garantiezertifikate vor allem für Anleger mit längerfristigem Anlagehorizont interessant, die einen steigenden Markt erwarten, aber gegen Verluste (zum Laufzeitende) abgesichert sein möchten. Entscheidet man sich für Zertifikate, die insbesondere von den oben genannten Marktsituationen wie Backwardation oder Zinsunterschiede in unterschiedlichen Währungsräumen Gebrauch machen, so lässt sich dabei auch eine attraktive Partizipation erzielen – vorausgesetzt, der Emittent gibt die genannten Vorteile (zumindest teilweise) an den Anleger weiter.



*Dr. Rainer Baule (li.) und Dr. Christian Tallau, Deriva GmbH Financial IT and Consulting*