



Foto: Panthermedia, Illustration: Skip Grafik

...und alles ist weg

Wenn ein Zertifikateemittent in Zahlungsschwierigkeiten gerät, droht Anlegern der Totalverlust des eingesetzten Kapitals. Haftungsprozesse können die Folge sein. Der Blick aufs Rating ist deshalb auch für Berater von größter Wichtigkeit

Die Unterschiede bei der Bonität der Anbieter werden bei Zertifikaten nicht berücksichtigt

DIE UMLAUFRENDITE deutscher Staatsanleihen notiert aktuell bei ziemlich genau vier Prozent. Für europäische Unternehmensanleihen mit einem „AA“-Rating wird ein durchschnittlicher Aufschlag von circa 25 Basispunkten verlangt, bei einer Bonitätseinstufung mit „A“ sind es rund 50 Basispunkte. Dabei fielen die Spreads in den vergangenen Jahren allerdings auch schon deutlich höher aus und betrugen Mitte 2002 beispielsweise mehr als das Doppelte. Richtig teuer wird es – insbesondere in unsicheren Zeiten – für Anleiheemittenten, die keine angemessene Benotung durch eine der drei großen Ratingagenturen aufweisen können. Schließlich lassen sich Anleger das tatsächliche bzw. vermeintliche Risiko eines

Ausfalls durch zusätzliche Renditeanforderungen angemessen bezahlen. Was am Rentenmarkt gang und gäbe ist, wird beim Kauf von Investment-Zertifikaten nur allzu oft vernachlässigt. Obwohl es sich bei Zertifikaten von der rechtlichen Struktur her um nichts anderes als um Inhaberschuldverschreibungen mit variablem Rückzahlungswert handelt, bleibt das Emittentenrisiko bei ihrem Pricing, das im Wesentlichen durch die Geld- und Briefkurse der Anbieter bestimmt wird, faktisch gänzlich unberücksichtigt. Der Kapitalmarkt scheint an dieser Stelle also keineswegs so vollkommen zu sein, wie er sich bisweilen gerne darstellt. Andernfalls müssten die Derivate eines weniger gut bewerteten Emittenten – weiche Faktoren,

wie Serviceleistungen, Abwicklungsgeschwindigkeit oder den Marketingeinfluss einmal ausgeblendet – nämlich mit einem Preisabschlag emittiert bzw. günstiger gehandelt werden, als vergleichbare Produkte eines besser bewerteten Anbieters, um überhaupt Abnehmer zu finden. Oder noch etwas konkreter: Der Preis eines Bonus-Zertifikats mit fünfjähriger Restlaufzeit müsste bei ansonsten identischen Bedingungen abhängig davon, ob es von einem mit „AA“ oder „BBB“ benoteten Emittenten stammt, um zwei bis zweieinhalb Prozentpunkte differieren.

Die Mutter haftet nicht immer

Da dies allerdings nicht der Fall ist, kann Anlegern – wiederum unter Vernachlässigung aller übrigen Aspekte – nur dazu geraten werden, Produkte solcher Emittenten zu bevorzugen, die bei der Benotung durch Moody's, Standard & Poor's und/oder Fitch möglichst gut abschneiden. Grundsätzlich hört die Risikobetrachtung beim Rating allerdings noch lange nicht auf. So erfolgt die Ausgabe von Zertifikaten nicht immer durch die meist hervorragend benotete Konzernmutter, sondern auch über extra zu diesem Zweck gegründeten Tochtergesellschaften mit Sitz auf den niederländischen Antillen oder der Kanalinsel Jersey. Begründet wird das Ausweichen auf derartige Special Purpose Vehicles (SPVs), gegen das letztendlich nichts einzuwenden ist, mit

Zeit- und Kostenaspekten sowie bei ausländischen Anbietern insbesondere mit rechtlichen Gegebenheiten. Der Haken liegt nun allerdings darin, dass die Verbindlichkeiten der SPVs nicht in jedem Fall durch entsprechende Garantien des bewerteten Mutterkonzerns abgesichert sind. Zur Entschärfung dieses Einwands weisen die betroffenen Banken darauf hin, dass es sich kein renommiertes Geldinstitut leisten könne, im Zweifelsfall nicht für die Verbindlichkeiten der Tochter einzuspringen. Grundsätzlich ist dies natürlich vollkommen richtig. Andererseits hätte die Barings Bank statt des eigenen Konkurses wohl auch die Pleite einer Tochtergesellschaft als Ausweg gewählt, wenn Nick Leeson seine unautorisierten Spekulationen, die zu einem Verlust von 1,4 Milliarden US-Dollar führten, nicht in der Obergesellschaft sondern über ein SPV abgewickelt hätte.

Um Transparenz bemüht

Die Erkenntnis, dass Vertrauen zwar gut, Kontrolle und rechtlich festgeschriebene Sicherheiten aber noch besser sind, scheint sich inzwischen auch bei den Emittenten durchzusetzen. So ist beispielsweise Goldman Sachs seit dem 1. August 2006 dazu übergegangen, für sämtliche über Tochtergesellschaften neu emittierten Zertifikate eine Patronatserklärung abzugeben. Für die übrigen Papiere wird die Umstellung auf dieselbe

VERGLEICH DER RATINGS	
Moody's	S&P, Fitch
Investmentgrade	
Höchste Qualität, geringstes Risiko	
Aaa	AAA
Hohe Qualität, sehr geringes Risiko	
Aa1	AA+
Aa2	AA
Aa3	AA-
Obere Mittelklasse, geringes Risiko	
A1	A+
A2	A
A3	A-
Mittlere Qualität, birgt gewisses Risiko	
Baa1	BBB+
Baa2	BBB
Baa3	BB-
Non-Investmentgrade	
Ba1 bis D	BB+ bis D

rechtliche Basis voraussichtlich noch bis Ende des ersten Quartals abgeschlossen sein. Die Angaben zum eigentlichen Emittenten, dessen Rating und darüber, ob gegebenenfalls eine Patronatserklärung der Muttergesellschaft besteht oder die Einlagen der Tochter gesondert besichert sind (beispielsweise über einen Swap mit der Mutter), lassen sich den jeweiligen Emis-

→ SONDERFALL DWS GO

Etwas anders als bei den übrigen Anbietern stellt sich das Emittentenrisiko bei den Derivaten der DWS dar. Da es der Deutsche Bank-Tochter als Fondsgesellschaft aus rechtlichen Gründen nicht möglich ist, eigenständig Schuldverschreibungen zu begeben, hat sie mit der DWS Go eigens zu diesem Zweck eine Verbriefungsgesellschaft in Luxemburg geschaffen, die rechtlich eigenständig agiert. Unter dem Dach der DWS Go wird für jedes neue Zertifikat ein so genanntes „Compartment“ gegründet, das wirtschaftlich und rechtlich un-

abhängig von den anderen Compartments der Emittentin ist. Die Strukturierung der Derivate sowie das Market Making an den Börsen und im außerbörslichen Handel werden von Kooperationspartnern übernommen, wobei dies bei den ersten Papieren jeweils die Société Générale war. Jedes einzelne Compartment sichert sich mittels eines Swaps nun zunächst über die Vermögenswerte ab, die der Kooperationspartner aus dem Erlös der verkauften Zertifikate erworben hat, und die wiederum das Auszahlungsprofil des Derivats wi-

derspiegeln. Statt der DWS Go, die als solche nur über geringes Vermögen verfügt, steht somit der Kooperationspartner oder Kontrahent mit seiner Bonität für die Rückzahlung der eingesammelten Gelder ein. Das Emittentenrisiko wird also gegen ein Kontrahentenrisiko getauscht. Da die DWS Go zukünftig mit verschiedenen Partner Derivate begeben will, ergibt sich automatisch ein gewisser Diversifikationseffekt. Entscheidender ist aber, dass die Kontrahenten beim Unterschreiten der Bonitätsnote „A-“ dazu verpflichtet sind, unge-

hend hochwertige Sicherheiten in Form erstklassiger Staatsanleihen an das jeweilige Compartment zu verpfänden. Unterstellt man einmal, dass die Zahlungsunfähigkeit einer renommierten und mindestens mit „A-“ bewerteten Bank nicht über Nacht eintritt, hat diese Regelung für die Käufer von DWS Go-Zertifikaten eine zusätzliche Sicherheit zur Folge. Das zweifellos extrem geringe Risiko einer ansatzlosen Pleite des Kontrahenten, wie eben bei Barings, lässt sich allerdings auch auf diese Weise nicht beseitigen.

sionsprospekten entnehmen. Deutlich einfacher und stets aktuell sollen diese Informationen zukünftig für die Mitglieder des Derivate Forums zu finden sein. So verpflichten sich die entsprechenden Banken mit der Einhaltung des neuen Derivate Kodex dazu, ihre Ratings sowie etwaige Anpassungen an zentraler Stelle auf ihren Internetseiten zur Verfügung zu stellen. Gleiches gilt auch für die Offenlegung der Rechts- und Haftungsverhältnisse bei der Begebung über die besagten SPVs.

Beraterhaftung vorprogrammiert

Grundsätzlich sollte das Emittentenrisiko aber nicht nur bei börsennotierten Derivaten in den Kauf- und Beratungsprozess einbezogen werden. Insbesondere aus steuerlichen Gründen finden nämlich immer häufiger auch Zertifikate den Weg an den Kapitalmarkt, bei denen kein renommierter Emittent, weder direkt noch indirekt, für die Rückzahlung einsteht. Die ausgebenden GmbHs, die keiner staatlichen Genehmigung bedürfen, verfügen dabei bisweilen gerade einmal über das

erforderliche Grundkapital von 25.000 Euro. Beim Gros der in Deutschland tätigen Emittenten scheint das Risiko aber überschaubar. Fälle wie Barings oder die Schieflagen einiger kleinerer deutscher Bankhäuser in den vergangenen Jahren zeigen aber, dass es durchaus vorhanden ist. Im Extremfall könnten Zertifikateanleger somit trotz richtiger Markteinschätzung ihr Kapital verlieren. Und wenn man sich die herrschende Rechtsprechung im Zusammenhang mit der Beratung unerfahrener Kapitalmarktteilnehmer vor Augen hält, könnten in so einem Fall auch auf Anlageberater erhebliche Schadensersatzforderungen zukommen. So dürfte es betroffenen Käufern von Garantieprodukten, die die 100-prozentige Rückzahlung des eingesetzten Kapitals verbriefen, beim Fehlen der entsprechenden Unterschrift unter einem Dokument, in dem ausdrücklich auf das Emittentenrisiko hingewiesen wird, relativ einfach fallen, dem Gericht darzulegen, dass sie vor dem Kauf nicht ausreichend über dieses Risiko informiert worden sind. ZB

Anmerkungen zur Tabelle

- 1) Für Derivate, die vor dem 19.07.2005 mit einer Laufzeit bis max. Ende 2015 emittiert wurden, besteht die Gewährträgerhaftung der jeweiligen Länder.
- 2) Kapitalgarantierte Produkte werden über Allegro Investment Corp. begeben. Die Absicherung erfolgt über einen Swap mit Citigroup Inc.; Rating: Aa1/AA/AA+; Emissionen selbst sind von Moody's mit AA1 bewertet.
- 3) Patronatserklärung für alle Zertifikate, die nach dem 1.08.2006 über Tochtergesellschaften begeben wurden. Für die übrigen wird die Umstellung voraussichtlich noch im 1. Quartal 2007 abgeschlossen sein.
- 4) HSBC Bank PLC: Aa2/AA/AA (keine durchgreifende Haftung)
- 5) Gehört zu 99,9 % der Raiffeisen Zentralbank Österreich; Rating: A1/A+/- (keine durchgreifende Haftung)
- 6) reine Verbriefungsgesellschaft mit 60.000 Euro Grundkapital
- 7) Ca. 15 % der Derivate werden über Töchter ohne durchgreifende Haftung begeben.
- 8) Ratingempfehlung der Zürcher Kantonalbank: A+ (vergleichbar S&P)

Emittent	Rating des Emittenten*			Anm.
	Moody's	Standard & Poor's	Fitch	
ABN Amro	Aa3	AA-	AA-	–
Barclays Capital	Aa1	AA	AA+	–
Bayern LB	Aa2	A	A+	1)
BHF Bank	–	–	A	–
BNP Paribas	Aa2	AA	AA	–
Calyon	Aa2	AA-	AA	–
Citigroup Global Markets Dt.	Aa1	–	–	2)
Commerzbank	A2	A-	A	–
Credit Suisse	Aa3	AA-	AA-	–
Deutsche Bank	Aa3	AA-	AA-	–
Dresdner Bank	A1	A+	A	–
DZ Bank	A2	A+	A+	–
Erste Bank der österr. Spark.	A1	A	A	–
Goldman Sachs	A2	AA-	AA-	3)
HSBC Trinkaus & Burkhardt	–	–	AA-	4)
HSB Nordbank	A1	A	A	–
HypoVereinsbank	A2	A	A	–
JP Morgan	Aa2	AA-	A+	–
Lang & Schwarz	kein Rating			–

* Rating der Mutter, sofern durchgreifende Haftung besteht, Quelle: eigene Recherche

Emittent	Rating des Emittenten*			Anm.
	Moody's	Standard & Poor's	Fitch	
Landesbank Baden-Württemb.	Aa1	A+	A+	1)
Landesbank Berlin	A1	–	BBB+	1)
Landesbank Hessen Thüringen	Aa2	A	A+	1)
Lehman Brothers	A1	A+	A+	–
Merrill Lynch	Aa3	AA-	AA-	–
Nomura	A2	A	–	–
Nord/LB	Aa3	A	A	1)
Österreichische Volksbanken	A2	–	A	–
Rabobank	Aaa	AAA	AA+	–
Raiffeisen Centrobank	kein Rating			5)
SEB AG	Aa3	–	A+	–
Sal. Oppenheim	–	–	A	–
SachsenLux S.A.	kein Rating			6)
Société Générale	Aa2	AA	AA	–
UBS Investment Bank	Aa2	AA+	AA+	7)
Uni Credit	–	A+	A+	–
Vontobel	kein Rating			8)
WestLB	A1	A-	A-	1)
WGZ Bank	A2	–	A+	–