



Jan Krüger

Moderne Zertifikate – Transparenz und Einfachheit

Bei Eingabe des Begriffes „Zertifikate“ in Internet-Suchmaschinen hat sich in den Trefferlisten ein starker Wandel vollzogen. Noch vor Monaten wurde man mit einer großen Anzahl an Anzeigen von Anwaltskanzleien zum Thema „Lehman-Opfer“ konfrontiert. Auch stieß man auf viele Informationen und Artikel über Anleger, die – unter anderem durch mögliche Falschberatung bei Zertifikaten – große Teile ihres Vermögens verloren haben. Startet man zum Vergleich heute dieselbe Suche, findet man vorrangig Inhalte und Informationen zum Produkt.

Rasante Marktentwicklung

Strukturierte Anleihen und Zertifikate wurden durch eine entsprechende Berichterstattung in den Medien für die breite Öffentlichkeit zu einem Synonym der Finanzmarktkrise. Doch wird diese Beurteilung den Zertifikaten gerecht? Bei genauerer Betrachtung der Zertifikateindustrie und ihrer Entwicklung bleibt festzuhalten, dass vor dem Ausbruch der Finanzmarktkrise Innovationskraft und Dynamik die Kernkompetenzen der Emittenten und Produktanbieter waren. Die Erfolge der Branche führten bei jährlich zweistelligen Wachstumsraten zu neidischen Blicken diverser Wettbewerber im Segment der Anlageprodukte. So wunderte es nicht, dass sich das ein oder andere zertifikateähnliche Auszahlungsprofil beispielsweise in Fondsprodukten wiederfand. Die Zertifikate spielten all ihre Vorteile aus und ermöglichten Privatanlegern wie institutionellen Investoren, einfach und flexibel in neue Märkte und Chancen-Risikoprofile zu

investieren. Auch wenn die ein oder andere Produktinnovation über das Ziel hinausschoss, so steht doch außer Frage, dass im Schwerpunkt die Investitionen in Anlagen getätigt wurden, die zu den Produktklassikern zählten oder zu diesen wurden.

Jan Krüger, Leiter Derivative Sales, Landesbank Baden-Württemberg, Stuttgart

Über 20 Jahre haben sich die Marktdaten des Zertifikatemarktes in Deutschland sehr dynamisch entwickelt. Angefangen vom Marktvolumen über die Produktpalette bis hin zur Zahl der Emittenten berichtet der Autor von einem rasanten Aufschwung. Doch mit der Finanzkrise änderte sich das. Schon die Übernahme des strauchelnden Emittenten Bear Stearns wertet er als Einschnitt, die Lehman-Pleite mit ihrem schlagend gewordenen Emittentenausfallrisiko dann als deutliche Zäsur. Als Ergebnis registriert er eine starke Verunsicherung und einen spürbaren Vertrauensverlust bei den von immensen Vermögensschäden gebeutelten Kunden sowie einen schlechten Ruf in der Branche in Politik und Öffentlichkeit. Die vordringliche Arbeit der Zertifikatebranche zur Behebung dieses Makels sieht er deshalb derzeit weniger in weiteren Produktinnovationen, denn in einem Ausbau der Produktinformation und Herstellung von einem Höchstmaß an Transparenz für die Investoren. Er selbst sieht die Zertifikatebranche zwar schon in einem Wettstreit um die höchste Transparenz, ist sich aber wohl gewahr, dass seine Sichtweise bei Politik und Verbraucherschützern noch nicht angekommen ist beziehungsweise schlicht anders beurteilt wird. (Red.)

Die rasante Entwicklung der Assets unter Management, der investierten und ausstehenden Volumen in Euro der erst 20 Jahre alten Branche, war beeindruckend. Der vorläufige Höchststand von über 130 Milliarden Euro Assets unter Management im deutschen Markt wurde im September 2007 erreicht. Das Angebot an verbrieften strukturierten Produkten wuchs von anfänglich ein paar Tausend bis über 300 000 Produkte im Jahr 2008 an. Die Zahl der Emittenten steigerte sich kontinuierlich und erreichte fast 40 am Markt wahrnehmbare Anbieter.

Vermögensschäden und Verunsicherung

Ein erstes spürbares Innehalten dieser dynamischen Entwicklung war in der Branche festzustellen, als im März 2008 mit der Übernahme des strauchelnden Emittenten Bear Stearns durch die amerikanische Investmentbank J.P. Morgan Chase & Co. eine erste mögliche Insolvenz eines Emittenten von strukturierten Retailprodukten an allen Marktteilnehmern und Investoren vorbeiging. Auch wenn in den bekannten Veröffentlichungen, Vermarktungsmaterialien sowie den rechtlich maßgeblichen Dokumenten der Emittenten auf das Ausfallrisiko hingewiesen wurde, so war und ist dies die Achillesferse der Zertifikatebranche. Das Angebot sowie die Vielzahl an Investitionsmöglichkeiten die durch die strukturierten Produkte ermöglicht wurden, standen im Vordergrund der Entwicklung und Wahrnehmung. Die Innovation und die schier unbegrenzten Möglichkeiten und Ideen der Emittenten begeisterten. Geldanlage wurde zum positiven Erlebnis.

So war es nicht verwunderlich, dass das Emittentenausfallrisiko bei der Entscheidung der Investoren eine geringe bis gar keine Beachtung fand.

Wer hat auch vor dem Beginn der Finanzmarktkrise nur einen Zweifel an den großen Instituten der Finanzbranche gehabt? Es wäre falsch zu sagen, dass auf das Emittentenausfallrisiko nicht hingewiesen wurde oder dieses der überwiegenden Anzahl der Investoren unbekannt war. Richtig ist aber, dass mit dessen Eintritt bis zum September 2008 fast niemand gerechnet hatte. Auch wurden von einer Vielzahl von Anlageberatern Emissionen von Emittenten gemieden, die unbekannt waren oder nicht über eine bestimmte Marktposition verfügten. Entsprechende Emittentenratings sind bei einigen Vertriebsstellen bereits seit Jahren relevant für die Entscheidung, ob ein Produkt in den aktiven Vertrieb aufgenommen wird.

Der Aufschrei war für die gesamte Branche unüberhörbar und mit ihm auch der drohende, nicht abzusehende Schaden für deren Reputation. Mit der Insolvenz des 1850 gegründeten Traditionsbankhauses Lehman Brothers wurde für die Zertifikatebranche aus dem bis dato nur theoretisch bestehenden Ausfall eines Emittenten bittere Wahrheit. Mit dem 15. September 2008 waren auf einen Schlag keine der von Lehman Brothers emittierten und an den Börsen gelisteten Zertifikaten und strukturierten Anleihen mehr handelbar. Jede Verkaufsbemühung ging ins Leere. Die Folge waren Vermögensschäden und Verunsicherung der Berater und der Anleger, die in Anleihen von Lehman Brothers investiert hatten. Es traf in der Masse fast alle unvorbereitet.

Ein Blick hinter die Kulissen

Die bittere Realität des Ausfalls eines Emittenten und der mit der gesamten Finanzkrise verbundenen Verwerfungen an den Kapitalmärkten brachten für die Branche einen starken Gegenwind. Verstärkend führte die Berichterstattung in den Medien, geprägt durch eine Vielzahl von unsachgemäßen, falschen oder schlecht recherchierten Beiträgen, zu extremen Verunsicherungen bei Anlegern und Beratern. Die Tatsache, dass Anleger überraschend ihr investiertes Geld verloren hatten, belastete die Situation. Ungeachtet dessen bleibt festzuhalten, dass ein Emittent aus-

gefallen war, der bezogen auf Marktanteile nur eine untergeordnete Rolle spielte. Dennoch führte die Entwicklung nicht nur zu einer Vielzahl von teilweise panischen Verkäufen von strukturierten Produkten, sondern auch zu einem deutlichen Rückgang der Nachfrage. Für die Emittenten war der Schaden in vollem Ausmaß spürbar. Das erfolgsverwöhnte Produkt „Zertifikat“ war mit sofortiger Wirkung für die Medien und die Masse der Bürger von nun an mit einem Makel behaftet.

Auch wenn einige Berater, Fachleute und Anleger das Ende der Erfolgsgeschichte der strukturierten Retailprodukte zu erkennen glaubten, wurde die Situation intern intensiv aufgearbeitet. Die Dynamik der neu entwickelten Produktprofile bei den Emittenten war dagegen weitgehend erloschen. Hinter den Kulissen setzten sich zahlreiche Emittenten und ihre Vertreter mit großem Einsatz für die Zukunftsfähigkeit der Branche ein. Neben den Arbeitskreisen und Gesprächen im Deutschen Derivate Verband (DDV), dem 17 der führenden Emittenten angehörten, waren die Börsen, die Emittenten selber und weitere Gremien aktiv. Durch diverse Analysen, Diskussionen und Ideen entstanden Strategien, deren Ziel es war, wieder vermehrt die Sachlage in den Vordergrund zu rücken. Es galt, die Branche zu stärken und das Vertrauen und die klaren Vorteile der Produktklasse der strukturierten Produkte, ungeachtet der überzeichneten Lage in der Öffentlichkeit und den Medien, zurückzugewinnen.

Einfache und verständliche Produkte, Voreiter in Sachen Transparenz, Aufklärung und Beratung sowie eine Offensive „Fakten gegen Meinungen“ als Gegenpol zur nicht immer fachlich korrekten Presseberichterstattung wurden als zentrale Maßnahmen formuliert. Eine Vielzahl von Aktivitäten wurde erarbeitet und Schritt für Schritt als Ergebnis der Öffentlichkeit präsentiert.

Der DDV erarbeitete und publizierte beispielsweise gemeinsam mit der Deutschen Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz (DSW) eine Checkliste für Zertifikate-Anleger. Ein weiterer Schritt war die Veröffentlichung der aktuellen Creditspreads der Emittenten als Ergänzung zu den bereits zur Verfügung stehenden Emittenten-Ratings auf der Internetseite des DDV (www.derivateverband.de). Auch wurde das Rating von Zertifikaten sowie die Veröffentli-

chung der Risikokennziffer Value at Risk, kurz VaR, weiter vorangetrieben. Zusätzliche Aufklärung, sowie ein Schulungsstandard wurden entwickelt, um das Produktverständnis und das nötige Basiswissen weiter zu stärken.

Zertifikate und Anlageberatung im politischen Interesse

Während die Zertifikatebranche an Fakten und Sachargumenten arbeitete, war gerade im Wahljahr 2009 die politische und öffentliche Meinungslage sehr stark von der Finanzkrise und Anlegerschutzinteressen geprägt. Daher wunderte es nicht, dass die Branche, die bereits unter den Regelungen der Abgeltungssteuer zu leiden hatte, wieder ins Rampenlicht geriet. Die angeschlagene Finanzindustrie sah sich weiter in der Defensive, da in der öffentlichen Wahrnehmung das Negativbild klar definiert war. Im Fokus der politischen Diskussionen lagen Forderungen nach mehr Regulierung der Branche sowie einem möglichst vollumfänglichen Schutz für den Anleger.

Durch mehrere Initiativen auf politischer wie auch auf Verbraucherschutzseite entstanden immer weitergehende Anforderungen, etwa das neue Schuldverschreibungsgesetz mit den Änderungen des Wertpapierhandelsgesetzes (WpHG). In Bezug auf Produktransparenz folgten auf europäischer und nationaler Ebene Bestrebungen und Vorbereitungen für ein einheitliches Produktinformationsblatt (Kurzinformationsdokument, kurz KID) sowie der „Beipackzettel“ für Finanzanlagen. Auch wurde weiter an den Vorschriften des WpHG zur Kundeninformation und Werbung von Wertpapierdienstleistern gearbeitet. Das neueste Auslegungsschreiben der BaFin zur Konkretisierung der gesetzlichen Vorgaben wurde hierzu am 11. Februar 2010 veröffentlicht.

Richtig und wichtig ist zweifelsohne, dass es für den Anleger und das Geschäftsfeld der strukturierten Produkte Rechtssicherheit, einen entsprechenden definierten Rahmen und Anlegerschutz geben muss. Ein hohes Maß an Produktransparenz ist hierbei ein entscheidender Punkt.

Die Frage bleibt jedoch, ob nicht schon die geltenden Regelungen dazu beitragen, dass ein, wie der Gesetzgeber formuliert, „durchschnittlich sachkundiger Anleger“

bereits überfordert ist. Bei einer Aufzählung relevanter Gesetze im Zusammenhang mit strukturierten Produkten erreicht man schnell eine Anzahl von über 15. So stößt man bei der Auflistung auf beispielsweise das WpHG, das InvestmentG, die WpPGebV, die VermVerkProspGebV, Börsenordnungen, die WpDPV, die DerivateV und zahlreiche weitere Vorschriften.

Eine Reduzierung dieser regulatorischen Komplexität dürfte dem Gesetzgeber selber vor allem aber auch dem Anleger helfen. Willkommen ist in diesem Zusammenhang das kurze Produktinformationsblatt. Weniger ist an vielen Stellen mehr – gerade um Transparenz zu fördern und Anleger sachgerecht und einheitlich zu informieren.

Innovation von morgen

Angesichts der aktuellen Entwicklungen und Rahmenbedingungen der Branche wird nun auch wieder die Sicht voraus klarer. Auch wenn die nächsten Monate für die Emittenten spannend und zuweilen nicht frei von Rückschlägen sein dürften, so besteht Gewissheit darüber, dass die junge Branche ihr Tief und ihren Gau, den Ausfall eines Emittenten, überwinden konnte. Nach dem Tiefstand der Assets under Management im Dezember 2008, der auf rund 80 Milliarden Euro beziffert wurde, kann die Industrie sich bereits ein Jahr später wieder über ein Volumen von über 100 Milliarden Euro erfreuen. Betrachtet man die Befürchtungen und aufgezeigten Szenarien und vergleicht diese mit der aktuellen Situation, so sind für die künftige Entwicklung vor allem die Fragen nach der Anzahl der Emittenten und der Produktentwicklung von Bedeutung.

Die Branche, Medien und viele Fachleute sahen ein Zusammenschrumpfen der Emittenten als unweigerliches Ergebnis der Finanzkrise auf den Markt zukommen. Ein

drastischer Rückgang auf zehn bis 15 Zertifikate-Emittenten schien vor Monaten realistisch. Auch wenn manch ein Produzent seine Emissionstätigkeit veränderte, das Geschäftsfeld im Unternehmen umstrukturierte und vereinzelt Banken sich durch die veränderte Bankenlandschaft aus dem Markt zurückzogen, so zeigt sich jetzt ein anderes Bild. Im Ergebnis steht fest, dass zehn Emittenten über 85 Prozent des deutschen Marktes auf sich vereinen. Des Weiteren bedeutet die Gesamtanzahl von über 30 Emittenten kaum eine Veränderung. Die aktuelle Entwicklung zeigt auch, dass bereits neue Emittenten sowie das ein oder andere große Finanzinstitut den deutschen Markt für strukturierte Retailprodukte wieder oder neu entdeckt. Damit ist der Zertifikatemarkt weiterhin hochvital und durch eine für die Anleger vorteilhaften Wettbewerbssituation gekennzeichnet.

Bei der Produktvielfalt und -verständlichkeit setzte sich die Branche selbst das Ziel, mit klaren und einfachen Auszahlungsprofilen zu überzeugen. Einfacher ist oft besser und untermauert damit die klaren Vorteile der strukturierten Retailprodukte. Diese Ziele wurden erreicht. Bei der Betrachtung der Basiswerte der Anlageprodukte im Jahresvergleich konnten sich die aktienbasierten Produkte mit rund 48,5 Milliarden Euro fast unverändert behaupten. Eine sehr dynamische Wachstumsrate wiesen die zinsbasierten Produkte auf. Mit einem Anstieg von über 140 Prozent auf Jahresbasis erreichten diese Ende 2009 ein Volumen von über 36 Milliarden Euro.

Konzentration auf die etablierten Basisprodukte

Die Nachfrage der Retailkunden, aber auch die weitere Fokussierung der Anbieter auf einfache und transparente Produkte, verstärkten die positive Entwicklung. Auch das Marktumfeld mit seinem aktuell sehr niedrigen Zinsniveau sowie der freundliche Aktienmarkt leisteten einen entsprechenden Beitrag.

Betrachtet man die relevanten Produktkategorien, so konzentrieren sich die entsprechenden Anlagevolumen auf die etablierten Basisprodukte. Discount- und Bonuszertifikate, Express- und Indexzertifikate verzeichneten in Summe auf Jahresbasis kaum Veränderungen im Volumen. Gewinner waren die Kapitalschutzprodukte

mit einem Wachstum von 36 Milliarden Euro Ende 2008 auf über 58 Milliarden Euro im Dezember 2009. Weiterer Gewinner war der Produkttyp der Aktien- und Indexanleihen mit einem Wachstum von fast 100 Prozent auf etwa 2,2 Milliarden Euro. Neben dem Wegfall der steuerlichen Benachteiligung des Produkttyps nach Einführung der Abgeltungssteuer im Vergleich zu Discountzertifikaten ist auch die klare Produktgestaltung ein Pluspunkt. Psychologisch dürfte auch der Name Aktienanleihe an der einen oder anderen Stelle geholfen haben.

Die Innovation der näheren Zukunft liegt nicht primär in der Entwicklung neuer Auszahlungsprofile und Investitionsmöglichkeiten. Mit Gewissheit wird es immer eine der Stärken der Industrie bleiben, gerade auch dem Retailanleger eine Vielzahl an Investitionsmöglichkeiten zugänglich zu machen beziehungsweise mit den unterschiedlichsten Chance-/Risikoprofilen überhaupt zu ermöglichen. Die Investition und die Arbeit der Emittenten liegen mit einem entsprechenden Schwerpunkt im weiteren Ausbau der Produktinformation und Herstellung von einem Höchstmaß an sinnvoller Transparenz für die Investoren. Dies wird mit zusätzlichen Aktivitäten rund um das Thema Wissen und Schulungen ergänzt.

Wettstreit um die höchste Transparenz

Blickt man auf die Forderungen und Aussagen aus politischen Kreisen und des Verbraucherschutzes, so zeigt die Zertifikatebranche mit welcher Innovationskraft und Dynamik sie sich der jeweiligen Themen annimmt beziehungsweise die bereits vielfach bestehende Transparenz weiter in den Vordergrund stellt. Vergleicht man die Ergebnisse und die Geschwindigkeit der Aktivitäten mit anderen Anlageklassen, so kann man bereits jetzt von einer deutlich positiven Entwicklung sprechen.

Auch wenn nicht alle Emittenten ihre Ideen und Konzepte im Handumdrehen umsetzen können, so ist innerhalb der Branche doch ein regelrechter Wettstreit um die beste, dynamischste Umsetzung von Produkttransparenz und Information entstanden. Ein Umstand, den gerade die Politik und Verbraucherschützer positiv zur Kenntnis nehmen und auch einmal würdigen sollten. Die teilweise angeprangerte Zertifikatebranche befindet sich in einem Wettstreit um die höchste Transparenz, so-

wie beste Aufklärung und Vermittlung von Produktverständnis.

Betrachtet man beispielsweise die Bestrebungen und Ergebnisse der EU-Kommission zu PRIPs (Packaged Retail Investment Products) mit der Definition und Erstellung eines KIDs, so lässt sich feststellen, dass die ersten Emittenten bereits ein solches in der Praxis zum Einsatz bringen oder gerade nach und nach umsetzen. Die Regulatoren werden hier bis zur Finalisierung wohl noch etwas Zeit benötigen. Auch die aktuell an der ein oder anderen Stelle aufkommenden kritischen Worte, warum in der Branche nicht einheitlich vorgegangen werde, geht am erzielten Ergebnis und Mehrwert für den Anleger vorbei.

Markante Produktinformationen in Kurzform

Bereits heute und verstärkt in den folgenden Monaten werden markante Produktinformationen als Kurzinformationen generell zur Verfügung stehen. Diese sind beziehungsweise werden ein definitiver Bestandteil jedes Beratungsgesprächs um das Anlageprodukt Zertifikate sein und damit eine Anlage zu dem am 1. Januar 2010 eingeführten Beratungsprotokoll werden. Unabhängig davon wird diese Produktinformation, neben den bereits bekannten vielen wertvollen weiteren Informationen kostenfrei auf den Homepages der Emittenten zur Verfügung stehen. Das Dokument ist eine rein sachliche Zusammenfassung der wesentlichen und für den Investor relevanten Informationen. Dies beinhaltet unter anderem auch alle relevanten Forderungen aus den nationalen sowie europäischen regulatorischen Gremien und Vorhaben.

So enthält das KID neben den bekannten Produktrahmendaten, wie den Eckdaten (Bezeichnung, Funktion, Emittent und Auszahlungsprofil) weitere wesentliche Bestandteile. Es wird auch konkrete Informationen zu möglichen im Produkt enthaltenen Vertriebsprovisionen enthalten. Mit der Angabe des VaR als eine etablierte Risikokennzahl erhält der Anleger eine Angabe zur Risikoerwartung und auch eine Vergleichskennzahl zu anderen Produkten und Anlageformen. Dies alles wird es, je nach Emittent, auch in täglich aktualisierten oder gar in Realtime-Dokumenten geben.

Bei den Arbeiten und Belangen der politischen Entscheider, der Verbraucherschützer

und der Emittenten sollte mehr Energie darauf verwendet werden, den Nutzen, die Rahmenbedingungen und die wesentlichen Eckpunkte gemeinsam zu definieren. Das hilft im Ergebnis allen, in erster Linie aber dem Anleger.

Innovationsführerschaft angestrebt

Zertifikate sind in den letzten Jahren eine bedeutende Anlageform geworden und haben sich nachhaltig etabliert. Strukturierte Anlageprodukte reihen sich in die bekannten Anlageformen wie Fonds, klassische Schuldverschreibungen von Banken, Ländern und Bund sowie Termingelder ein. Mit Blick auf Produkttransparenz, den Chance-/Risikoprofilen, der Liquidität und der Investitionsmöglichkeiten steht dem Anleger eine Anlageklasse zur Verfügung, die ihresgleichen sucht. Die nach dem Ausbruch der Finanzmarktkrise und dem Einbruch der Branche gestartete Entwicklung mit dem klaren Willen von Emittenten und Branche, auch bei der Produktinformation und Transparenz Innovationsführer zu sein, bringt gute Chancen für einen weiter positiven Trend der Entwicklung der Assets under Management.

Ein vollumfängliches Angebot, hohe Liquidität, eine Fülle an kostenfreien Informationen und eine hohe Transparenz sind klare Vorteile. Dies bietet, eingebettet in relevante Verordnungen, Gesetze und Regularien, den adäquaten Rechtsrahmen. Es muss selbstverständlich sein und bleiben, dass Anbieter und Vertriebspartner, für ihr Angebot und eine kompetente Dienstleistung, fair entlohnt werden dürfen. Es ist an der Zeit, dass das Engagement und die erzielten Ergebnisse der Branche in ein angemessenes Verhältnis zu anderen, für die Verbraucher relevante Themenfelder gestellt werden.

Auch wenn immer weiter selbstkritisch an Verbesserungen und Entwicklungen gearbeitet werden muss, so dürfen die Öffentlichkeit und Medien die Ergebnisse positiv zur Kenntnis nehmen. Prof. Dr. Bert Rürup äußerte sich im Rahmen der Veranstaltung „Deutscher Derivate Tag 2009“ am 5. Oktober 2009 über Zertifikate mit folgendem Statement: „Zertifikate sind ein Bestandteil der Altersvorsorge. Mit ihnen kann man das individuelle Risikoprofil sehr viel besser abbilden als mit jedem anderen Finanzinstrument“.