

## Kurzinformation zur Studie

## Ansprechpartner

Dr. Andreas Beck  
[ab@institut-va.de](mailto:ab@institut-va.de)

Carsten Heise  
[ch@dsw-info.de](mailto:ch@dsw-info.de)

Jürgen Kurz  
[jk@dsw-info.de](mailto:jk@dsw-info.de)

**Motivation:** Anleger haben i.d.R. Erfahrung mit Zertifikaten in nur **einer** Marktphase

Der Siegeszug von Zertifikaten hat in der Breite erst Mitte 2003 begonnen, so dass die meisten Marktteilnehmer nur über einen sehr eingeschränkten Erfahrungshorizont mit diesen Produkten verfügen. Die Einschränkung kommt dabei weniger durch die absolute Dauer von 2003 bis heute, als durch den Umstand, dass in dieser Zeit mit konstant steigenden Aktienmärkten, niedriger Volatilität und niedrigen Zinsen relativ homogene Marktumstände herrschten. Konkret bei Zertifikaten mit derivativen Komponenten, wie z.B. Bonus- oder Discountzertifikaten, kann dies zu Fehleinschätzungen bezüglich der Produkteigenschaften führen.

**Inhalt:** In der Studie werden beliebte Zertifikatetypen über **unterschiedlichste** Marktphasen hinweg modelliert und bewertet.

Gegenstand der Studie ist in diesem Sinne ein langfristiger historischer Vergleich der beliebtesten Anlagezertifikate in verschiedenen Marktumfeldern. Neben der rein historischen Betrachtung bildet die praxiadäquate Risikomessung bei strukturierten Produkten unter Verwendung der Risikomaße *Value at Risk* und *Conditional Value at Risk* einen weiteren Schwerpunkt der Studie. Abschließend wird auf die Einsatzmöglichkeit von Anlagezertifikaten zum nachhaltigen Vermögensaufbau jeweils für Privatanleger und Vermögensverwalter getrennt eingegangen.

**Ergebnis:** Die Betrachtung von Bonus-, Discount-, Airbag- und Outperformancezertifikaten mit dem DAX 30 als Basiswert ergab im Zeitraum von 1/99 bis 12/07:

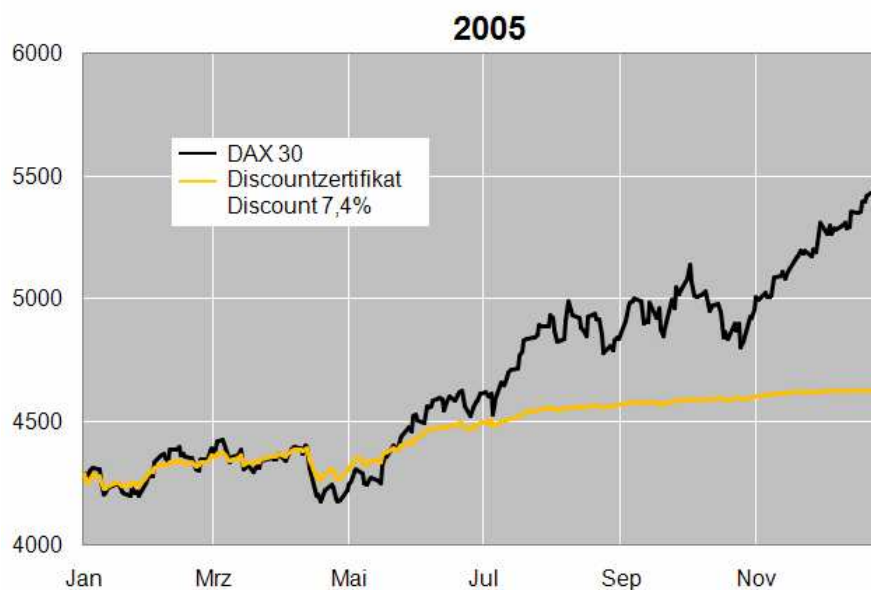
- Zertifikate sind über einen längeren Zeitraum mit verschiedenen Marktphasen ihrem Basiswert nicht grundsätzlich überlegen.
- Es existieren aber für jeden Zertifikatetyp bestimmte Marktphasen, in denen er sich deutlich besser als der Basiswert entwickelt.
- Damit ist die Attraktivität eines Zertifikattyps abhängig von der Fähigkeit des Anlegers, die mittelfristige Marktentwicklung zu prognostizieren.
- Der Einsatz von Zertifikaten bietet sich in diesem Sinne nur als taktische Beimischung und nicht als langfristiges strategisches Investment an.
- Die Volatilität ist zur Bewertung des Risikos von Zertifikaten ungeeignet. Eine realistischere Risikobewertung liefert der Conditional Value at Risk.

**Die bisherigen Erfahrungen mit Bonuszertifikaten (Beispiel 2006):**

In der Regel entwickelte sich der Basiswert so gut, dass das Bonuslevel überschritten wurde. Der Anleger vereinnahmt den Kursgewinn unter Verzicht auf die Dividenden (bzw. den Ausgabeaufschlag/Spread).

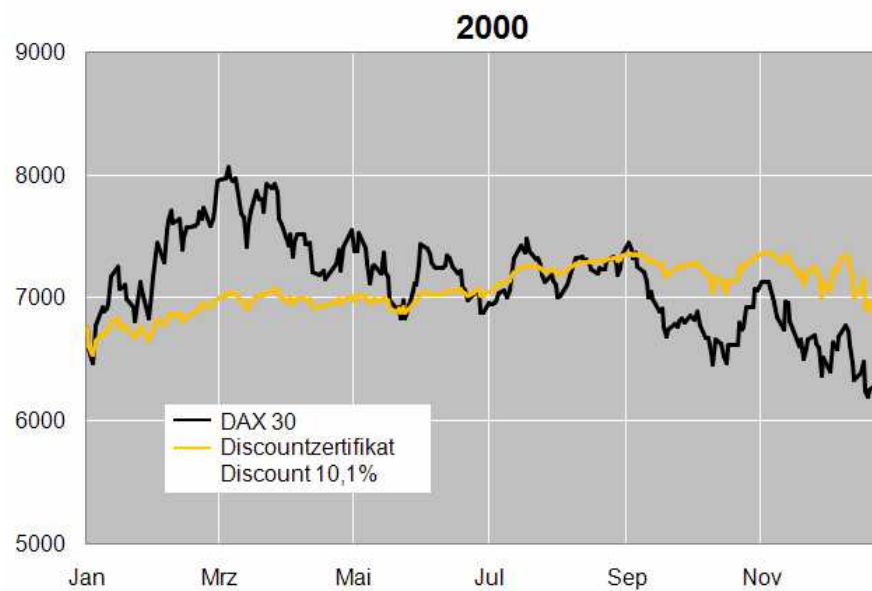
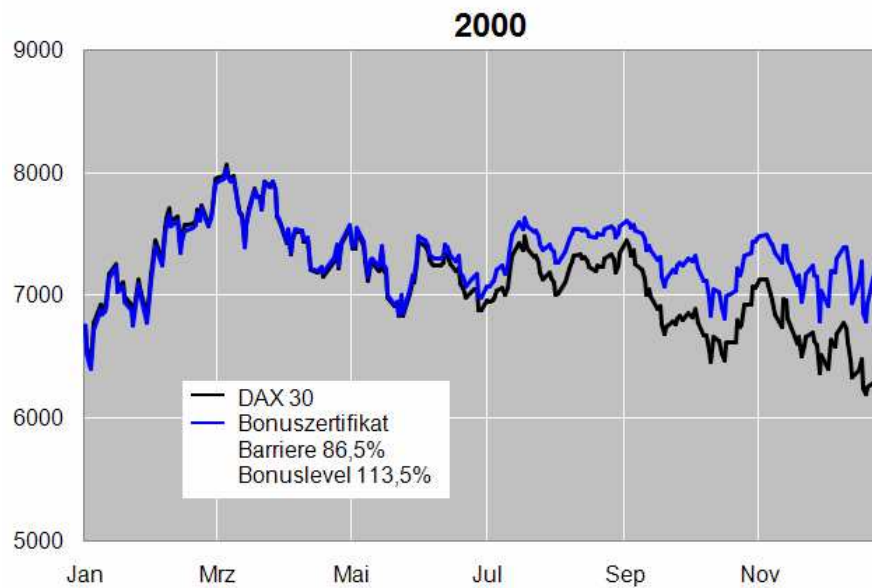

**Die bisherigen Erfahrungen mit Discountzertifikaten (Beispiel 2005):**

In der Regel entwickelte sich die zugrundeliegende Aktie so gut, dass die Maximalrendite des Discountzertifikates bei extrem niedriger Volatilität vereinnahmt werden konnte.



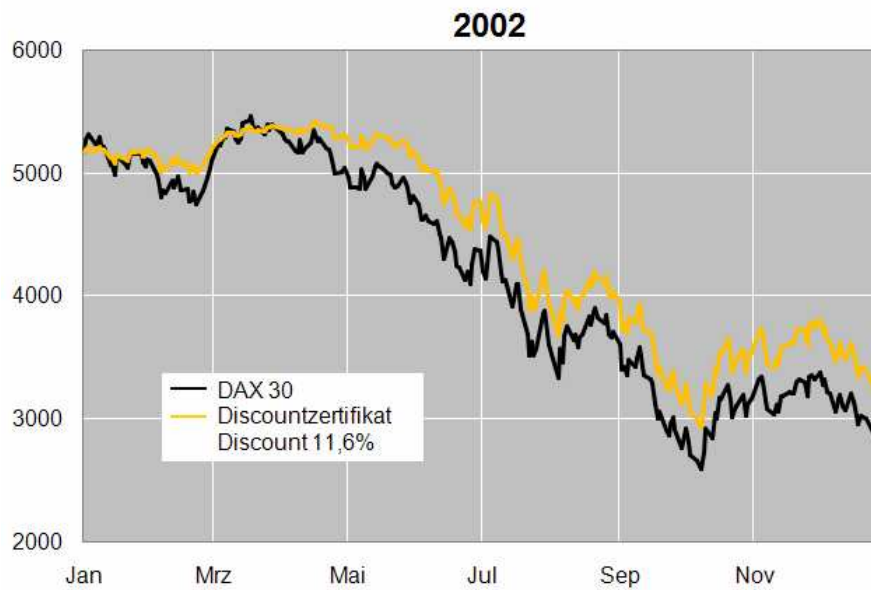
Ideal für Bonus- und Discountzertifikate sind Seitwärtsbewegungen (Beispiel 2000):

Im Jahr 2000 hätten beide Zertifikate sehr positive Ergebnisse erzielt.



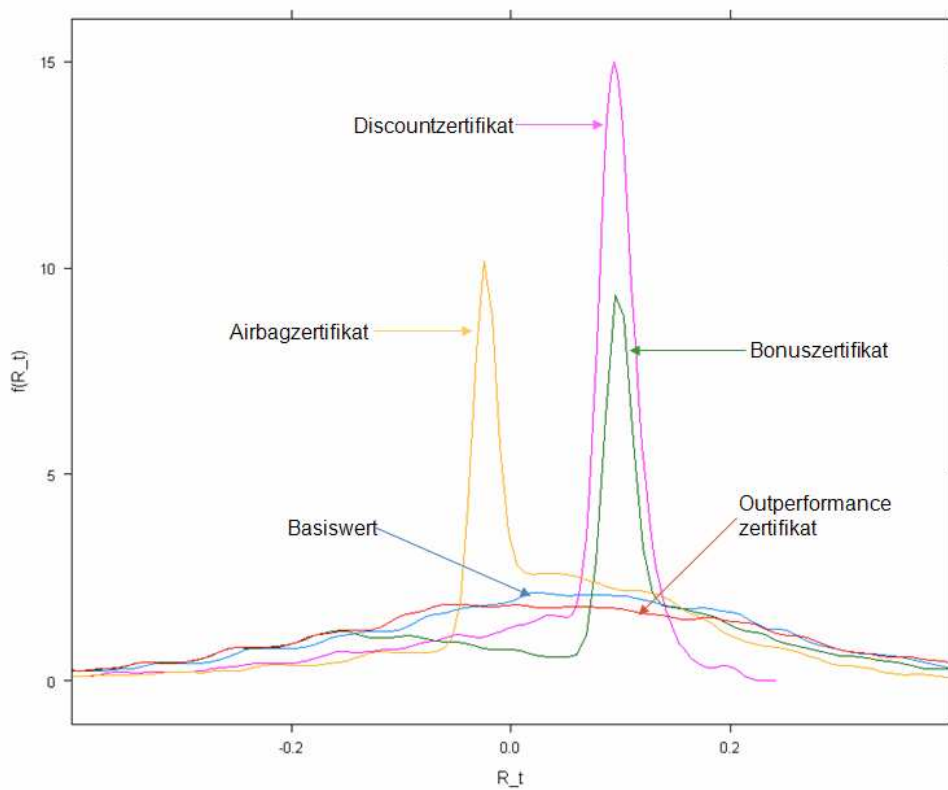
Weder Bonus- noch Discountzertifikate bieten Schutz in Krisenjahren (Beispiel 2001 und 2002):

Jahre mit starken Kursverlusten zeigen, dass beide Zertifikate ähnliche Risiken wie ihr Basiswert beinhalten.



### Zur Risikomessung

Diese Risiken lassen sich anhand der Kennzahl „Volatilität“ nicht erkennen, da diese Zertifikate nicht annähernd normalverteilt sind (Graphik). Erst der Conditional Value at Risk offenbart das eigentliche Verlustpotential (Tabelle).



	Volatilität	VaR	CVaR
Basiswert	21,51%	34,04%	49,42%
Bonuszertifikat	21,80%	35,67%	50,53%
Discountzertifikat	12,49%	27,05%	43,88%
Outperformancezertifikat	23,24%	35,94%	50,70%
Airbagzertifikat	15,02%	24,35%	41,98%

### Zertifikate als langfristiges Investment

Weder Bonus- noch Discountzertifikate bieten den in der Werbung häufig suggerierten Schutz vor Kursverlusten. Vielmehr sind sie eine „Wette“ auf eine Seitwärtsbewegung des Marktes.

Langfristig betrachtet hätten sich die verschiedenen Strategien wie folgt geschlagen (Rot = Outperformance, Blau = Bonus, Gelb = Discount, Grün = Airbag, Schwarz = Basiswert).

