

Markttransparenz durch Zertifikate-Ratings
Rahmenbedingungen, Konstruktion, Einsatzmöglichkeiten

FFF Europäisches Finanz Forum
Frankfurt, 11. Mai 2009

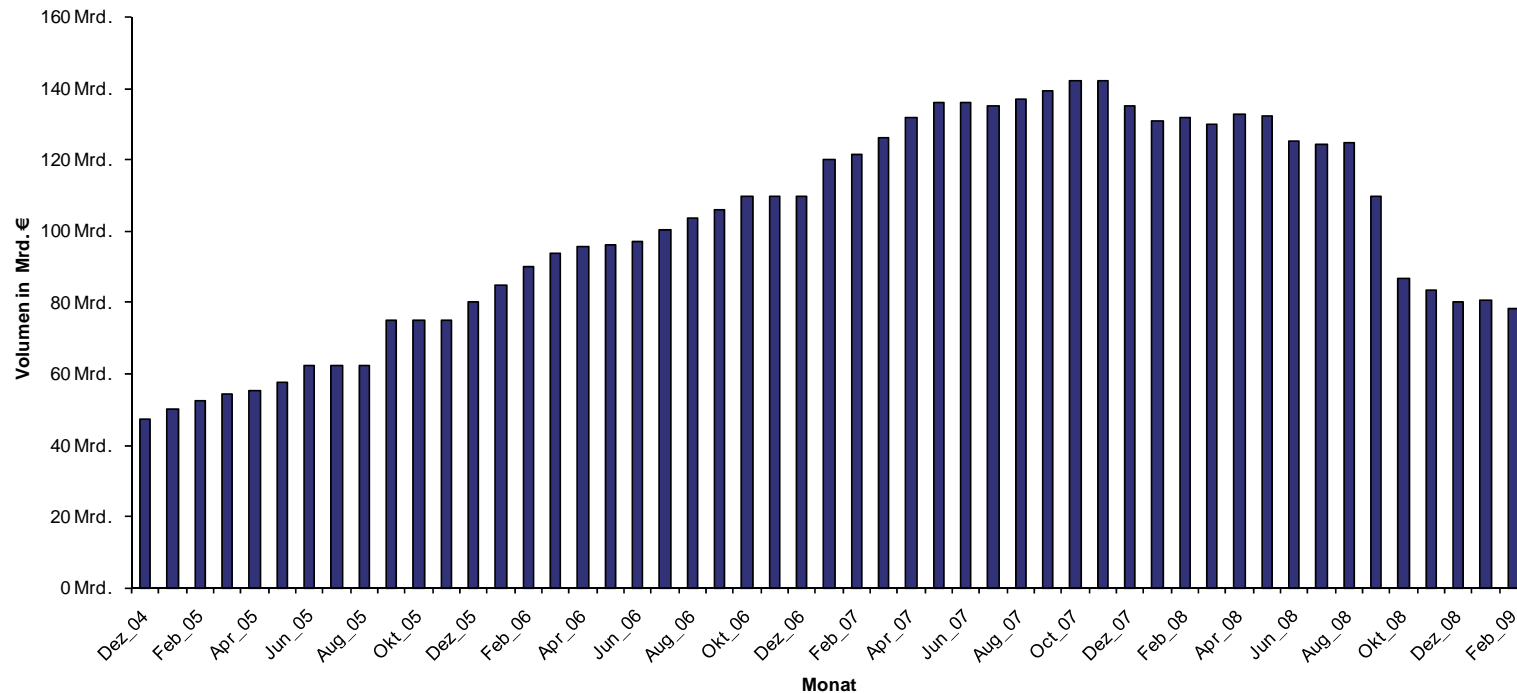
Prof. Dr. Lutz Johanning
Chair of Empirical Capital Market Research
WHU – Otto Beisheim School of Management
Burgplatz 2, 56179 Vallendar



*Excellence in
Management
Education*

Größe und Dynamik des Marktes

- Ausstehendes Volumen von 2004 bis 2008 mehr als verdoppelt
- Deutlicher Rückgang des Volumens im Rahmen der Finanzkrise 2008 u.a. aufgrund von Preiseffekten
- Marktvolumen in Deutschland Ende Februar 2009: ca. 78 Mrd. EUR



Quelle: DDV, Marktvolumenstatistiken Dezember 2004 bis Februar 2009

Ausgangssituation

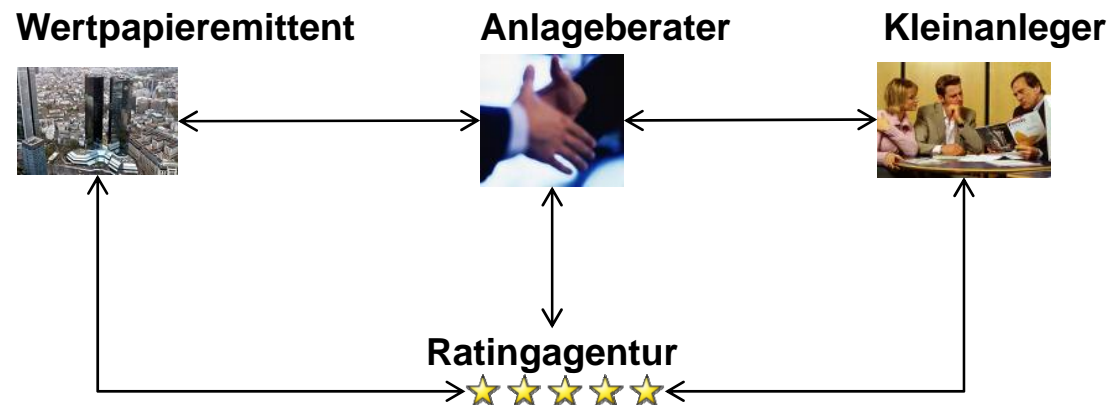
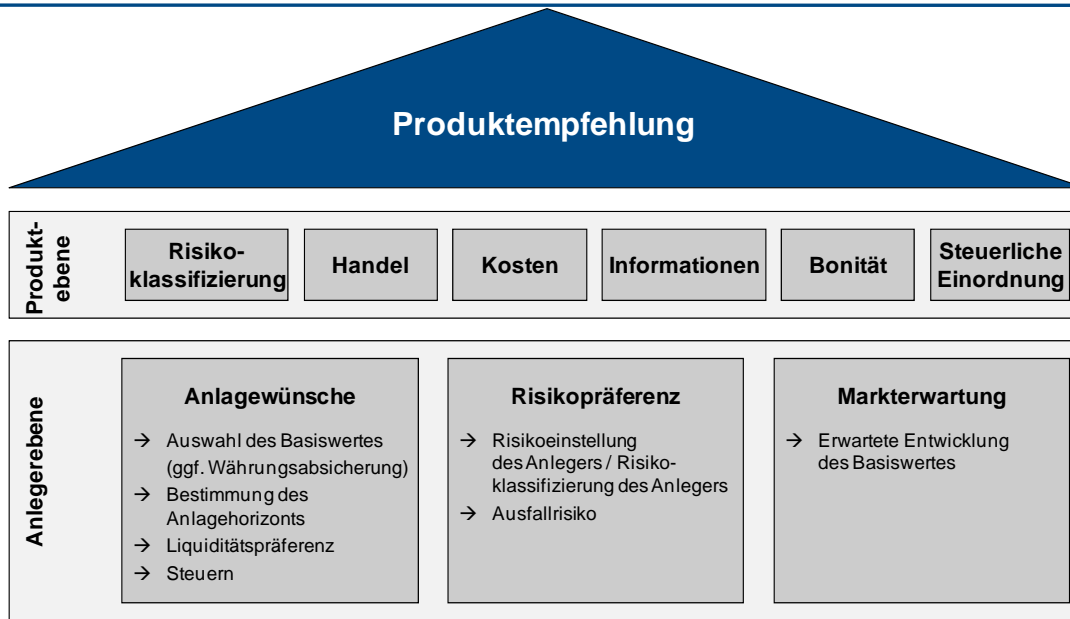
Fonds

- 1950** Einführung der Investmentanlage in Deutschland
- 1957** Gesetz über Kapitalanlagegesellschaften (KAGG) regelt Wertpapierfonds
- 1970** Gründung des BVI Bundesverband Deutscher Investment-Gesellschaften e.V.
- 1974** Gründung der Europäischen Investmentvereinigung (FEFSI; seit 2005: EFAMA)
- 1992** Morningstar Ratings
- 1995** DVFA Schulung Certified International Investment Analysts
- 2003** BVI-Wohlverhaltensregeln
- 2004** Derivate-Verordnung Risikoberechnung nach VaR
- 2007** Marktvolumen in Publikumsfonds 460 Mrd. €

Zertifikate

- 1995** Erstes Discountzertifikat
- 2000** geschätztes Marktvolumen 2 Mrd. €
- 2003/4** Gründung des Deutschen Derivate Instituts und des Derivate Forums
- 2005** Einführung der Risikoklassifizierung
- 2006** Derivate Kodex
- 2007** Einführung von Zertifikate-Schulungen
- 2007** Marktvolumen in Zertifikaten 135 Mrd. €
- 2005/8** Zertifikateratings
- 2008** Gründung des Deutschen Derivate Verbands, Gründung des Europäischen Zertifikateverbands, Einführung Risikoklassen in Österreich und Schweiz

Dynamische Risikoklassifizierung und Rating



Ratingbestandteile:

1. Einstufung von Risiko, Bonität und Liquidität
2. Relative Gesamtkosten

Problemstellung

Zertifikate....

... ermöglichen eine maßgeschneiderte Kapitalanlage,

... sind aber komplexer und damit beratungsintensiver als klassische Anlageprodukte!

Zentrale Fragestellung:

1. Welche Transparenz benötigt der Zertifikatemarkt?
2. Was kann eine dynamische Risikoklassifizierung leisten?
3. Was kann ein Zertifikate-Rating leisten?

Agenda

Einleitung

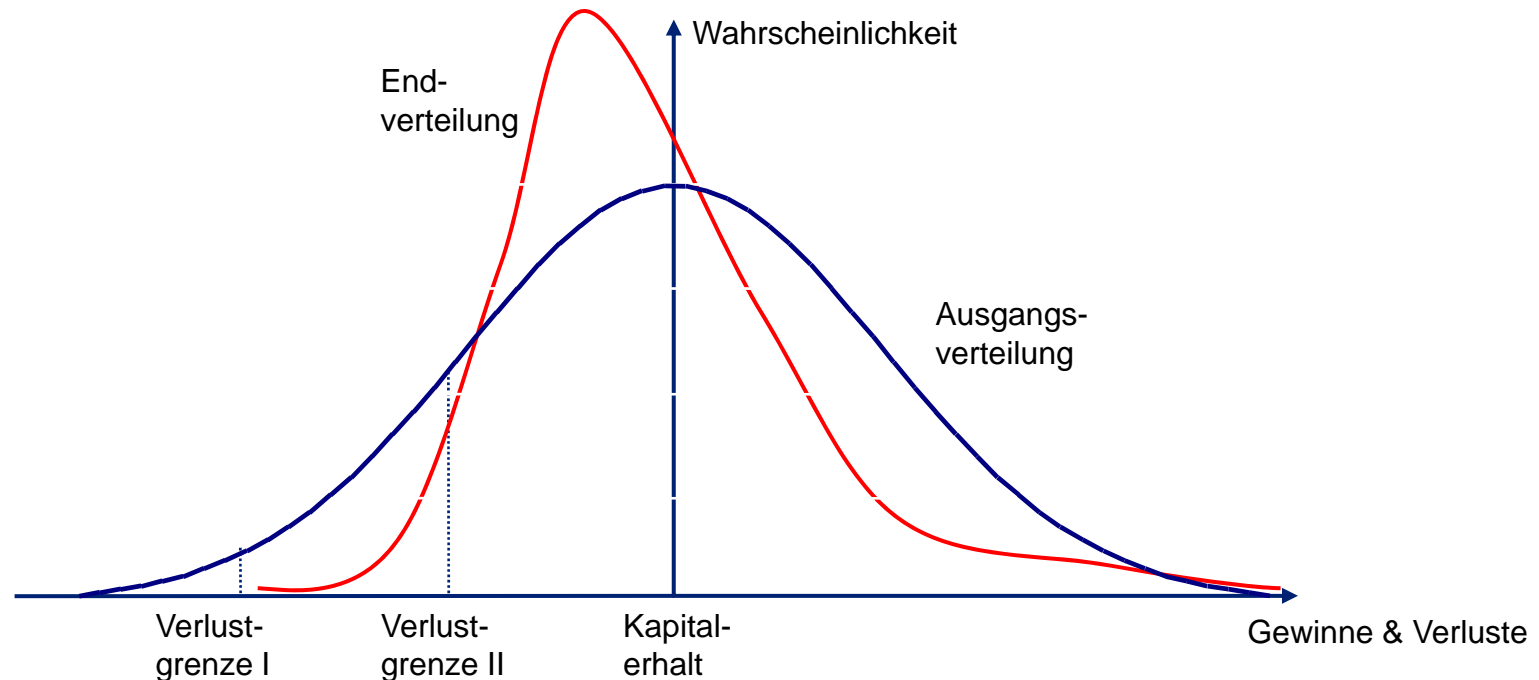
Dynamische Risikoklassifizierung

Dynamisches Rating

Fazit

Exkurs: Was ist Risiko?

Risikopräferenzen in der Praxis



Beispiel Lebensversicherung:

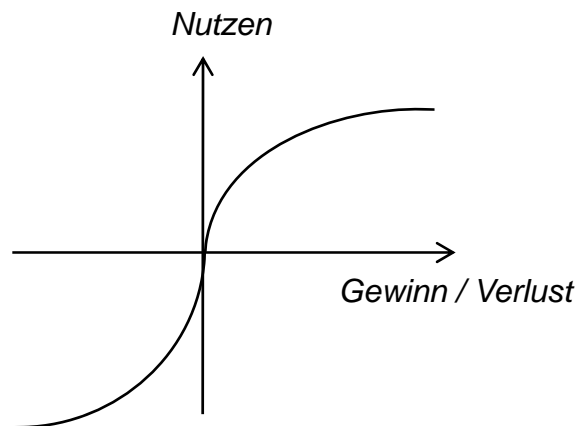
- Verlustgrenze I: Garantieverzinsung kann nicht mehr gezahlt werden → Worst-Case-Risiko!
- Verlustgrenze II: Unterschreitung mit geringer Wahrscheinlichkeit akzeptiert → Going-Concern-Risiko!

Exkurs: Was ist Risiko?

- Hohe Präferenz zur Vermeidung von Worst-Case-Risiken nach den Crashjahren 2000-2003 und 2009
→ Garantie-Zertifikate

- Verluste sind für viele Anleger in einem mittleren Bereich schmerzhaft

- Bonus-Zertifikate
- Express-Zertifikate
- Airbag-Zertifikate



Gespiegelte Nutzenfunktion
nach der Prospect Theory
(Kahnemann/Tversky)

- Marktschwankung (Volatilität) wird nicht als hoch erachtet
→ Discount-Zertifikate

Hintergrund

Regulatorische Anforderungen

- § 31 WpHG – „zweckdienliche Informationen“, Klassifizierung bei Kauf eines Produkts, Teilrisiken
- MiFID Art. 19.3 – „Bereitstellung von angemessenen Informationen“ hinsichtlich der Risiken
→ Aber: keine Nachberatungspflicht nach Kauf

Dynamische Risikoklassifizierung: Einfach und sachgerecht

- Private Banks und Wealth Management fragen dynamische (fortlaufende Aktualisierung) des Risikos nach
→ Alert bei Änderung der Risikoklasse des Produkts
- „Die Volatilität des Risikos muss bei der Risikoklassifizierung von Finanzprodukten berücksichtigt werden“ (Sanio, 6. März 2009, WM-Finanzplatztag; vgl. auch Kassow, FAZ vom 7. März 2009, S. 21)
- Bestehende, starre Risikoklassen von Banken mit erheblichem Rechtsrisiko
- Einheitliche Klassifizierung für alle Produkte über alle Emittenten
→ Komplexitätsreduktion: Einfache und sachgerechte Einordnung des Risikos einer Kapitalanlage
in **5 Risikoklassen: 1 = sicherheitsorientiert bis 5=spekulativ**

Risikoklassen

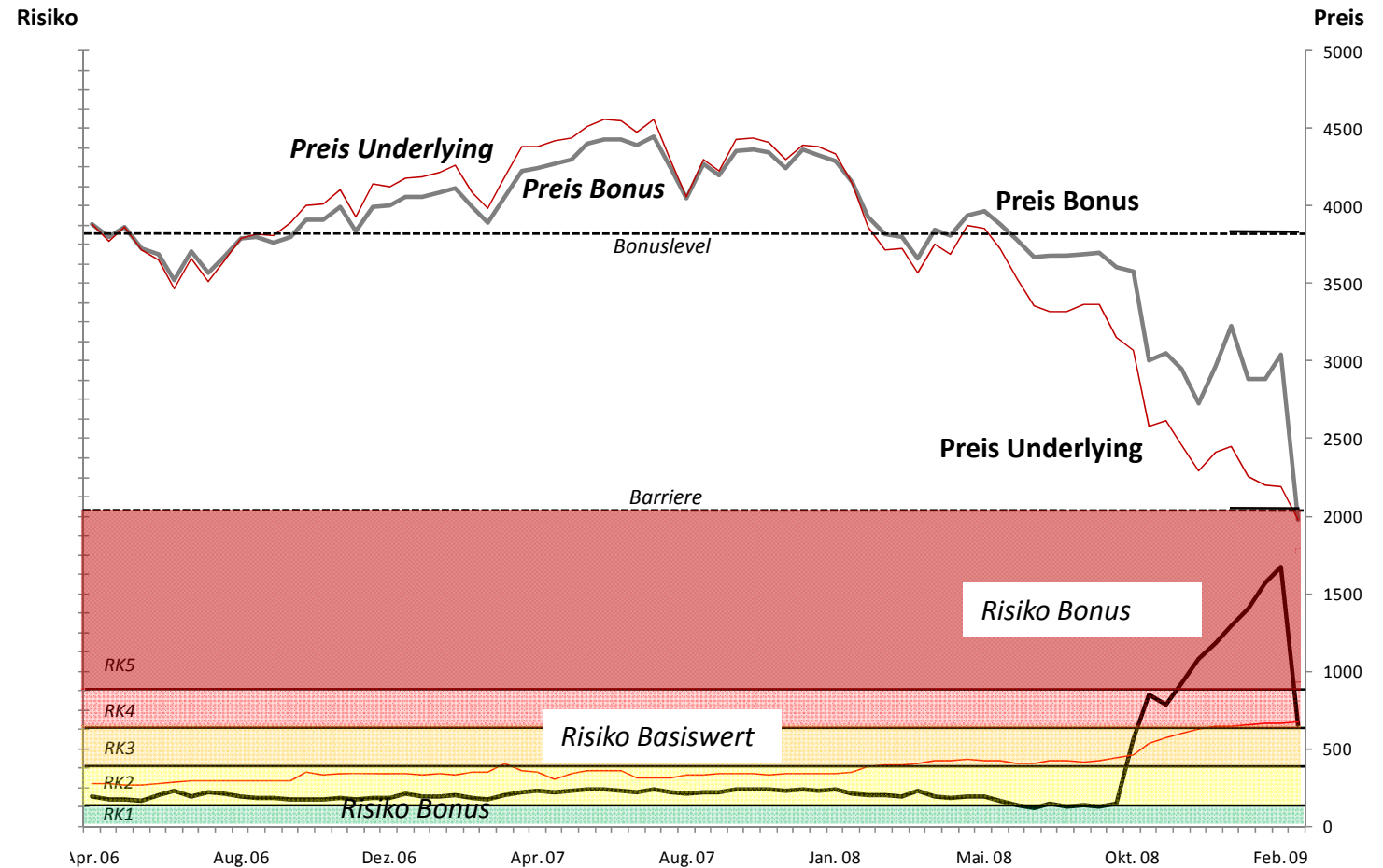
- Schätzzeitraum von 5 Jahren: Betrachtung unterschiedlicher Marktphasen mit dem Ziel möglichst langfristiger Stabilität der Klassengrenzen

Risikoklasse	Benchmarks	Anlegertyp
1	Rentenindizes (1 - 5 Jahre)	sicherheitsorientiert
2	Gold Spot, i.Boxx Europe, EMU Bond Index	begrenzt risikobereit
3	DAX, DJ EuroStoxx 50, Dow Jones, S&P 500	risikobereit
4	Index-Mitglieder (Durchschnitt)	vermehrt risikobereit
5	Volatile (Neben-)Werte (z.B. Solaraktien)	spekulativ

Dynamische Risikoklassifizierung

Beispiel: Bonus-Zertifikat auf DJ EuroStoxx 50, Barriere 2000, Laufzeit 20.03.2009

- Bonus zunächst risikoärmer als Underlying
 - Risikoanstieg in Oktober 2008 von RK 2 auf RK 5
 - Barriereverletzung am 20.02.2009
 - Underlying-Risiko steigt
 - RK2 in 2006/2007
 - RK3 ab 02/2008
 - RK4 ab 12/2008
- 5 Risikoklassen: einfach und sachgerecht



Teilrisiken von Zertifikaten

- **Bonitätsrisiko** → Veränderung der Credit-Spreads
- **Kursrisiko** → Veränderung des Basiswertkurses
- **Volatilitätsrisiko** → Veränderung der impliziten Basiswert-Volatilität
- **Währungsrisiko** → Veränderung des Wechselkurses
- **Zinsrisiko** → Veränderung des Zinses

- **Zeitwerteffekt** → Preisänderung des Produkts aufgrund abnehmender Restlaufzeit
- **Residualgröße (Diversifikationseffekt)** → Die Summe der Teilrisiken ist in den meisten Fällen größer als das Gesamtrisiko. Der Grund: die Risiken sind nicht perfekt positiv korreliert, sodass sie sich in der Gesamtbetrachtung gegenseitig (teilweise) aufheben

Beispiel: Stark fallende Kurse führen zum Anstieg der Volatilität

Besonderheit bei Basket-Strukturen:

- **Korrelationsrisiko:** Veränderungen der Korrelation zwischen Basiswerten

Agenda

Einleitung

Dynamische Risikoklassifizierung

Dynamisches Rating

Fazit

Ausgangssituation und Ziele

Zunehmende Kritik bzgl. Anzahl, Transparenz und Vergleichbarkeit von strukturierten Produkten

- „Die Produktvergleichbarkeit für Anlegerinnen und Anleger muss erleichtert werden“
- „Der Markt für strukturierte Produkte ist intransparent, Anleger kaufen teilweise teure oder unsinnige Produkte“
- „...Emissionswut, die Anleger dazu verführt, in vielen Fällen ein für sie schlechtes Geschäft einzugehen“

→ Definition: Rating ist eine Gläubigerinformation zum Zweck des Anlegerschutzes auf den Kapitalmärkten, zur Anhebung des Transparenzstandards und zur Selbstreflexion des gerateten Unternehmens

Abgeleitete Ziele für ein Rating von strukturierten Produkten:

- Erhöhung der Vergleichbarkeit der Produkte
- **anlegerspezifische** Eingrenzung des Universums
- Konformität mit Risikoklassifizierung
- Aktives Signalisieren der Produktqualität → Schutz vor „schlechten“ Investments
- Größtmögliche Abdeckung / Einbeziehung aller Produktstrukturen
- Unabhängiges, objektives Rating

EDG-Methodik

Produkt-Rating

Produkt-Rating					
Gewicht*	50%	10/5%	10/20%	20%	10/5%
Risiko / Nutzen	Informations- bereitstellung	Handelbarkeit	Kosten	Bonitätsrating des Emittenten	
Ermittlung von Nutzenwerten aus Rendite-Verteilung → Ein Produkt ist je nach Anleger sehr gut bzw. ungeeignet → Daher Bewertung jedes Produkts für 5 Anlegertypen	Erhebung bei Testpersonen mittels Fragebogen → Bewertung der online verfügbaren Informationen jedes Emittenten → Insbesondere Erfüllung des Derivate Kodex	Bewertung häufig Bid-Ask-Spread und Ausführungsgeschwindigkeit → Spread-Analyse pro Produkt → Ausführungsdauer beim Handel der Produkte	Relativer Preisvergleich innerhalb der Produktcluster → Bewertung der Preisdifferenz zum Benchmarkpreis → Durchschnittskostensatz wird jedem Produkt zugestanden	Bewertung über Credit-Ratings des Emittenten → Mapping über Credit-Ratings → Für Akzeptanz des Ratings zentral	

Fazit Das Rating liefert sowohl eine **Produktbewertung** als auch eine **Eingrenzung** auf die für den jeweiligen Anleger adäquaten Produkte

* Gewichtung für Anlageprodukte / Hebelprodukte

Exkurs: Messung der Marktliquidität

Zeitdimension

- Handelsfrequenz
- Handelsfrequenz*Volatilität

Preisdimension

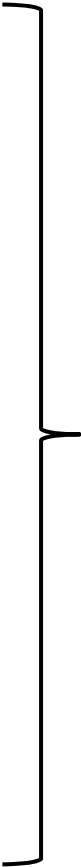
- Entwicklung von Angebot und Nachfrage
- Bid-Ask-Spread

Zeit- und Preisdimension

- Kurskonstanz-Kurssprung-Indikator

Sonstige

- Handelsvolumen
- Umschlagshäufigkeit
- Marktgröße
- Emissionsvolumen
- Handelsbeschränkungen (Restricted Stock, Public vs. Private Stock, Pre-IPO vs. IPO,...)



Kein einheitliches
Verständnis des Begriffs
Liquidität

Kein operationales Konzept
zur integrativen Betrachtung
von Liquidität

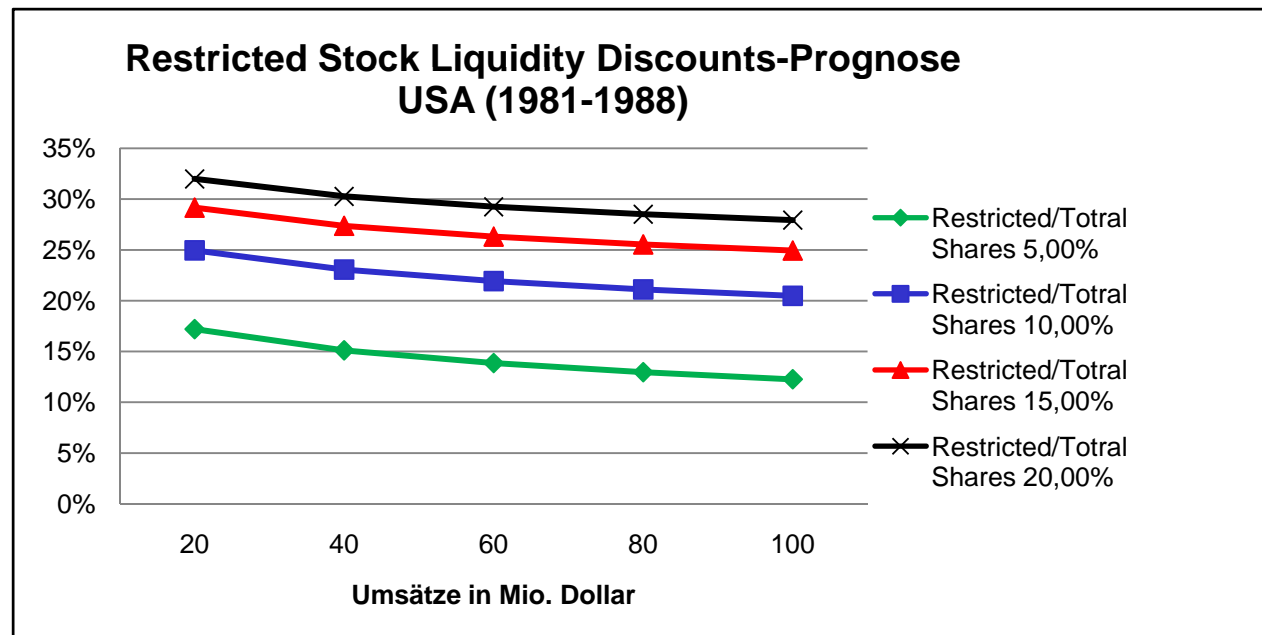
Exkurs: Marktliquidität und Assetpreise

Marktliquidität von Assets

Vergleich von Restricted Stocks und regulären Aktien

- Restricted Stocks ausgegeben von AGs, die nicht bei der SEC registriert sind
- Weiterverkauf am offenen Markt innerhalb eines Jahres nicht gestattet
- Differenz als “discount for illiquidity”

$$\text{LN(RPRS)} = 4.33 + 0.036 \ln(\text{REV}) - 0.142 \text{LN(RBRT)} + 0.174 \text{ DERN} + 0.332 \text{ DCUST}$$



RPRS = Restricted Stock Price /
Unrestricted stock price
= 1 – illiquidity discount

REV = Revenues of the private firm
(in millions of dollars)

RBRT = Restricted Block
relative to Total Common Stock (in %)

DERN = 1 if earnings are positive;
0 if Earnings are negative;

DCUST = 1 if there is a customer relationship
with the investor; 0 otherwise

Beispiel Kosten

Illustration der Kosten-Scores anhand von fünf Discountzertifikaten auf Deutsche Bank

	Laufzeit	Cap	Mid – Quote	Platz	Modellpreis	Diff. Modellpreis in bps	Score	Platz
Produkt 1	2009-09-18	95	66.07	4	66.23	-24.25	13.98	1
Produkt 2	2009-12-18	95	65.39	1	65.54	-23.23	13.82	2
Produkt 3	2009-12-17	95	65.85	2	65.55	+45.85	3.10	5
Produkt 4	2009-12-18	100	66.29	5	66.18	+16.33	7.68	4
Produkt 5	2009-12-18	100	66.05	3	66.18	-19.93	13.31	3
Produkt 6	2009-12-17	100	66.80	6	66.16	+95.52	0.00	6

Bewertungs- und Quotezeitpunkt: 15.05.2008, 11:44 Uhr

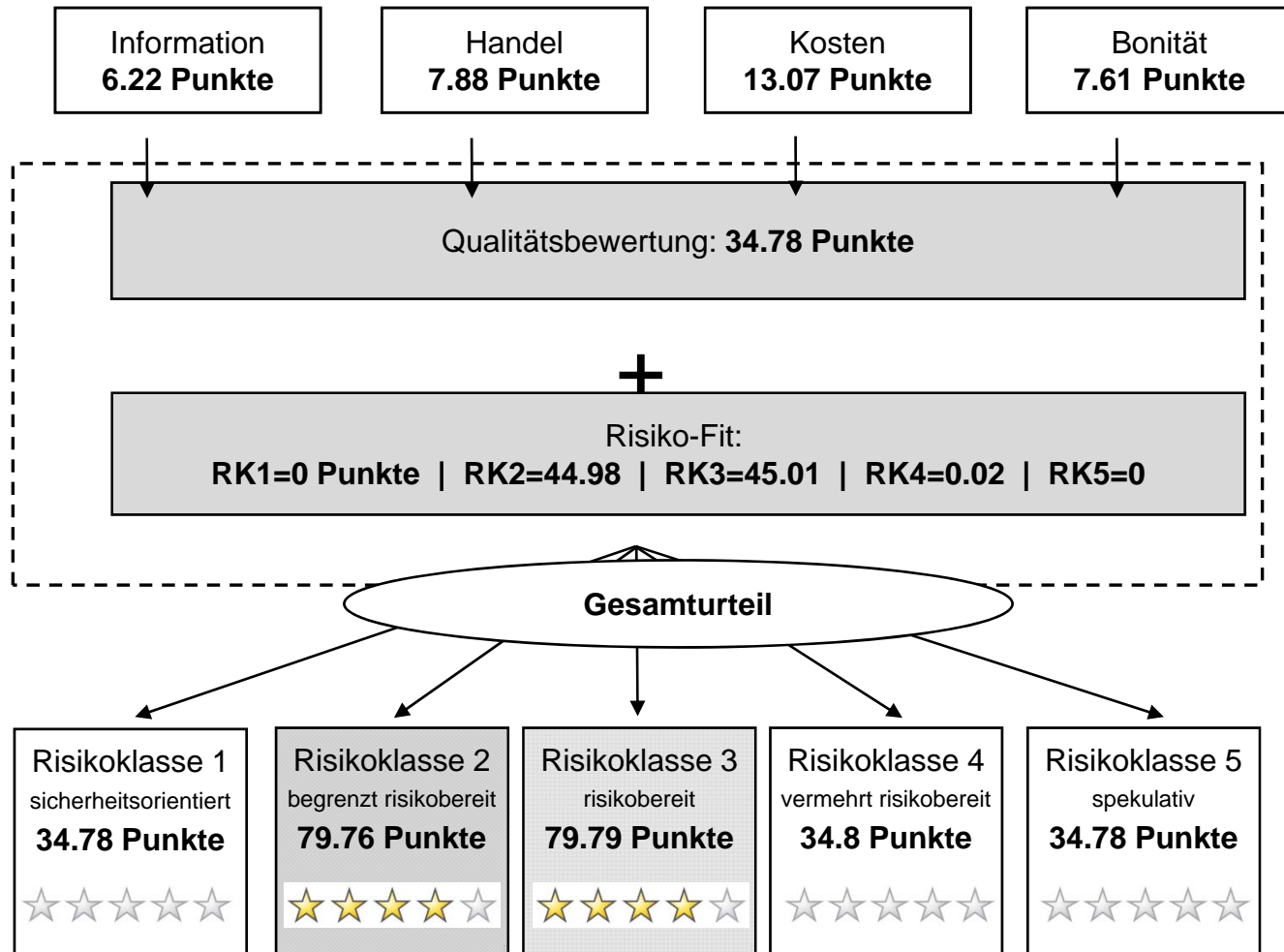
Rating-Ergebnisse: Sterne

- Skala von null bis fünf Sternen
- Beurteilung jedes Zertifikats für alle fünf Risiko-Perspektiven
- Höchstes Rating stets in optimaler Risikoklasse

Darstellung	Das Produkt erhält das Urteil ...
	... nicht geeignet
	... kaum geeignet
	... unterdurchschnittlich
	... durchschnittlich
	... gut
	... sehr gut

Rating Ergebnisbeispiel

PROTECT-DISCOUNT
Basiswert: TOTAL
Cap: 63,500 EUR
Barriere: 42,000 EUR
Laufzeit: 09.12.2008
Kurs BW: 55,87



Rating-Kommission

Aufgaben der Kommission:

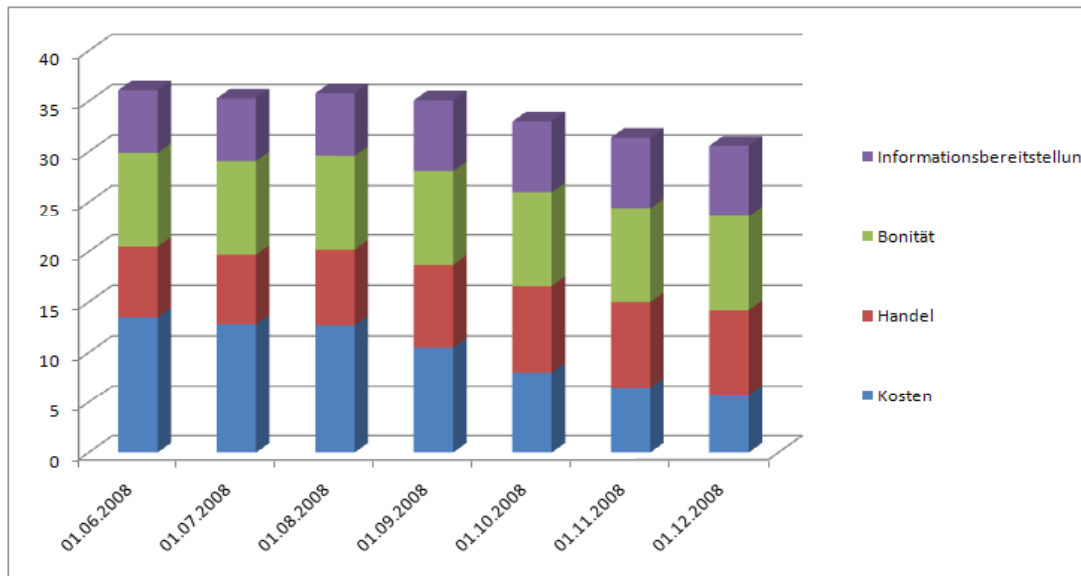
- Abstimmung mit EDG hinsichtlich der inhaltlichen Weiterentwicklung, der Gewichtungen der Bestandteile und der Festlegung der Sternegrenzen
- Kommissionsmitglieder sind nicht an Weisungen gebunden

Besetzung:

- Prof. Dr. Ralf Elsas, Ludwig-Maximilians-Universität München
- Sven Gundermann, geschäftsführender Gesellschafter, Raif & Gundermann Vermögensverwaltung GmbH, Bad Homburg
- Prof. Dr. Andreas Hackethal, Goethe Business School und Johann Wolfgang Goethe Universität Frankfurt
- Adolf Ropeter, Vorstand, Independent Derivatives Consulting AG, Bad Homburg
- **Prof. Dr. Bernd Rudolph (Vorsitzender), Ludwig-Maximilians-Universität München**

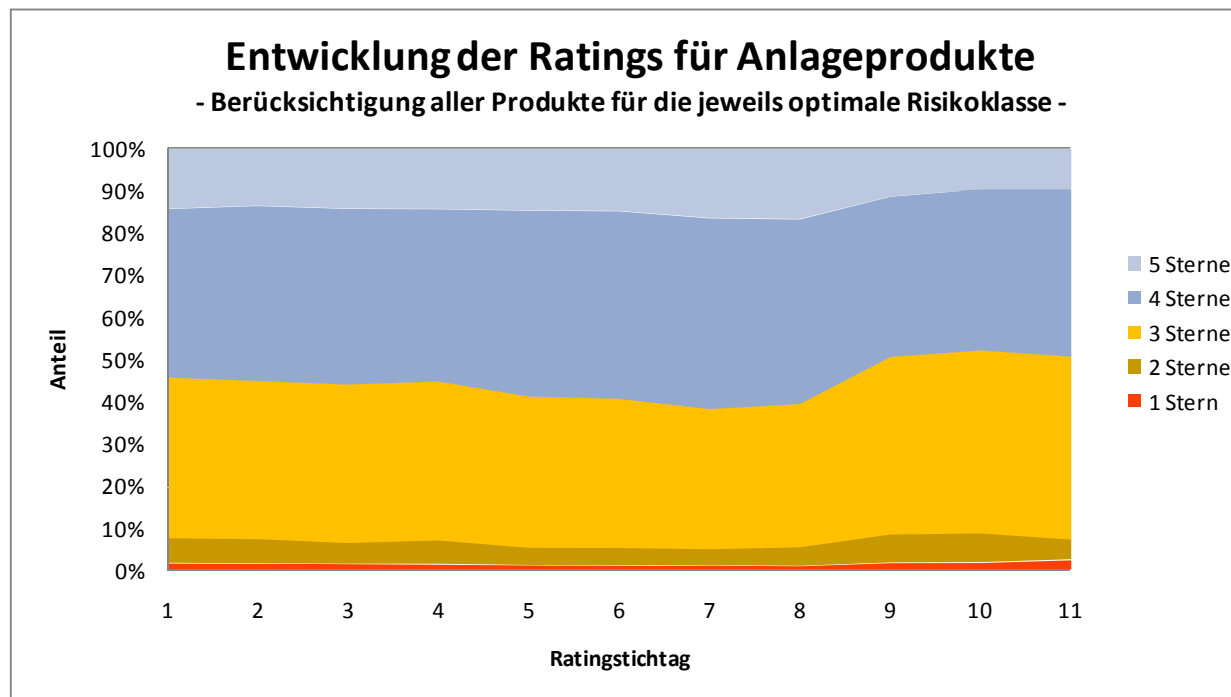
Dynamische Qualitätsbewertung

	Kosten	Handel	Bonität	Informations- bereitstellung	Qualitäts- bewertung
01.06.2008	13.5	7	9.4	6.2	36.1
01.07.2008	12.8	6.9	9.4	6.2	35.3
01.08.2008	12.7	7.5	9.4	6.2	35.8
01.09.2008	10.5	8.2	9.4	7	35.1
01.10.2008	8	8.6	9.4	7	33
01.11.2008	6.5	8.5	9.4	7	31.4
01.12.2008	5.8	8.4	9.4	7	30.6



Rating-Migrationen

- Darstellung aller Produkte in jeweils optimaler Risikoklasse
- Verbesserungen der Emittenten nach den ersten Stichtagen zu erkennen
- Verschlechterung der Ratings aufgrund erhöhten Bonitätsrisikos (höhere Credit-Spreads) in aktueller Marktphase



Nutzen für Anleger, Berater und Emittenten

- Markt für strukturierte Produkte wird durch Filtern guter Produkte transparenter
 - Eingrenzung des Universums auf Produkte mit „gutem“ Rating
 - Schutz vor „schlechten“ Produkten
- Vergleichbarkeit innerhalb einer Produkt-Struktur und unterschiedlicher Strukturen wird erhöht
- Unterstützung der Beratung durch objektives, unabhängiges Gütesiegel
- Kunden / Anleger können laufend über Produktqualität informiert werden
- Beratung im Einklang mit MiFID-Regelungen
- Wettbewerb unter den Emittenten verstärkt sich

Agenda

Einleitung

Dynamische Risikoklassifizierung

Dynamisches Rating

Fazit

Fazit

- Das Risiko ist dynamisch und verändert sich im Zeitverlauf
- Dies gilt für alle Anlageprodukte, insbesondere für Zertifikate

- Rating für strukturierte Produkte signalisiert die Qualität eines Produkts, erhöht die Vergleichbarkeit und sorgt für Eingrenzung des Produktuniversums
- Aber: Keine Renditeprognose

Dynamische Risikoklassifizierung und Produkt-Rating
steigern Markttransparenz und nutzen somit allen Marktteilnehmern!

Zur Regulierung von Rating-Agenturen

- Der Gesetzgeber überwacht die Rating-Agenturen und
 - überprüft die grundsätzliche Eignung des Rating-Verfahrens (qualitative Aufsicht)
 - sowie die Kompetenz der Agentur!
- Die Ergebnisse dieser Überprüfung werden öffentlich gemacht.