

Derivate

Zertifikate

Top-Rating trifft Spitzen-Service. Auf Seite B7.

HSBC  Trinkaus

Verlagsbeilage
Frankfurter Allgemeine Zeitung

Fusion

Seit Jahresbeginn spricht die Branche einstimmig. Lars Brandau, der neue Geschäftsführer des Deutschen Derivate Verbands, im Interview

3

Volatilität

Starke Kursschwankungen sind vielen Anlegern ein Graus. Dabei hat Volatilität auch als Renditequelle Charme

7

Schmackhaft

Die Lebensmittelpreise steigen stark: Anleger können ihren Renditehunger mit Agrarrohstoffen stillen

14

Lesehilfe: Was steht wo im „Beipackzettel“ 3

Abgeltungsteuer: Wichtige Termine für Zertifikateanleger 5

Anlage- und Absicherungsstrategien mit Hebelprodukten 8

Regionale Anlageideen 15

EDITORIAL

Feuertaupe

Die Gemütlichkeit an den Aktienmärkten ist passé. Seit Beginn dieses Jahres erleben Anleger wieder, was es heißt, dass die Börse keine Einbahnstraße ist. Auch viele Besitzer von Zertifikaten haben die Turbulenzen nicht unbeschadet überstanden. Vor allem Inhaber von Bonus- und anderen Teilschutzzertifikaten dürften mit ihren Investments hadern. Knapp 20 000 dieser Anlageinstrumente, etwa ein Drittel des Marktsegments, haben im Januar ihre Sicherheitsschwelle verletzt und entwickeln sich seither nur noch parallel mit dem Basiswert.

Was in der Vergangenheit keine schlechte Wahl war, nämlich Produkte mit einem Risikopuffer von 20 bis 30 Prozent zu wählen, hat sich inzwischen als problematisch erwiesen. Die Produktklasse an sich zu verteuern oder gar den Emittenten einen Vorwurf zu machen trifft den Kern jedoch nicht. Produkte mit tieferen Kursschwellen existieren am Markt. Letztendlich muss der mündige Anleger selbst zwischen den Kriterien Sicherheit und Rendite entscheiden. Das eine schließt das andere im Regelfall aus. Dennoch: Die Enttäuschung über gerissene Sicherheitsschwellen scheint sich in Grenzen zu halten. Nach Angaben des

Deutschen Derivate Verbandes (DDV) – seit Beginn dieses Jahres das Sprachrohr der Branche – sammelten die Emittenten trotz des schwierigen Marktumfelds im Januar 2,3 Milliarden Euro zusätzliches Geld ein. Das spricht zum einen für die Anleger, die in der Krise auch eine Chance sehen. Das spricht zum anderen aber auch für die Emittenten, die es geschafft haben, in Deutschland eine Produktklasse erfolgreich am Markt zu etablieren.

Nach Schätzungen des DDV dürften die Wachstumsraten der Vorjahre 2008 zwar nicht erreicht werden. Das laufende Jahr könnte, auch wegen der Abgeltungssteuer, ein Jahr der Konsolidierung für die noch junge Branche werden. Das muss nicht schlecht sein. Im Gegenteil: Die Chance, dass Defizite in der Produkt- und Servicequalität durch die Emittenten behoben werden, ist im rauen Marktumfeld sogar höher als bei eitel Sonnenschein. Beispiele sind die ärgerlichen Handelsstörungen in volatilen Marktphasen oder die oftmals beklagte mangelnde Transparenz. Das zu verbessern hat sich der DDV zur Aufgabe gemacht. Das angekündigte Zertifikaterating ist ein Schritt in die richtige Richtung. (ank)

Fixposten Zertifikate

Der Anteil von Zertifikaten ist laut einer Datenauswertung leicht rückläufig. Dennoch sind sie ein fester Bestandteil in den Depots von Privatanlegern geworden.

Portfolio hinterlassen. Die Depots wurden zudem auf geschlechtsspezifische Eigenheiten untersucht. Dabei zeigen sich nur geringe Unterschiede zwischen Männern und Frauen. Bei Letztgenannten lag der Anteil der Zertifikate Ende Februar 2008 durchschnittlich bei 9,1 Prozent. Männliche Anleger hatten einen leicht höheren Zertifikateanteil von 9,8 Prozent im Portfolio.

Optionen spielen untergeordnete Rolle

In der Auswertung wurde auch die Bedeutung von Optionsscheinen analysiert, die zu den besonders spekulativen Wertpapieren zählen. Solche Produkte bieten Chancen auf hohe Kursgewinne, sind jedoch mit entsprechend hohen Risiken verbunden. Die Statistik der Münchner Direktbank zeigt: Optionsscheine spielen in den Portfolios nur eine untergeordnete Rolle. Allerdings lässt sich feststellen, dass die Anleger mit zunehmender positiver Börsenentwicklung risikobereiter wurden und ihre Anteile an Optionsscheinen im Depot erhöhten. Während weltweit von Ende 2004 bis Mitte 2007 die Börsenkurse in die Höhe kletterten, stieg der Anteil der Optionsscheine im Portfolio der Privatanleger um das Dreifache. Allerdings auf sehr niedrigem Niveau von 0,5 Prozent auf 1,6 Prozent. Seit Mitte 2007 stagniert die Quote. Und nach dem Börseneinbruch zu Beginn des laufenden Jahres ging der Anteil der Optionsscheine wieder leicht auf 1,4 Prozent zurück.

Ein geschlechtsspezifischer Vergleich lässt zudem Aussagen über die unterschiedliche Risikoeinstellung von Männern und Frauen zu. So ist der Anteil der Optionsscheine in Depots von Männern mit 1,5 Prozent bezeichnend höher als bei Frauen mit 1,0 Prozent. Dies bestätigt die Vermutung der höheren Risikoaversion bei weiblichen Anlegern.

Als Fazit lässt sich festhalten, dass Zertifikate mit einem Depotanteil von rund 10 Prozent weiterhin eine wichtige Säule in den Portfolios darstellen. Als Anlageklasse sind sie in den Depots nicht mehr wegzudenken. Einen positiven Effekt auf die Beliebtheit von Zertifikaten könnte die Abgeltungssteuer haben. Während bisher Finanzinnovationen wie Zertifikate mit Kapitalgarantie steuerlich benachteiligt sind, werden sie ab 2009 den anderen Anlageklassen gleichgestellt.

STEFAN BARTHEL ist Produktmanager Zertifikate der DAB Bank



Bei Bonus- und Teilschutzzertifikaten stand bislang die Rendite als Auswahlkriterium im Vordergrund. Die eher knapp bemessenen Sicherheitspuffer hochrentierlicher Produkte hielten den heftigen Kurseinbrüchen zu Beginn des Jahres vielfach jedoch nicht stand. Die volatilen Börsen haben inzwischen zu einer Umorientierung der Anleger geführt: Sicherheit wird wieder höher gewichtet.

Transparenz durch Ratings

Der deutsche Markt für strukturierte Produkte ist durch eine große Vielfalt geprägt. Privatanleger können aktuell aus einem Universum von über 160 000 Anlagezertifikaten und 140 000 Hebelprodukten mit zum Teil verschiedenen Auszahlungsstrukturen und Basiswerten wählen.

Dieser Auswahlprozess zu erleichtern sollte das Primärziel eines Zertifikateratings sein. In diesem Beitrag werden grundsätzliche Ziele eines Produktratings abgeleitet, mögliche Elemente vorgestellt und dargelegt, wie ein Zertifikaterating die Transparenz des Marktes erhöhen kann.

Unter einem Rating wird allgemein eine Einschätzung oder Bewertung von Personen, Gegenständen, Unternehmen oder Staaten verstanden. Eine unabhängige, auf die Bewertung spezialisierte Agentur führt das Rating durch, veröffentlicht regelmäßig die Ergebnisse und stellt somit weniger spezialisierten und informierten (Kapital-)Marktteilnehmern relevante Informationen in Form einer Note zur Verfügung. Damit erhält auch das geratete Unternehmen selbst eine wichtige, externe Einschätzung seiner eigenen Qualität beziehungsweise eine Bewertung seiner angebotenen Produkte.

Fondsratings

Während Kreditratings die Bonität von Unternehmen und Staaten beziehungsweise Anleihen dieser Emittenten bewerten, das Investmentfondsrating eine Benotung vor und bieten damit eine Entscheidungshilfe im Auswahlverfahren an.

Quantitative Elemente wie die historische Fondspreisentwicklung und qualitative Elemente wie die Beurteilung des Fondsmanagements werden in einer Note zusammengefasst. Der Bundesverband Investment und Asset Management e.V. (BVI) differenziert Rankings und Ratings voneinander und fordert bei einem Fondsrating, dass eine Wahrscheinlichkeitsaussage über die zukünftige Wertentwicklung anzugeben sei. Selbst viele Anbieter definieren ihre Ratings allerdings nicht in diesem Sinn. In der wissenschaftlichen Literatur findet man erwartungsgemäß keine oder nur eine sehr schwache Evidenz für die Prognosekraft von Fondsratings. Die Diskussion zeigt, dass es nicht das Ziel eines Produktratings sein kann, eine Prognose über die zukünftige Wertentwicklung abzugeben.

Ziele eines Zertifikateratings

Das Ziel eines Zertifikateratings besteht darin, dem Anleger und Anlageberater eine Entscheidungshilfe im komplexen Auswahlverfahren bei Zertifikateinvestments an die Hand zu geben. Ferner soll der geratete Emittent eine unabhängige Einschätzung über die Qualität seiner Zertifikate erhalten. Eine Betrachtung der historischen Performance – analog zur Vorgehensweise bei Fonds – ist für Zertifikate nicht geeignet, da sich mit der

abnehmenden Restlaufzeit das Preisverhalten der Produkte stetig ändert und Zertifikate für unterschiedlichste Marktszenarien emittiert werden.

Aufgrund der Besonderheiten von Zertifikaten ergeben sich zusätzliche Anforderungen an das Produkt. Die Methodik sollte berücksichtigen, dass es grundsätzlich keine Vorteilhaftigkeit bestimmter Zertifikatestrukturen und Basiswerte gibt, sondern dass diese von den Präferenzen und Markterwartungen der Anleger abhängt. Dennoch sollte ein Zertifikaterating verschiedene Strukturen vergleichbar machen. Dazu sind unter anderem eine Zerlegung eines jeden Zertifikats in seine Komponenten und eine aufwendige finanzmathematische Nachbewertung notwendig.

Elemente eines Zertifikateratings

Grundsätzlich lassen sich produktspezifische, gattungsspezifische und emittentenspezifische Elemente unterscheiden, die wiederum einen unterschiedlichen Grad an Objektivität aufweisen. Das Risiko von Zertifikaten ist beispielsweise mittels etablierter Risikokennzahlen objektivierbar, es muss die Asymmetrie der Auszahlungsstruktur der Produkte berücksichtigen. Je nach Anlagentyp sollte der Investor ein Produkt mit passendem Risiko wählen. Durch eine einheitliche Risikodarstellung aller Produkte lässt sich eine Bevorzugung von Strukturen und Basiswerten vermeiden. Auch die Handelbarkeit und die Kosten von Produkten sind wichtige Kriterien, die sich weitgehend objektiv und produktspezifisch – beispielsweise durch die Geld-Briefspannen beziehungsweise durch die Produktzerlegung und Nachbewertung – ermitteln lassen. Die vom Anleger in den Termsheets und auf den Homepages zusätzlich angebotenen Informationen zu den Produkten und Basiswerten sind insbesondere für die Auswahlent-

scheidung bei Anlageprodukten relevant. Dieses Kriterium kann als Gesamtheit für alle Produkte eines Emittenten oder für Produktgattungen erhoben werden. Das Knowhow und die Professionalität des Emittenten ließen sich durch eine Beurteilung der Mitarbeiter, des Handels, des Risikomanagements, des Vertriebs et cetera erfassen. Selbst bei einem Peergroup-Vergleich würde dieses Kriterium jedoch subjektiv sein. Da Zertifikate Inhaberschuldverschreibungen sind, spielt nicht zuletzt das Bonitätsrisiko eine bedeutende Rolle. Hier kann auf am Markt verfügbare Bonitätsratings, beobachtbare Credit Spreads sowie aus Aktienkursnotierungen extrahierte Ausfallwahrscheinlichkeiten zurückgegriffen werden. Dieses Kriterium ist emittentenspezifisch, ließe sich aber objektiv auf Basis der am Markt anerkannten Methoden berechnen.

Markttransparenz und Akzeptanz

Insbesondere das Risiko von Zertifikaten kann sich aufgrund von Kapitalmarktgegebenheiten rasch ändern, weshalb auch die Ratings der Produkte anders als bei Fondsratings eher schwanken können. Eine regelmäßige Aktualisierung der Ratings ist deshalb notwendig. Anlageberater und Investoren können von einem Zertifikaterating dann profitieren, wenn das Rating tatsächlich relevante Informationen zur Verfügung stellt, die sich über die Zeit als nachhaltig erweisen. Die Akzeptanz des Ratings wird zudem von der Abdeckung abhängen. Angesichts der fast 300 000 Zertifikate alleine auf dem deutschen Markt wird dieser Aspekt für die Ratingagenturen eine große Herausforderung darstellen.

Prof. Dr. LUTZ JOHANNING ist Professor für empirische Kapitalmarktforschung an der WHU – Otto Beisheim School of Management in Vallendar