

Wer hat die beste Performance in Krisenzeiten?

Über 85 Prozent der in Depots liegenden Zertifikate versprechen eine Voll- oder Teilabsicherung gegen Kursverluste. Da lohnt sich die Analyse, ob sie auch tatsächlich halten, was sie versprechen.

Der Privatkunden-Markt für Zertifikate in Deutschland ist in den letzten fünf Jahren auf weit über 100 Milliarden Euro angewachsen. Das starke Wachstum wurde insbesondere durch die deutlichen Kursverluste am Aktienmarkt in den Jahren 2000 bis 2003 hervorgerufen. Als deren Folge ist über 85 Prozent des investierten Volumens in Produkte angelegt, die eine Voll- oder Teilabsicherung aufweisen. Hierunter fallen die Produktkategorien Garantie-, Bonus-, Express- und Discountzertifikate sowie Aktienanleihen. Diese Zertifikate ermöglichen einerseits die Partizipation an der Entwicklung bestimmter Basiswerte wie etwa dem EuroStoxx 50, aber auch eine Reduktion des Verlustrisikos. Gerade in der aktuellen Kapitalmarktkrise stellt sich die Frage, in welchem Ausmaß das Produktversprechen Risikoabsicherung eingehalten wurde. Hierzu wird in der Folge für vier gängige Produktkategorien die durchschnittliche Wertentwicklung gezeigt und mit der Performance des EuroStoxx 50 verglichen. Dabei werden auf Basis der tatsächlich investierten Volumina repräsentative Produkte ausgewählt, um eine optimale Abbildung der Anleger- bzw. Marktstruktur zu gewährleisten. Beim Performance-Vergleich ist zu berücksichtigen, dass der EuroStoxx 50 ein Kursindex ist und keine Dividenden enthält. Die Dividendenrendite beträgt im langjährigen Mittel etwa 2,5 bis 3 Prozent p.a. Während die Performance der nachfolgend vorgestellten Zertifikatezeitreihen Kosten enthält, weist die EuroStoxx-50-Zeitreihe jedoch keine Kosten auf.

Berücksichtigung des Ausfallrisikos
Die Insolvenz von Lehman Brothers hat gezeigt, dass Zertifikate – wenn auch nur mit einer geringen Wahrscheinlichkeit – ausfallen können. Anleger müssen deshalb neben den Produktstrategien auch über das Ausfallrisiko des Emittenten offen aufgeklärt werden. Die Transparenz hat sich zwar an dieser Stelle in den letzten

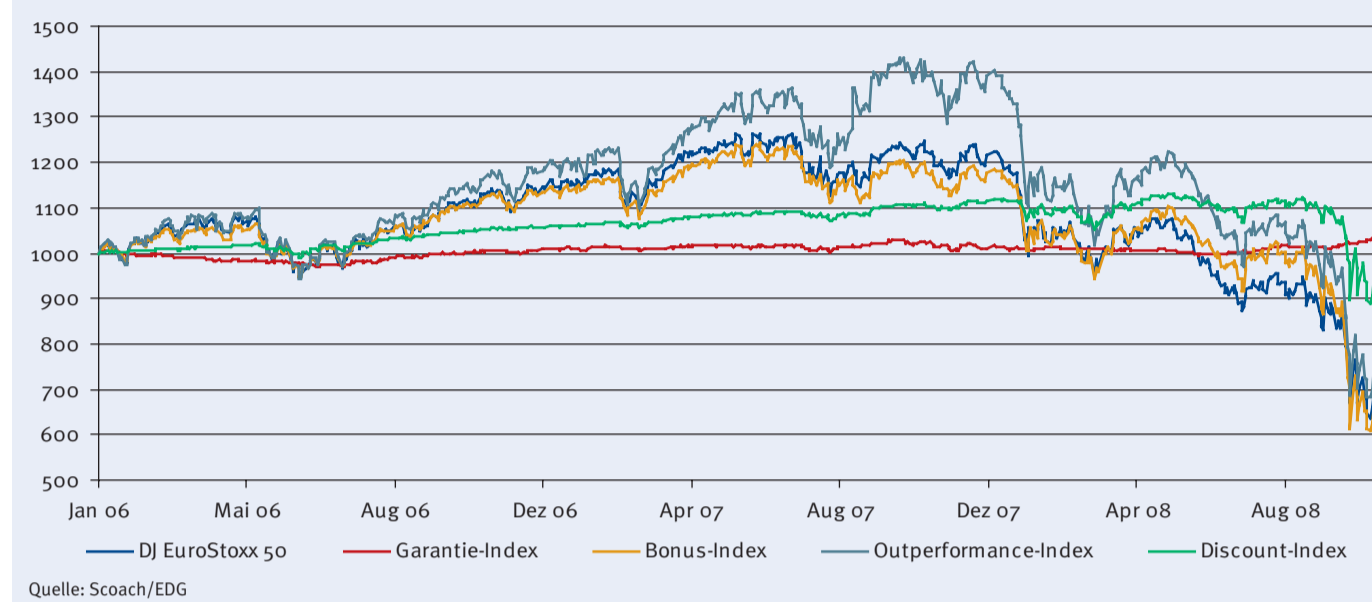
Jahren deutlich verbessert, so haben sich die im Deutschen Derivate Verband organisierten Emittenten im Derivate Kodex zu Offenlegungsstandards verpflichtet, allerdings zeigen aktuelle Beispiele, dass die Umsetzung bei der Anlageberatung in einigen Fällen mangelhaft war. Bei der Abschätzung eines möglichen Ausfalls sind nicht nur die Ausfallwahrscheinlichkeiten, die mit Hilfe von Credit Spreads und Ratings einschätzbar sind, sondern auch die hinter den Banken stehenden Sicherungsinstitutionen einzubeziehen.

Garantieprodukte gewinnen leicht
Für einen objektiven Performance-Vergleich zwischen Zertifikaten und den zugrundeliegenden Basiswerten sind auch ausgefallene Zertifikate zu berücksichtigen. Es gibt im Markt bislang keine verlässliche Zahl über die Höhe des Gesamtausfalls der Lehman-Zertifikate. Zudem steht nicht endgültig fest, ob und in welcher Höhe die betroffenen Zertifikate ausfallen. Bei vorsichtiger Annahme, dass Lehman-Zertifikate komplett ausfallen, 1 Prozent des Gesamtmarktolumens ausmachen und dieselbe Struktur aufweisen wie der restliche deutsche Markt, müsste – wie in der wissenschaftlichen Literatur üblich – die jeweilige Performance im Nachhinein entsprechend um einen Prozentpunkt nach unten korrigiert werden. Insgesamt wären demnach bei einem Performance-Vergleich zum EuroStoxx 50 an den untenstehenden Renditedaten Korrekturen für die Dividenden, die Kosten des Index-Investments sowie für das Ausfallrisiko vorzunehmen.

Fast 40 Prozent des Gesamtmarktolumens ist in Garantieprodukten investiert. In diese Kategorie fallen Zertifikate, die mit einem vollständigen Kapitalschutz ausgestattet sind und darüber hinaus Gewinne in Abhängigkeit der Entwicklung von Aktienbasiswerten in Aussicht stellen. Das wichtigste Element dieser Strukturen ist der Kapitalschutz. Das heißt, der Anleger muss bei Endfälligkeit mit einem Ausfall der Gewinne, aber nicht des Anlagebe-

trags rechnen. Eine Analyse der Performance von Garantieprodukten seit Anfang 2006 zeigt, dass Produkte mit Kapitalgarantie ihre Erwartungen erfüllen und sich in der turbulenten Marktphase der letzten Monate sehr stabil entwickelt haben. Der Performance-Chart stellt die Kursentwicklung von 20 auf Basis des investierten Volumens ausgewählter Garantieprodukten im Zeitraum von Januar 2006 bis Oktober 2008 dar. Diese weisen eine positive Performance von 1,1 Prozent p.a. auf, der EuroStoxx 50 hat im gleichen Zeitraum 12 Prozent p.a. verloren.

LEISTUNGSVERGLEICH: VIER ARTEN VON ZERTIFIKATEN
Wertentwicklung relativ zum EuroStoxx 50



den Laufzeiten zum Tragen kommt. Der Risikopuffer von Bonuszertifikaten wird in der ersten Phase der Kursbereinigung im September 2008 deutlich, in der Bonuspapiere weniger verlieren als der Basiswert. Im gesamten Zeitraum ab 2006 verlieren sie jedoch mehr als der EuroStoxx 50, da im Oktober aufgrund der Basiswertverluste viele Barrieren verletzt wurden. Bedingt durch die starke Preissensitivität von Bonus-Zertifikaten kurz oberhalb der Barriere (hohes Delta), führt dies dazu, dass die Kursverluste bei Bonus-Zertifikaten mit 13 Prozent p.a. stärker als im Index (-12 Prozent p.a.) ausfallen.

Auch die Discount-Zertifikate sind zu den Strukturen mit Absicherungscharakter zu zählen. Knapp 14 Prozent des gesamten ausstehenden Volumens entfällt auf diese Produkte, deren Risikoreduzierung durch einen im Vergleich zum Basiswert verminderten Kaufpreis bei gleichzeitigem Verzicht auf die volle Partizipation an Gewinnen des Basiswertes erzielt wird. Ein großer Teil des investierten Volumens war in sogenannte Deep-Discount-Produkte angelegt. Der Cap dieser Produkte lag somit weit unter dem tatsächlichen Indexstand, so dass die Verluste im Basiswert lange Zeit nur begrenzt auf die Discounter durchschlugen. Nach der deutlichen Kursbereinigung im Oktober sind

Discount-Zertifikate behaupten sich
Interessant ist der Aspekt, dass sich bis 2008 die Bonusprodukte sehr ähnlich wie der EuroStoxx 50 verhalten und erst im weiteren Verlauf einen geringeren Verlust aufweisen. Ursächlich hierfür ist, dass die Anleger zuletzt vorwiegend in Produkte mit langen Laufzeiten investiert waren und der Bonuseffekt erst mit abnehmen-

Zertifikaten bis zu einem Höchstbetrag). Diese Strukturen bieten in der Variante „Protect Outperformance“ auch eine begrenzte Risikoabsicherung. Sie weisen einen Anteil von weniger als 1 Prozent am Gesamtmarktolumen auf.

Der Performance-Chart basiert auf der volumengewichteten Entwicklung von 20 Outperformance- und Sprint-Zertifikaten auf den EuroStoxx 50. Im Zeitraum von Januar 2006 bis Oktober 2008 ist ein Verlust von 9,5 Prozent p.a. festzustellen. Damit schneiden Outperformance-Zertifikate überraschend besser ab als der EuroStoxx 50 mit einem Verlust von 12 Prozent p.a. Aufgrund des stärkeren Hebels hätte man eher eine Underperformance erwartet. Dem stärkeren Hebel wirkt jedoch die gestiegene Volatilität der Basiswerte entgegen, die sich für diese Struktur positiv auf den Zertifikatspreis auswirkt.

Ausgewogene Bewertung
Die aktuellen Ereignisse zeigen, wie wichtig die Aufklärung über die Chancen, Risiken und Kosten von Anlageprodukten ist. Das gilt für alle Formen der Kapitalanlage und nicht allein für Zertifikate. Ein lange nicht angemessen wahrgenommenes Risiko ist das Ausfallrisiko des Emittenten. Hier sind künftig größere Aufklärung oder besser noch zusätzliche Sicherungsmaßnahmen nötig.

Die Performance-Analyse auf Basis der tatsächlich investierten Volumina verdeutlicht aber, dass die Sinnhaftigkeit von Zertifikaten für den Privatanleger nicht pauschal in Frage zu stellen ist. Über 85 Prozent des investierten Volumens in Zertifikate enthält eine Voll- oder Teilabsicherung. Diese Produkte hielten zum großen Teil ihr Versprechen einer Verlustbegrenzung und erzielten in den vergangenen Jahren eine bessere Performance als der EuroStoxx 50. Dieses Ergebnis hat auch dann Bestand, wenn man die Performance um die Dividenden, die Kosten des Index-Investments sowie das Ausfallrisiko bereinigt. Die in diesem Beitrag dargestellten Indizes werden zukünftig von der Zertifikatebörse Scoach fortlaufend berechnet und stehen unter Scoach.de jedem Anleger zur Verfügung.

LUTZ JOHANNING ist Professor für empirische Kapitalmarktforschung an der WHU – Otto Beisheim School of Management in Vallendar. BJÖRN DÖHRER ist Partner bei der EDG GmbH.

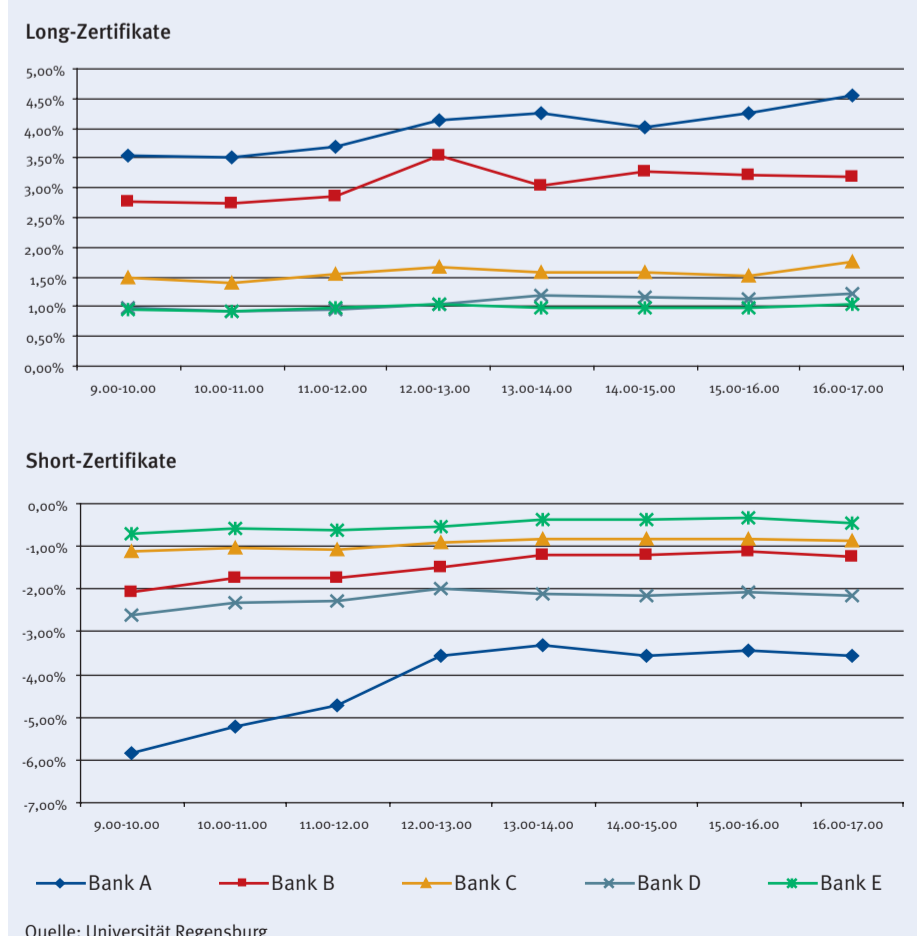
Preisstellung im Stress-Test

Nicht überall funktioniert die Preisstellung gleich gut. Eine empirische Untersuchung der Universität Regensburg weist deutliche Qualitätsunterschiede bei den unterschiedlichen Emittenten aus.

Der 21. Januar 2008 geht als Folge der Fehlspekulation des Futures-Traders Jérôme Kerviel bei der Société Générale als Crash-Tag in die Geschichte ein. Die Analyse der Kursstellungen jenes Tages offenbart erhebliche Qualitätsunterschiede der Emittenten. Der Anleger sollte deshalb bei der Auswahl neben der Bonität des Emittenten auch die Qualität der Preisstel-

lung durch die Anbieter in seine Bewertung mit einfließen lassen. Die aktuell turbulenten Zeiten an den Börsen werfen die Frage auf, wie Zertifikate-Emittenten an Tagen mit großen Kursverlusten ihre Preise stellen. Dazu hat die Universität Regensburg am 21. Januar 2008 die Preisstellung bei Hebelzertifikaten mit unendlicher Laufzeit auf den Dax untersucht. An diesem Tag ist der Dax als Folge der Krise bei der französischen

DURCHSCHNITTliche PREISABWEICHUNG DER EMITTENTEN



Bank A, Bank B, Bank C, Bank D, Bank E

Bank A, Bank B, Bank C, Bank D, Bank E

Bank A, Bank B, Bank C, Bank D, Bank E

von 9 Uhr bis 17 Uhr. Ermittelt wird die jeweilige prozentuale Abweichung des fairen Werts des Zertifikats vom Briefkurs. Ein positiver Wert der Abweichung lässt sich als Überbewertung des Zertifikats durch den Emittenten interpretieren. In diesem Fall bezahlt ein Käufer mehr als den fairen Wert, und ein Verkäufer erhält mehr als den fairen Wert des Zertifikats. Eine negative Preisabweichung bedeutet, dass der Käufer weniger als den fairen Wert bezahlt und der Verkäufer weniger als den fairen Wert erhält.

Die obere Grafik zeigt die emittentenabhängige durchschnittliche Preisabweichung bei Long-Zertifikaten im Tagesverlauf. Es wird deutlich, dass für Käufer von Long-Produkten, die auf eine Kurserholung nach dem Crash setzen wollten, die Preise um bis zu 4 Prozent zu teuer gestellt wurden. Es werden aber auch erhebliche Qualitätsunterschiede in der Preisstellung der Banken sichtbar.

Die zweite Grafik visualisiert die durchschnittliche Preisabweichung der Emittenten bei Short-Zertifikaten. Auch hier werden zum Teil erhebliche Qualitätsunterschiede zwischen den Emittenten deutlich. Der Verkäufer eines Short-Zertifikats, der die Crash-Gewinne realisieren will, erhält je nach Emittent einen um 1 bis 6 Prozent niedrigeren Erlös als bei fairer Bewertung des Zertifikats. Insbesondere in den ersten Handelsstunden stellt Bank A Preise mit sehr großen Abweichungen.

Es wird deutlich, dass Emittent E, der bei Long-Zertifikaten die besten Preise gestellt hat, auch bei Short-Zertifikaten der günstigste Anbieter ist. Emittent A, der bei Long-Zertifikaten die schlechtesten Preise gestellt hat, ist auch für Short-Zertifikate der ungünstigste Anbieter.

Die Ergebnisse dieser empirischen Untersuchung unterstützen die Ergebnisse bisheriger Analysen. Die Emittenten halten die Geld-Brief-Spanne konstant, stellen aber die Preise in Abhängigkeit des Orderflows zu ihren Gunsten. An einem Crash-Tag stellen die Anbieter die Kurse so, dass sie mit der Masse der Aufträge zusätzliche Erträge erwirtschaften. Denn es ist davon auszugehen, dass Inhaber von Short-Zertifikaten Gewinne realisieren und Anleger vermehrt Long-Zertifikate erwerben wollen, weil sie mit einer Kurserholung rechnen. Anleger sollten dabei mit ins Kalkül ziehen, dass dies die Transaktionskosten beim Handel mit Zertifikaten erheblich erhöhen kann.

Prof. Dr. KLAUS RÖDER ist Inhaber des Lehrstuhls für Betriebswirtschaftslehre, insbesondere Finanzdienstleistungen, und Dr. SEBASTIAN LOBE ist wissenschaftlicher Assistent an diesem Lehrstuhl im Center of Finance an der Universität Regensburg.



Gehen Sie behutsam mit Ihrem Investment um: Mit dem UBS Structured – Rolling Capped Bonus Fund.

Strukturierte Fonds von UBS bieten Ihnen die Möglichkeit, in nahezu jeder Marktphase eine attraktive Rendite zu erwirtschaften. So auch bei seitwärts tendierenden Märkten in Europa. Mit Renditechancen, die deutlich über dem Marktzins liegen. Dafür bietet Ihnen UBS ein innovatives und hochtransparentes Investment: den **UBS Structured – Rolling Capped Bonus Fund** (WKN A0Q712). Mit dem Fonds investieren Sie mit einem großzügigen Sicherheitspuffer in den DJ EURO STOXX 50SM. Sofern der Index die zuvor definierte untere Kursschwelle nicht berührt, erzielen Sie eine Rendite, die 4 % p.a. über dem Marktzins liegt. Und das bei einem Risikopuffer von 40 %* – so können Sie entspannt investieren.

Für mehr unverbindliche und kostenfreie Informationen zu diesem und weiteren Strukturierten Fonds von UBS kontaktieren Sie uns per E-Mail unter invest@ubs.com oder auch unter Telefon 0 69/13 69-89 89.

Investment Bank

You & Us



*Stand: August 2008. Ausschließlich maßgeblich ist der zugrunde liegende vollständige Wertpapierprospekt, welcher jederzeit kostenlos bei der UBS Deutschland AG, Investment Products, Stephanstraße 14-16, 60313 Frankfurt am Main, E-Mail: invest@ubs.com, Telefon: 069/13 69-89 89 (werktags von 9.00 Uhr bis 18.00 Uhr), erhältlich ist. www.ubs.com/keyinvest