

November 2008

### Zertifikate im Umfeld der Finanzmarktkrise



*Nie war sicher Geglauhtes so unsicher wie heute. Wurden die verpflichtenden Hinweise auf das potenziell bestehende Emittentenausfallrisiko - wenn überhaupt - bislang eher beiläufig zur Kenntnis genommen, so hat sich dies nun grundlegend geändert. Der Zertifikatemarkt steht vor einer nie dagewesenen Identitätskrise. Doch wie konnte es eigentlich zu einer solchen Entwicklung kommen?*

Mit dem Auftreten der Subprimekrise im Jahr 2007 war die amerikanische Investmentbank Bear Stearns gezwungen bei drei ihrer Hedge-Fonds Insolvenz anzumelden. Entsprechende Gerüchte über Liquiditätsengpässe der Bank blieben nicht aus. Das Finanzinstitut dementierte derlei Meldungen bis zuletzt, lenkte jedoch im Frühjahr 2008 ein. Mit der öffentlichen Bekanntgabe bestehender Zahlungsschwierigkeiten (14. März 2008) brach der Aktienkurs von Bear Stearns dramatisch ein. Eine Insolvenz stand unmittelbar bevor. Als selbsterfüllende Prophezeiung titulierte die Bank selbst den Umstand: Die Illiquidität wurde deshalb Wirklichkeit, weil ständig Gerüchte hierüber verlautet wurden. Gerettet wurde die fünfgrößte Investmentbank letztendlich durch Finanzspritzen des Konkurrenten JP Morgan Chase und der amerikanischen Zentralbank (Federal Reserve). Erstere übernahm am 30. Mai die angeschlagene Bank dann vollständig.

Weniger glimpflich ist die Finanzmarktkrise für das Bankhaus Lehman Brothers ausgegangen. Die Investmentbank musste bereits zu Zeiten der Subprimekrise 3,3 Mrd. US-Dollar abschreiben. Im Laufe des Jahres 2008 erfolgten zwei bedingte Kapitalerhöhungen zur Abwendung drohender Liquiditätsengpässe. Die Bekanntgabe eines erwarteten Quartalsverlustes in Höhe von 3,9 Mrd. US-Dollar trieb die drittgrößte In-

vestmentbank der USA an den Rand einer Insolvenz. Bemühungen, die Investment- und Immobiliensparte des Unternehmens zu veräußern, scheiterten aufgrund zu hoher Risiken für potenzielle Käufer, sodass Lehman Brothers am 15. September tatsächlich Gläubigerschutz nach US-Recht (Chapter 11) beantragen musste.

Für die Zertifikatebranche hat die Finanzkrise - und die Lehman-Pleite im Besonderen - weittragende Auswirkungen. Da es sich bei Zertifikaten rechtlich gesehen um Inhaberschuldverschreibungen handelt, sind sie nicht durch Sondervermögen abgesichert. Besitzer von Zertifikaten tragen daher vollständig das sogenannte Emittentenausfallrisiko und werden im Falle eines Emittentenausfalls lediglich aus der Insolvenzmasse bedient. So geschehen im Fall Lehman Brothers. In Deutschland geht man derzeit von mehreren zehntausend Betroffenen aus. Anstößig für viele private Investoren ist dabei der Umstand, dass diverse, nun wertlose Finanzprodukte mit "Garant" oder "Garantie" betitelt waren und einen 100%igen Kapitalerhalt versprochen. Dass dieser jedoch zum einen regelmäßig nur bei Fälligkeit als gesichert betrachtet werden kann und ferner das bestehende Emittentenausfallrisiko gedanklich praktisch ausgeklammert wurde, ändert die Situation hinsichtlich des Risikoprofils hingegen grundlegend.

Während die vertreibenden Institute dieser Produkte durch ihre Verträge abgesichert und auch rechtlich gut aufgestellt sind, ist der Schaden für sie vor allem auf den Imageverlust bezogen. Denn obwohl Lehman Brothers in Deutschland lediglich über einen geringen Marktanteil verfügte, sind die Negativmeldungen in den Medien branchenprägend. Vor diesem Hintergrund erscheint dabei durchaus die Frage erlaubt, warum es auf dem deutschen Markt nicht zu einer gemeinschaftlichen Rettungsaktion gekommen ist. Die wichtigsten Emittenten hätten hier beispielsweise die aus den Schuldverschreibungen erwachsenen Verpflichtungen ausstehender Lehman Zertifikate übernehmen können, um einem Image- und Vertrauensverlust vorzubeugen. Eine in diese Richtung zielende Frage auf dem Deutschen Derivate Tag in Frankfurt wurde dahingehend beantwortet, dass derlei Bestrebungen durchaus ver-

sucht wurden, Lehman Brothers sich hingegen nur wenig kommunikativ zeigte. Fraglich bleibt derweil, wie es in Zukunft um die Zertifikatebranche bestellt ist. Die Rufe nach mehr Transparenz der oftmals selbst für Experten undurchsichtig gepreisten Produkte werden immer lauter. Der Deutsche Derivate Verband (DDV) reagiert hierauf bereits mit einer umfassenden Transparenzoffensive und bietet auf seinen Seiten Informationen zur Emittentenbonität. Hierbei werden neben den Credit Ratings großer Banken auch deren Credit Spreads zeitnah veröffentlicht. Credit Spreads stellen dabei den Zinsaufschlag dar, den eine kapitalaufnehmende Bank (repräsentiert durch eine entsprechende Unternehmensanleihe) im Vergleich zu einer Referenzanleihe hinzunehmen hat. Als Referenz dienen hier meist nicht-ausfallbehaftete Papiere wie Bundesanleihen gleicher Laufzeit (Duration). In den Credit Spreads spiegelt sich somit die aktuelle Bonitätserwartung des Marktes wider. Wie sich Credit Spreads auf den Wert von Zertifikaten übertragen, zeigt die wissenschaftliche Studie "Credit Risk and Bank Margins in Struc-



#### Credit Ratings

Emittent	Moody's / S & P / Fitch
ABN Amro	- / AA- / AA
Barclays	Aa1 / AA / AA
Bayerische Hypo	Aa2 / A / A+
BHF-Bank	- / - / A
BNP Paribas	Aa1 / AA+ / AA
Calyon	Aa1 / AA- / AA
Citigroup	Aa3 / AA- / AA
Commerzbank	Aa3 / A / A
Credit Suisse	- / A+ / AA
Deutsche Bank	Aa1 / AA- / AA
Dresdner Bank	Aa3 / A / A+
DZ Bank	Aa3 / A+ / A+
Erste Group Bank	Aa3 / A / A
Goldman Sachs	Aa3 / AA- / AA
HSBC Trinkaus	- / - / AA
HSH Norbank	Aa2 / A / A
HypoVereinsbank	A1 / A+ / A
ING-Bank	Aa1 / AA / AA
J.P. Morgan	Aaa / AA / AA
Landesbank Berlin	A1 / - / AA
Landesbank BW	Aa1 / A+ / A+
Merrill Lynch	A2 / A / A+
Morgan Stanley	A1 / A+ / AA
NATIXIS	Aa3 / AA- / A+
Nomura	A3 / A- / -
Norddeutsche LB	Aa1 / A / A
Rabobank	Aaa / AAA / AA+
Royal Bank of Scotland	Aa2 / AA- / AA
Sal. Oppenheim	- / - / A
SEB	Aa2 / A+ / A+
Société Générale	Aa2 / AA- / AA
UBS	Aa2 / AA- / AA
Vontobel	A2 / A / -
WestLB	A2 / A- / -
WGZ Bank	Aa3 / - / -

Quelle: Bloomberg

tured Financial Products: Evidence from the German Secondary Market for Discount Certificates", downloadbar unter:

[www.deriva.de](http://www.deriva.de) -> Research

Analog zur bekannten Markowitz-Theorie wird zukünftig nun neben den verschiedenen Asset-Klassen auch auf eine Mischung des Portfolios im Hinblick auf verschiedene Emittenten zu achten sein. Nur so kann das Risiko eines Kreditereignisses signifikant reduziert werden. Um die Gunst zurückhaltender Anleger zurückzugewinnen werden derzeit auch Möglichkeiten diskutiert, Zertifikate differenziert zu besichern. Bereits jetzt werden Produkte angeboten, die ein Emittentenrisiko ausschließen, indem das Kapital mit Einlagen absichert wird. Ein konkretes Beispiel bietet seit neuestem die DWS GO. Unter der Bezeichnung DWS GO SAFE finden sich Produkte, die ein Emittentenrisiko explizit ausschließen. Gewährleistet wird dies über den Kauf von Staatsanleihen, die anschließend in ein gesichertes Sondervermögen eingebracht werden, dessen Werte im Falle einer möglichen Insolvenz des Emittenten vor Zugriffen geschützt sind. Solch eine Absicherung ist jedoch stets mit Renditeeinbußen verbunden. Wie hoch diese im Einzelnen für den Anleger ausfallen, ist dabei zumeist ungewiss. Die DWS GO gibt für ihr auf den Euro Stoxx 50 lautenden Discounter (DE000DWS0KQ2) eine Maximalrendite von 8,7 % (indikativ) an. Vergleichbar ausgestattete Discounter der herkömmlichen Art bieten hier durchweg höhere Renditen. Der Anleger muss letztendlich abwägen, wie viel ihm diese zusätzliche Sicherheit wert ist. Denkbar wäre in Zukunft auch eine Spaltung des Zertifikatemarkts in gegen Ausfallrisiken gesicherte und ungesicherte Zertifikate, wobei erstere eher für konservative Privatanleger geeignet wären. Die Vermutung, dass sich die Branche derzeit von den übertrieben komplexen Produkten hin zu einfacheren Strukturen bewegt, zeigen die Emissionszahlen des vergangenen Mo-



nats (vgl. Tabelle 1, Seite 3). Hier konnten starke Anstiege bei den Standardprodukten wie Discountern, Bonus- oder auch Knock-Out Zertifikaten verzeichnet werden, während Garantieprodukte und Express-Zertifikate rückläufige Emissionszahlen aufweisen.

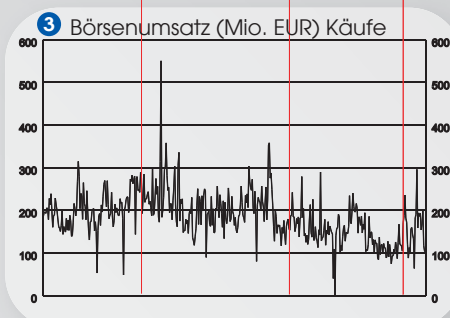
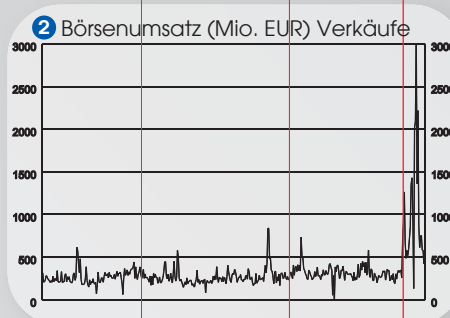
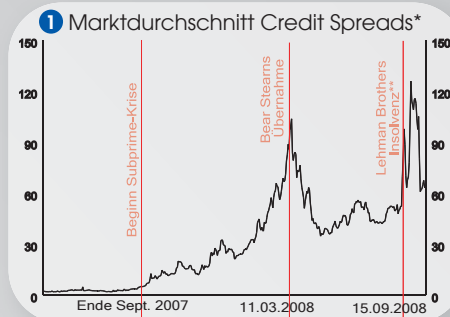
Wie stark sich die Verwerfungen am Finanzmarkt während der letzten Monate auf das Marktsentiment ausgewirkt haben, lässt sich plakativ anhand einer durchschnittlichen Kurve der Credit Spreads nachvollziehen (Diagramm 1). Die Grafik stellt die gemittelten Credit Spreads verschiedener deutscher Großbanken im Zeitverlauf dar. Ein erster Anstieg konnte zu Beginn der Subprime-Krise (Ende Juli 2007) verzeichnet werden. Die Credit Spreads vergrößerten sich mit steigender Marktunsicherheit über die Monate bis zu einem ersten Peak (Bear-Stearns-Übernahme 11-17.03.2008). Nach einer leichten Beruhigung über die Sommermonate brachte die viel diskutierte Lehman-Pleite die Credit Spreads auf einen neuen Höchststand (Mitte September 2008). Die sich anschließende Insolvenz des US-amerikanischen Sparkassenunternehmens Washington Mutual trug ihr Übriges zur Verunsicherung der Finanzbranche bei.

Die Zusammenhänge spiegeln sich quasi idealtypisch in den Umsatzvolumina der Zertifikate wider. Diagramm 2 zeigt das Verkaufsvolumen an den Börsen Frankfurt und Stuttgart. Während die Subprime-Krise sowie die Bear-Stearns-Übernahme zunächst als lediglich den US-Markt betreffende Phänomene wahrgenommen wurden, zeigte die Insolvenz von Lehman Brothers deutliche Reaktionen am Zertifikatemarkt. Die Verkäufe explodierten nach Bekanntwerden auf ein Rekordniveau. Am 08.10.2008 wurden an beiden Börsen kumuliert Papiere im Wert von nahezu drei Milliarden EUR verkauft.

Die Kaufseite reagierte erstaunlicherweise sehr verhalten auf die Bewegungen am Markt. Diagramm 3 verdeutlicht den Börsenumsatz (Käufe) derselben Zeitspanne. Einzig die Schwankungsbreite nahm im Betrachtungszeitraum ab Spätsommer etwas zu, die absoluten Umsätze hingegen reagierten im Mittel nur mit leichten Rückgängen.

Es bleibt abzuwarten wie die Branche auf die jüngsten Entwicklungen reagieren wird. Nicht selten lagen in schwierigen Phasen auch neue Chancen begründet.

SJ



\* Credit Spreads als arithmetisches Mittel der folgenden Banken  
Commerzbank, UBS, BNP Paribas, Dresdner Bank,  
Deutsche Bank, Citigroup, HSBC, DZ Bank, ABN Amro,  
Société Générale, West LB

\*\* gefolgt von Washington Mutual Insolvenz  
(aus Gründen der Übersicht nicht im Diagramm ausgewiesen)

## Entwicklung des Zertifikatevolumens bezogen auf den deutschen Markt

### Entwicklung der Emissionszahlen nach Produktgruppen\*

Produktgruppe	April	Mai	Juni	Juli	August	Sept.	Oktober	Trend
Index-/Basketzertifikate	104	21	43	54	49	70	5	
Discount-Zertifikate	5149	7208	8037	10003	6351	6910	12860	
Bonus-Zertifikate	5830	3581	6390	7745	3615	6059	9646	
Reverse Convertibles	619	826	1144	1153	1202	1391	2203	
Express-Zertifikate	82	97	104	48	49	44	35	
Garantieprodukte	217	871	337	1395	618	377	148	
Knock-Out Produkte	13926	12158	12125	20256	15944	20134	28795	
sonstige Zertifikate	458	1097	973	1355	599	850	336	
Gesamt	26385	25859	29153	42009	28427	35835	54028	

\*bezogen auf den deutschen Markt

Quelle: Deriva GmbH 2008

### Top 20 der Basiswerte\*

Basiswert	Anzahl Zertifikate
DAX	8480
DJ Euro Stoxx 50	2050
EUR/USD	1112
Deutsche Bank AG	882
Daimler AG	866
DJ Industrial Average Index	772
EUR/JPY	768
ThyssenKrupp AG	767
Siemens AG	767
Allianz SE	766
MAN AG	755
NASDAQ 100	741
BASF SE	732
Deutsche Post AG	697
Bayer AG	688
Commerzbank AG	681
Metro AG	661
Gold	646
K+S AG	644
Muenchener Rueck AG	639

\*bezogen auf den deutschen Markt

Quelle: Deriva GmbH 2008

### Umsatzvolumen und emittentenspezifische Marktanteile\* Zeitraum Oktober 2008

	Index/Basket	Discount	Bonus	RevCon	Express
<b>Gesamtvolumen (EUR)</b>	1.074 Mio.	2.240 Mio.	2.645 Mio.	22 Mio.	8.191 Mio.
<b>Nettoabsatz</b>	- 526 Mio.	-1.292 Mio.	-1.762 Mio.	- 2 Mio.	- 7.090 Mio.
<b>Top 3 Emittenten Umsatzvolumen</b>	Société Générale (27,0%)	ING Groep (21,7%)	Deutsche Bank (19,4%)	Sal. Oppenheim (42,3%)	Dresdner Bank (72,8%)
	Deutsche Bank (23,2%)	Commerzbank (18,5%)	BNP Paribas (9,0%)	LBBW (13,9%)	West LB (11,0%)
	ABN Amro (12,5%)	Deutsche Bank (17,0%)	Commerzbank (8,6%)	BHF Bank (13,7%)	LB Berlin (6,1%)
<b>Gesamtvolumen (EUR)</b>	<b>Garantie</b>	<b>Knock-Out</b>	<b>Sonstige</b>	<b>Gesamt</b>	
	3.731 Mio.	1.846 Mio.	3.370 Mio.	23.119 Mio.	
<b>Nettoabsatz</b>	- 3.250 Mio.	- 112 Mio.	- 973 Mio.	- 17.039 Mio.	
<b>Top 3 Emittenten Umsatzvolumen</b>	JP Morgan (34,3%)	ABN Amro (27,8%)	Dresdner Bank (38,8%)	Dresdner Bank (25,3%)	
	Barclays Capital (28,6%)	Deutsche Bank (21,6%)	Goldman Sachs (17,8%)	JP Morgan (11,5%)	
	Dresdner Bank (8,9%)	Commerzbank (17,4%)	LB Berlin (8,5%)	Deutsche Bank (9,7%)	

\*Börsenumsatz Frankfurt und Stuttgart

Quelle: Deriva GmbH 2008

### Top-Zertifikate des Monats\* nach Handelsvolumen

ISIN	Emittent	Produktgruppe	Handelsvolumen (EUR)
DE000DR1VLH1	Dresdner Bank	Express-Zertifikat	1328 Mio.
DE000DR6YTN5	Dresdner Bank	Alpha-Express-Zertifikat	1068 Mio.
DE000DR5XZF2	Dresdner Bank	Alpha-Express-Zertifikat	1054 Mio.

\*Börsenumsatz Frankfurt und Stuttgart

Quelle: Deriva GmbH 2008