

Interview mit Prof. Dr. Lutz Johanning, European Derivatives Group (EDG GmbH)



Prof. Dr. Lutz Johanning ist akademischer Leiter der European Derivatives Group (EDG GmbH), Inhaber des Lehrstuhls für Empirische Kapitalmarktforschung an der WHU – Otto Beisheim School of Management und Mitglied des Börsenrates der Eurex Deutschland.

WARRANTS UND ZERTIFIKATE
befragte Prof. Dr. Lutz Johanning, den akademischen Leiter der European Derivatives Group (EDG GmbH), zu den Zertifikate-Indizes.

WARRANTS UND ZERTIFIKATE:

Herr Prof. Johanning, die neuen Zertifikate-Indizes werden in den Medien als Teil einer Transparenzoffensive des Derivate-Marktes diskutiert. Welche Ziele verfolgen Sie mit der Veröffentlichung der Indizes und worin sehen Sie den konkreten Nutzen für den Anleger?

Prof. Johanning:

Die Zertifikate-Indizes stehen mit den jüngsten Vorstößen der Emittenten nicht in direktem Zusammenhang. Wir arbeiten schon länger an den repräsentativen Marktbarometern. Es handelt sich hierbei um ein Projekt der EDG in Kooperation mit Scoach. Natürlich begrüßen wir das positive Echo des Deutschen Derivate Verbands. Dass es in Finanzmarktsegmenten, die nach und nach umfangreicher werden, zu Indexbildungen kommt, ist ja ein ganz gewöhnlicher Vorgang. Wir freuen uns, für Indexlösungen am Zertifikatemarkt die Rolle des Innovators einzunehmen.

Das Ziel ist es, ein repräsentatives Abbild des Marktes für den jeweiligen Zertifikatentyp zu erhalten. Gleich vorweg: Dabei kann es sich ausdrücklich nicht um eine Art Best-of-Indizes handeln, die den durchschnittlichen Verlauf der vermeintlich attraktivsten Zertifikate darstellen. Der Markt besteht aus der Angebots- und der Nachfrageseite. Im breiten Angebot

der Emittenten ist immer auch eine Vielzahl an Zertifikaten vertreten, in denen kaum Volumen investiert ist. Auch wenn manche dieser von den Anlegern unbeachteten Papiere in bestimmten Marktphasen wie der aktuellen Baisse besonders gut abgeschnitten hätten, können sie den Indexverlauf nicht maßgeblich beeinflussen, denn sie sind nicht repräsentativ für den Markt. Die Nachfrageseite muss auf Basis des tatsächlich investierten Volumens entscheiden, welche Papiere den betreffenden Index stark oder weniger stark prägen.

Sie werden immer Zertifikate finden, die sich viel besser als der Zertifikate-Index entwickeln. Wenn der Anleger selbst in einzelne Produkte investiert, wird er den Index als Benchmark nutzen, die es zu schlagen gilt. Ein ebensolches Ziel verfolgen ja auch Anleger, die aus einem Aktienindex bestimmte Titel in der Hoffnung auf höhere Renditechancen selektieren. Mit den Zertifikate-Indizes können Investoren den Marktverlauf für den jeweiligen Zertifikatentyp beobachten und zum Beispiel entscheiden, ob die Papiere grundsätzlich als Depotbeimischung interessant sein könnten.

WARRANTS UND ZERTIFIKATE:

Die Indizes werden jeweils aus 20 Zertifikaten zusammengesetzt. Im Fall der Discount, Bonus und Outperformance Zertifikate werden ausschließlich Papiere auf den Basiswert EURO STOXX 50 verwendet. Wird das breite Angebot an Produkten innerhalb der jeweiligen Familie damit hinreichend abgebildet?

Prof. Johanning:

Wir wählen den EURO STOXX 50 Kursindex als Basiswert, weil hier das meiste Volumen investiert und die Produktanzahl am größten ist. Damit können wir den direkten Vergleich zum Basiswertverlauf darstellen. Als Kursindex enthält diese Benchmark zwar keine Dividendenzahlungen. Dafür sind natürlich in den Kursen der verwendeten, tatsächlich investierbaren Zertifikate alle Kosten eingerechnet. Das repräsentative Marktabbild erhalten wir durch unser Konzept zur Indexzusammensetzung. Die vorhandenen Produkte werden dabei in Klassen, so genannte Cluster eingeteilt, die den gesamten Markt abbilden. Diese Klassen werden unter anderem nach Laufzeiten und Basispreisen gebildet. Dann wählen wir pro Cluster mindestens ein Produkt aus, das die Klasse gut repräsentiert. Das Produkt wird nun in den Index aufgenommen und erhält eine Gewichtung entsprechend dem Volumen, das in die gesamte Klasse investiert ist. Wir bilden unter dem Strich also den gesamten Markt ab, während Sie im Index aber lediglich 20 Repräsentanten finden.

WARRANTS UND ZERTIFIKATE:

Planen Sie die Auflage weiterer Indizes, zum Beispiel für Express Zertifikate?

Prof. Johanning:

Die eindeutige Antwort lautet: ja. Es hängt jeweils davon ab, ob man die Index-Konstruktion ebenso gut umsetzen kann, wie das bei den bisher abgedeckten Zertifikatentypen der Fall ist. Express Zertifikate stehen eindeutig auf unserer Agenda.

Hauptthema



WARRANTS UND ZERTIFIKATE:

Auch ein Barometer für Reverse-Produkte, etwa für Reverse Bonus Zertifikate, könnte in der Langfristbetrachtung abgesehen vom Erfolg in der aktuellen Börsenbaisse interessant sein. Möglicherweise führen dort nicht einmal ausgedehnte positive Börsenphasen zu größeren Rückschlägen. Denn Aufwärtsbewegungen der Aktienmärkte laufen ja meistens doch etwas gemächlicher ab, sodass Barrierenverletzungen im Reverse Bonus Segment eventuell nicht übermäßig häufig zu beklagen wären.

Prof. Johanning:

Die Verfügbarkeit von Investments für seitwärts laufende oder fallende Börsen ist zweifellos eine Stärke des Zertifikatemarktes. Ein Index für Reverse Bonus Zertifikate könnte durchaus interessant sein. Als schwierig dürfte sich hier aber die Rückrechnung erweisen, da Reverse Bonus Zertifikate bekanntlich zu den neueren Produkttypen gehören. Die ersten Emissionen wurden im Jahr 2006 getätigt. Von da an hat es noch eine Weile gedauert, bis eine umfangreiche Produktpalette entstanden ist, die überhaupt eine sinnvolle Indexberechnung ermöglicht. Zudem besaßen die Papiere dann immer noch eine relativ lange Restlaufzeit, sodass sich der Reverse Bonus Mechanismus kaum ausgewirkt hätte. Das war auch beim Bonus-Index lange der Fall, bis sich im Sommer 2008 erstmals der Bonus Mechanismus abzeichnete. Zweifelsohne hat die Marktphase seit Januar 2008 Reverse Strukturen begünstigt, was sich auch in einem potenziellen Indexverlauf wiederfinden würde. Das heißt natürlich nicht,

dass zum Beispiel Reverse Bonus Zertifikate per se besser als „normale“ Bonus Papiere sind.

WARRANTS UND ZERTIFIKATE:

Entnehmen Sie aus der Beobachtung der bisherigen Indexverläufe Kritikpunkte am Zertifikate-Angebot? Gab es Überraschungen in der Auswertung?

Prof. Johanning:

Die Zertifikate-Indizes bieten ein repräsentatives Abbild des Marktes mit den größten Gewichtungen in den Papieren, in denen auch das meiste Volumen steckt. Kritikpunkte am Angebot der Emittenten lassen sich daraus nicht ableiten. Wie schon gesagt, hätten Sie in den umfangreichen Produktpaletten zweifelsohne auch Zertifikate gefunden, die im schwierigen Umfeld des Jahres 2008 deutlich besser abgeschnitten hätten, als es die Indizes zeigen. Wenn diese besser geeigneten Produkte jedoch kaum genutzt wurden, können sie den betreffenden Zertifikate-Index im Sinne eines repräsentativen Markttabbills auch nicht maßgeblich beeinflussen.

Eine – flüchtig betrachtet - kleine Überraschung gab es allenfalls beim Outperformance-Index. Angesichts der deutlich höheren Ertragschancen bei steigenden Basiswerten hätte man diesem Index erhöhte Verluste in der Baisse zugetraut, die jedoch so nicht zu beobachten waren. Hier wirkte sich die steigende Volatilität positiv auf die im jeweiligen Outperformance Zertifikat enthaltenen Call Optionen aus. Insofern war der Indexverlauf also letztlich doch keine Überraschung.

WARRANTS UND ZERTIFIKATE:

Würden Sie – sofern dies basierend auf der Analyse der Indizes denkbar ist – im Sinne der Anleger bestimmte Empfehlungen an die Zertifikate-Emittenten richten, beispielsweise mit einem grundsätzlichen Blick auf die Ausgestaltung der Produktparameter?

Prof. Johanning:

Aus der Analyse der Indizes ergibt sich das zwar nicht direkt. Aber ein verstärktes Angebot von Zertifikaten mit vergleichsweise kurzer Laufzeit könnte interessant sein. Man denke nur an Discount Papiere, die bei nahender Fälligkeit speziell vom zunehmenden Zeitwertverfall der verkauften Call Optionen profitieren. Bisher waren kurzlaufende Produkte steuerlich benachteiligt, aber ab 2009 werden die Karten neu gemischt. Die Zertifikate-Indizes werden kürzer laufende Papiere in Zukunft ganz automatisch stärker berücksichtigen, wenn das investierte Volumen hier kräftig wächst.

WARRANTS UND ZERTIFIKATE:

Herr Prof. Johanning, herzlichen Dank für das interessante Gespräch.

