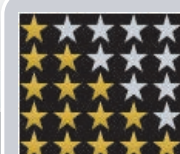


August 2009

Zertifikate-Ratings



*Welches Zertifikat entspricht meiner Risiko-
neigung? Ist der Emissionspreis angemessen
oder bietet mir ein Vergleichsprodukt
bessere Konditionen? Zertifikate-Ratings
sollen seit einiger Zeit Licht ins Dunkel bringen
und damit überforderten Anlegern Hilfestellung
bei der passenden Produktauswahl bieten - ein
Überblick.*

Dynamisch wachsende Märkte bergen stets das Risiko zunehmend undurchsichtiger zu werden; der Zertifikatemarkt bildet da keine Ausnahme.

Der Deutsche Derivate Verband (DDV) setzt sich als Standard-Setter seit Jahren für höhere Transparenzbestrebungen ein und formuliert seit einiger Zeit Anforderungen an effiziente Zertifikate-Ratings. Gemäß DDV sollte neben dem Risikoprofil, der Kostenstruktur und der Liquidität eines Produkts auch die Emittentenbonität sowie die Erfahrung der Bank in Bezug auf ihre Emissionstätigkeit in einer ganzheitlichen Produktbeurteilung berücksichtigt werden. Zurzeit bewerten vier Hauptanbieter die Qualität der auf dem Markt verfügbaren Zertifikatestrukturen - zum Teil mit unterschiedlichen Ansätzen.

Während die European Derivatives Group (EDG), Scope Analysis GmbH und Feri EuroRating Services AG auf rein quantitative Bewertungsmodelle abstellen, bezieht das Institut für Zertifikateanalyse (IZA, vormals FWW Rating GmbH) auch Expertenurteile als qualitative Faktoren in die Betrachtung mit ein.

Die Berücksichtigung der qualitativen Merkmale eines Zertifikats setzt eine aufwändige manuelle Einzelbetrachtung voraus. Aus diesem Grunde werden beim IZA lediglich umsatzstarke Neuemissionen bereits während der Zeichnungsfrist einem Rating unterzogen. Standardisierte Massenprodukte auf gängige Basiswerte bleiben hingegen außen vor. Die Mitbewerber können aufgrund der quantitativen Methodik auf Automatismen zurückgreifen und damit eine deutlich größere Marktabdeckung bei ihren Analysen gewährleisten (Scope ca. 200.000 Produkte, EDG ca. 100.000 Produkte, Feri ca. 50.000 Produkte). Im Folgenden sollen die Rating-Ansätze etwas näher beleuchtet werden:

► EDG-Rating:

Das Gesamturteil setzt sich bei der EDG

aus zwei gleichgewichteten Teilbewertungen zusammen. Zum Einen aus einer Qualitätsbeurteilung, in welche Daten zu den Kosten des Zertifikats, zum Handel, der Emittentenbonität oder der Informationsbereitstellung einfließen, zum Anderen aus einer nachgelagerten Risiko/Nutzen-Einstufung. Dieses "Risiko-Fit" trägt den differenzierten Risikoneigungen der Anleger Rechnung und unterteilt diese in fünf grundlegende Kategorien - von sicherheitsorientiert bis spekulativ. Da die Anforderungen an ein Produkt auch von der Zuordnung zu einer Zertifikate-Gruppe abhängen, wird bei den Gewichtungen innerhalb der Qualitätsbewertung zwischen Anlage- und Hebelzertifikaten unterschieden.

Das Gesamtergebnis spiegelt sich letztlich in einer Sterne-Skala wider, wobei die Beurteilung von "nicht geeignet" (kein Stern) bis "sehr gut" (fünf Sterne) reicht. Diese Einstufung ist jeweils in Bezug auf die interessierende Risikoklasse des Anlegers zu verstehen. So kann dasselbe Produkt für einen risikoaversen Investor als "nicht geeignet" klassifiziert sein, während es beispielsweise für einen spekulativen Anleger durchaus als "sehr gut" anzusehen ist.

► Scope-Rating:

Die Scope Analysis GmbH stellt in ihrem Bewertungsansatz auf die Rendite eines Zertifikats bei Fälligkeit ab, eine laufzeitbezogene Bewertung erfolgt demnach nicht. Erklärtes Ziel des Scope-Ratings ist es, die Konstruktion eines Zertifikats mit einer entsprechenden Direktinvestition zu vergleichen

Dazu wird mittels einer Wahrscheinlichkeitsverteilung der Erwartungswert im Verlustfall, sowie im Gewinnfall im Hinblick auf eine trendfreie Basiswertentwicklung ermittelt. Die Differenz beider Erwartungswerte entspricht dann der erwarteten Rendite des Zertifikats, sofern dieses bis zum Fälligkeitstermin gehalten wird. Neben diesem Chance-Risiko-Verhältnis wird die Handelsqualität anhand der homogenisierten Spreads sowie deren Schwankungsbreite, sowie die Emittentenbonität in die Gesamtbeurteilung mit einbezogen.

Das Rating-Ergebnis stellt sich letztlich als gewichteter Mittelwert der drei Parameter dar, wobei die Gewichtung mit Blick auf die

Zertifikatekategorie (Strukturierte Produkte, Nicht-strukturierte Produkte, Delta-1-Produkte) variiert. Die Verdichtung wird - analog zum EDG-Rating - anhand einer Sternekategorisierung vorgenommen. Eine "hervorragende Qualität" liegt auch hier bei fünf Sternen vor, "schlechte Qualität" wird durch einen Stern repräsentiert.

Die Bewertung der Zertifikate wird dabei täglich anhand der End-of-Day-Kurse neu vorgenommen.

► Feri-Rating:

Das Feri Zertifikaterating, als dritte auf quantitativen Methoden fußende Prüfmethodik, stellt auf zwei fundamentale Bewertungskomponenten ab.

Zu unterscheiden sind die Produktqualität, sowie die Emittentenqualität. Der Einfluss der Produktqualität wird mit 70% gegenüber der Emittentenqualität (30%) deutlich höher gewichtet. Innerhalb der Komponente Produktqualität wird zwischen Chance-Kriterien (Gewinnpotential sowie Gewinnwahrscheinlichkeit) und Risiko-Kriterien (Verlustpotenzial sowie Verlustwahrscheinlichkeit) für das jeweilige Zertifikat unterschieden. Die Bewertung dieser Kriterien wird anhand einer Brown'schen Bewegung mit 10.000 potentiellen Kursverläufen vorgenommen. Die sich ergebenden Renditen und Wahrscheinlichkeitsverteilungen bilden die Grundlage für die zuvor genannten Chance/Risiko-Kennzahlen. Die Kennzahlen werden schließlich - je nach Zertifikatetyp differenziert - gewichtet und addiert, so dass entsprechend eines normierten Punktesystems Werte zwischen 1 und 100 erzielt werden können. Den Punktwerten werden nun Buchstaben (von "a" bis "e") zugeordnet, wobei "a" für die bestmögliche Produktqualität steht.

Die Emittentenqualität wird nach sehr ähnlichen Kriterien ermittelt. Es fließen drei Komponenten in die Betrachtung ein. Die Erfahrung des Emittenten (Emissionserfahrung sowie Qualität der Produktpalette), die Fairness (Mistrades sowie Handelskonstanz) sowie die Stabilität (repräsentiert durch die Kennzahlen Credit Spread (aktuell, dynamisch) und die Bonität). Auch hier wird je Kennzahl eine Normierung zwischen 1 und 100 Punkten vorgenommen, wobei eine nachgeschaltete Gewichtung letztlich zu einer Gesamtpunktzahl für die

Emittentenqualität führt. Auch diese Punktzahl wird auf eine Buchstabenskala übertragen. Das letztlich vergebene Qualitätssiegel setzt sich aus einem Gesamtrating (bestehend aus Produkt- und Emittentenqualität) sowie den beiden geschilderten Einzelratings zusammen. Das Gesamtrating wird dabei durch einen Großbuchstaben repräsentiert. Das Rating "Aba" weist somit eine "A"-Klassifizierung für das Gesamtprodukt aus, wobei die Produktqualität mit "b" und die Emittentenqualität mit "a" bewertet wurden. Die maximal zu erreichende Bestnote wäre somit analog zu den Banken- und Fondsratings - ein Aaa-Rating, während Eee für ein Zertifikat niedrigerer Güte stehen würde. Die Bewertung wird auch bei Feri auf täglicher Basis neu vorgenommen.

Eine Risikoklassifizierung, wie sie etwa EDG oder Scope vornehmen, wird von Feri nicht vollzogen. Ob das geratete Zertifikat somit dem Sicherheitsbedürfnis des Anlegers entspricht, bleibt offen.

► IZA-Rating:

Das Institut für Zertifikateanalyse verfolgt eine etwas andere Zielsetzung als seine Mitbewerber. So stehen hier lediglich neu emittierte, vertriebslastige Produkte auf dem Prüfstand.

Die Methodik gliedert sich in drei grundlegende Schritte auf. Zunächst wird eine Risikoklassifizierung auf Basis des Value at Risk (VaR) vorgenommen, wodurch ein Risiko-Fit zwischen Anleger und Zertifikatprofil hergestellt wird. Die Klassen reichen

von sicherheitsorientiert (Klasse 1) bis spekulativ (Klasse 5), in Abhängigkeit vom potentiellen Verlustrisiko des Produkts. In die Value at Risk-Betrachtung fließt neben Kriterien des Marktrisikos auch die Emittentenbonität (repräsentiert durch die Änderungen der Credit Spreads des emittierenden Instituts) als Faktor ein.

Der zweite Schritt der IZA-Methodik besteht in einem quantitativen Rating. Hier wird auf die Ergebnisse des bereits angeführten EDG-Ratings zurückgegriffen.

Der entscheidende Mehrwert wird jedoch durch den dritten Schritt generiert, die qualitative Bewertung durch Experten. Hierbei handelt es sich um eine Beurteilung, welche 13 Prüfkriterien der Kategorien "Konzept", "Kosten" und "Kommunikation" subsumiert. Neben den auch von anderen Rating-Agenturen berücksichtigten Punkten etwa zur Handelsqualität oder den Kosten des Zertifikats, werden bei der IZA auch gezielt die Marketingmaßnahmen der jeweiligen Bank einer Prüfung unterzogen. So erfolgt eine Beurteilung der Sinnhaftigkeit des Produktnamens ebenso wie eine Sichtung der Verkaufsprospekte und des Internetauftritts.

Die Gewichtung der drei Kategorien (Konzept, Kosten, Kommunikation) wird in Abhängigkeit von der zuvor ermittelten Risikoklasse für jede Zertifikatsstruktur differenziert vorgenommen. So erfährt etwa die Handelsqualität bei spekulativen Turbo-Optionsscheinen eine höhere Gewichtung, während bei erklärungsbedürftigeren Kapitalschutzprodukten ein stärkeres Augen-

merk auf die Gestaltung der Vertriebsunterlagen gelegt wird.

Auch beim Institut für Zertifikateanalyse vertraut man dem anlegerfreundlichen Sterne-System. Analog zur EDG-Klassifizierung können für eine sehr gute Zertifikatequalität maximal "fünf Sterne" vergeben werden. Kaum geeignete Strukturen erhalten das Prüfsiegel "ein Stern".

Es hat sich einiges bewegt in Sachen Transparenz, das bleibt festzustellen. Wenngleich ein offizielles Gutachten im Auftrag des Deutschen Derivate Verbands den derzeitigen Rating-Ansätzen gute Noten bescheinigt, so werden auch Stimmen laut, die die Sinnhaftigkeit verschiedener Methodiken anzweifeln. So ergaben Stichprobenhafte Überprüfungen von als "sehr gut" gerateten Produkten, dass sich unter ihnen durchaus etwa Bonuszertifikate mit bereits gerissener Kursbarriere befanden.

Anlegern kann ein solches Rating also bestenfalls einen ersten Anhaltspunkt für die Grobauswahl potentieller Produkte bieten. Generell empfiehlt es sich, die Analysen der verschiedenen Institute miteinander zu vergleichen. Eine Kondensation der zahlreichen Einflussfaktoren auf ein globales Qualitätsurteil erscheint zwar wünschenswert, bildet die komplexen Abhängigkeiten der Realität jedoch zumeist nicht hinreichend genug ab. Die eierlegende Wollmilchsau scheint also auch im Bereich der Zertifikate-Ratings derzeit noch auf ihre Entdeckung zu warten.

SJ



Vergleich Rating-Agenturen

Kriterium	EDG	Scope	Feri	IZA
Verfahren	eher quantitativ	quantitativ	quantitativ	quantitativ und qualitativ
Risikoklassifizierung	✓	✓	-	✓
Anzahl Zertifikate	ca. 100.000	ca. 200.000	ca. 50.000	wenige
Rating-Symbolik	Fünf-Sterne-System	Fünf-Sterne-System	Buchstabenklassifizierung	Fünf-Sterne-System
Zielgruppe	Privatanleger, Berater	Privatanleger, Berater, professionelle Nutzer	Privatanleger, Berater	Privatanleger, Berater
Produktgruppen	prinzipiell alle Produkte der partizipierenden Emittenten	Anlageprodukte	Bonus-, Discount-, Garantie- und Indexzertifikate	umsatzstarke Anlageprodukte im Primärmarkt
Update-Frequenz	laufende Überwachung, maximal nach zwei Wochen	täglich, End of Day	täglich, sofern Kurs vorliegt	gemäß EDG
Kosten des Ratings	kostenlos	kostenlos, Detailanalyse kostenpflichtig	kostenlos	kostenlos
Wo einsehbar?	OnVista, Finanztreff, Börse Online, Scoach, DDV, S-Broker, finanzen.net, t-online	OnVista (z.T.), Euwax (z.T.), eigener Webauftritt	eigener Webauftritt	eigener Webauftritt
Link	www.derivatives-group.com	www.scope-zertifikate.de	www.feri-zertifikaterating.de	www.iza.de

Entwicklung des Zertifikatevolumens bezogen auf den deutschen Markt

Entwicklung der Emissionszahlen nach Produktgruppen*

Produktgruppe	Jan.	Feb.	März	April	Mai	Juni	Juli	Trend
Index-/Basketzertifikate	29	16	20	26	58	6	45	
Discount-Zertifikate	8137	7093	9979	5710	6538	5434	9914	
Bonus-Zertifikate	4821	3969	4196	3174	5392	3278	5825	
Reverse Convertibles	2680	912	2868	1323	1311	1158	1796	
Express-Zertifikate	32	32	33	40	46	37	70	
Garantieprodukte	238	71	194	145	104	153	192	
Knock-Out Produkte	18666	13015	18031	13643	13943	13170	16384	
sonstige Zertifikate	844	354	845	863	894	1019	1014	
Gesamt	35447	25462	36166	24924	28286	24255	35240	

*bezogen auf den deutschen Markt

Quelle: Deriva GmbH 2009

Top 20 der Basiswerte* Zeitraum Juli 2009

Basiswert	Anzahl Zertifikate
DAX	4917
DJ Euro Stoxx 50 Price Index (EUR)	1250
Deutsche Bank AG	766
EUR/USD	696
ThyssenKrupp AG	660
Daimler AG	628
Gold	601
Allianz SE	592
Siemens AG	586
BASF SE	584
Commerzbank AG	555
MAN	498
Deutsche Boerse AG	485
Bayer AG	459
Silver	440
E.ON AG	435
DJ Industrial Average Index	430
Deutsche Telekom AG	423
Brent Crude Future Contract	421
K+S AG	421

*bezogen auf den deutschen Markt

Quelle: Deriva GmbH 2009

Umsatzvolumen und emittentenspezifische Marktanteile* Zeitraum Juli 2009

	Index/Basket	Discount	Bonus	RevCon	Express
Gesamtvolumen (EUR)	426 Mio.	743 Mio.	586 Mio.	289 Mio.	186 Mio.
Nettoabsatz	- 12 Mio.	147 Mio.	17 Mio.	128 Mio.	- 132 Mio.
Top 3 Emittenten Umsatzvolumen	Deutsche Bank (45,2%)	Deutsche Bank (34,2%)	Deutsche Bank (31,2%)	Sal. Oppenheim (42,7%)	Deutsche Bank (40,8%)
	Société Générale (29,3%)	Commerzbank (18,9%)	Commerzbank (16,6%)	Deutsche Bank (24,4%)	Commerzbank (17,9%)
	ABN Amro (RBS) (8,3%)	BNP Paribas (9,7%)	Société Générale (11,7%)	Commerzbank (9,0%)	HypoVereinsbank (7,7%)
Gesamtvolumen (EUR)	Garantie	Knock-Out	Sonstige	Gesamt	
	286 Mio.	1420 Mio.	240 Mio.	4.176 Mio.	
Nettoabsatz	- 91 Mio.	- 61 Mio.	- 36 Mio.	- 41 Mio.	
Top 3 Emittenten Umsatzvolumen	West LB (20,7%)	Commerzbank (25,5%)	ABN Amro (RBS) (20,8%)	Deutsche Bank (26,1%)	
	DeuBa London (14,8%)	ABN Amro (RBS) (21,8%)	Commerzbank (17,8%)	Commerzbank (17,7%)	
	LBBW (7,9%)	Deutsche Bank (20,0%)	LB Berlin (13,7%)	ABN Amro (RBS) (11,2%)	

*Börsenumsatz Frankfurt und Stuttgart

Quelle: Deriva GmbH 2009

DE000CM5MRU7

Top-Zertifikate des Monats* nach Handelsvolumen

ISIN	Emittent	Produktgruppe	Handelsvolumen (EUR)
DE0007093353	Deutsche Bank	Open-End Indexzertifikat	98 Mio.
DE000SG3G269	Société Générale	Open-End Indexzertifikat	96 Mio.
DE000CM5MRM4	Commerzbank	Unlimited Turbo Bear	72 Mio.

*Börsenumsatz Frankfurt und Stuttgart

Quelle: Deriva GmbH 2009