

Forschungsergebnis: Komplexität schadet

Studie untersucht den Erfolg von Privatanlegern mit strukturierten Produkten – schlechtes Zeugnis für Bonuszertifikate

In der Öffentlichkeit haben Zertifikate einen schlechten Ruf. Forschungsergebnisse liefern Kritikern dabei immer wieder Kanonennahrung. Nun haben vier Wissenschaftler eine neue Studie veröffentlicht, die sich in die bisherigen Analysen einreicht. Ihre Quintessenz: Strukturierte Produkte sind teuer und Anleger tun sich mit der Auswahl geeigneter Papiere schwer. Die Ergebnisse sind jedoch mit Vorsicht zu betrachten.

Die Studie basiert auf Daten von rund 133.000 Kunden einer großen deutschen Direktbank. Christoph Winkler von der Universität Augsburg hat diese zusammen mit Oliver Entrup (Passau), Michael McKenzie (Sydney) und Marco Wilkens (Augsburg) ausgewertet. Im Mittelpunkt stand die Frage, wie Privatanleger beim Einsatz strukturierter Produkte abschneiden. Die Studie konzentriert sich auf Bonus- und Discountzertifikate auf Dax-Einzelaktien und vergleicht diese mit direkten Aktieninvestments. Die Zahl der einbezogenen Anleger, die in Aktien investiert hatte (99 %), ist dabei ungleich größer als die der Zertifikateanleger (2,9; 6,1 %).

Zudem ist der Analysezeitraum (02/2004 bis 12/2008) nicht eben „zertifikate-freundlich“ gewählt. Bis Mitte 2007 hatte sich der Dax beinahe verdoppelt. In solch starken Börsenphasen schneiden Produkte mit Absicherungsfunktion beinahe zwangsläufig schlechter ab als ungeschützte Anlagen. Mit Bonuszertifikaten verloren Investoren der Studie folgend aber auch in absoluter Betrachtung im Schnitt 0,18 Prozent monatlich (ohne Kosten). Bei Discountern erzielten sie 0,01 Prozent, mit Aktien erreichten sie 0,08 Prozent. Überraschend ist zudem, dass die Ergebnisse ähnlich ausfallen, wenn der Analysezeitraum geteilt wird. Die zweite Periode umfasst auch die dramatischen Verluste aus 2008. Dennoch schneiden Aktien hier am besten ab. Dies gilt sowohl für die absolute als auch für die risiko-adjustierte Performance. Diese berechnen die Autoren mit einem Modell, das Put- und Call-Optionen einbezieht und somit den unterschiedlichen Risiken Rechnung tragen soll. Die höheren Transaktionskosten bei Zertifikaten haben die Autoren als den geringsten Einflussfaktor

für das schwache Abschneiden der Investoren mit diesen Papieren identifiziert. Vielmehr seien schlechtes Pricing der Emittenten und mangelnde Fähigkeit der Anleger, passende Zertifikate auszuwählen, die Gründe.

Anleger wählen die falschen Zertifikate

Zum Pricing liefert die Studie keine neuen Erkenntnisse: Zum Laufzeitende hin würden die Aufschläge reduziert und bei komplexeren Strukturen (Bonus) seien diese höher. Detaillierter betrachten die Autoren dagegen die Selektionsleistung der Anleger. Sie vergleichen Zertifikate, die die Kunden in ihren Depots hielten, mit denen, die insgesamt am Markt verfügbar waren. Dabei zeigt sich, dass es viele Zertifikate gab, die aufgrund eines stärkeren Basiswerts bessere Anlageergebnisse geliefert hätten. Insgesamt waren Anleger aber bei ihrer Wahl von Discountzertifikaten erfolgreich, während sie unter allen Bonuszertifikaten tendenziell die schwächeren gewählt hatten. Hier bereitete vor allem eine adäquate Auswahl von Bonuslevel und Barrieren Schwierigkeiten. Die Autoren folgern, dass eine hohe Komplexität Anlegern schadet und die große Produktvielfalt für diese keine Vorteile bietet, da sie sich schwer tun, die besten Angebote herauszufiltern. Dass die Ergebnisse für Discount- und Bonuszertifikate unterschiedlich ausfallen, könnte allerdings auch an den jeweiligen Anlegertypen liegen, die diese bevorzugt kaufen. Ob sich die Investoren beispielsweise in ihrer Erfahrungen oder Risikoneigung unterscheiden, wurde nicht untersucht. **DZB**

Monatliche Performance vor Kosten

Durchschnitt

	Discount	Bonus	Aktien
Gesamter Zeitraum: 02/2004 bis 12/2008			
absolut in %	0,01	-0,18	0,08
risiko-adj. in %	-0,17	-0,80	-0,27
Zeitraum: 02/2004 bis 07/2006			
absolut in %	0,58	0,19	0,66
risiko-adj. in %	-0,19	-1,00	-0,52
Zeitraum: 08/2006 bis 12/2008			
absolut in %	-0,58	-0,56	-0,53
risiko-adj. in %	-0,15	-0,51	-0,06

Quelle: The Performance of Individual Investors in Structured Financial Products

Veranstaltungen

 **DZB** unterwegs &  **BayernLB**

Vorankündigung

Roadshow mit Experten der BayernLB

- 03. September 2013 – Stuttgart
- 04. September 2013 – Düsseldorf
- 09. September 2013 – Berlin
- 10. September 2013 – Hannover
- 11. September 2013 – Hamburg
- 16. September 2013 – Frankfurt
- 17. September 2013 – München

Beginn ist jeweils 17.30 Uhr. Die Teilnahme ist für Abonnenten des **DZB** kostenfrei. Anmeldung und Informationen unter: www.zertifikateberater.de/unterwegs

Zertifikate im Trickfilm ► Wie erklärt man Nutzen, Chancen und Risiken von Zertifikaten in maximal fünf Minuten? Die Erklärvideos der WGZ Bank zeigen es. Sie geben auf unterhaltsame Art im Trickfilmstil einen schnellen und unkomplizierten Einstieg in die Zertifikate-Welt. Die Videos finden Sie in der Infothek auf www.wgz-zertifikate.de

DZB Webinare ► Der DZB bietet im Juli wieder eine kostenfreie Online-Schulung an. Das Webinar ist ein Angebot der **DZB Akademie** zur Vertiefung des Beitrags in dieser Ausgabe (S. 44/45) zum Thema „Pro Zertifikat – Vorurteile sachlich entkräften“. Die Schulung findet am 10. Juli um 16 Uhr statt. Registrierung und Teilnahme auf: www.zertifikateberater.de/webinar

Fachwebinare ► Jeden Donnerstag bietet HSBC Trinkaus eine Online-Schulung zu Zertifikatethemen. In den kommenden Wochen wird u.a. der Dividendeneinfluss auf strukturierte Produkte besprochen. Teilnahme über www.hsbc-zertifikate.de

Derivate Tag 2013 ► Der Deutsche Derivate Tag, den der DDV jährlich in Frankfurt veranstaltet, findet in diesem Jahr am 16. September in der Villa Kennedy statt.

Zertifikate Awards 2013 ► Das Datum für die diesjährigen Zertifikate Awards steht fest. Am 3. Dezember trifft sich die Branche zur feierlichen Preisverleihung in Berlin.

DKM ► Die auf Versicherungen fokussierte B2B-Messe DKM lädt am 23. und 24. Oktober nach Dortmund (Westfalenhallen) ein. Weitere Informationen: www.dkm-messe.de

Aktuelle Urteile

Prospektprüfung • Anlageberater müssen nicht jedes Detail eines Prospekts bei geschlossenen Fonds prüfen, wenn keine unplausiblen Angaben oder Risiken offensichtlich sind. Das geht aus einem Urteil des BGH hervor (Az.: III ZR 55/12). Geklagt hatte ein Anleger, der 1996 einen geschlossenen Immobilienfonds gezeichnet hatte. Gegenstand war eine damals noch im Bau befindliche Klinik. Nachdem der Kläger in den ersten Jahren Ausschüttungen erhalten hatte, geriet der Fonds in Schwierigkeiten. Bereits die Verwendung des Begriffs „Avale Bauzeit“ hätte den Berater nach Ansicht des Anlegers stutzig machen müssen. Das Gericht stellte allerdings fest, dieser Kostenpunkt hätte keine weiteren Nachforschungen nötig gemacht. Auch die Finanzierungskosten von 2,3 Millionen DM stellten kein aufklärungspflichtiges Risiko dar.

Marktmanipulation • Im April hat vor dem LG Frankfurt der erste Prozess in einem Sammelverfahren zu unbefugt erteilten Telefonorders begonnen. Zwischen 2009 und 2012 hatten Betrüger Banken kontaktiert, sich als deren Kunden ausgegeben und für fremde Depots Kauforders für Aktien erteilt. Ende 2012 war ein Tatverdächtiger festgenommen worden, der mehrere Aktien verkauft hatte, die durch die Orders zuvor gepusht worden waren. Der Schaden beläuft sich auf 7,5 Mio. Euro. Bei weiteren Orders im Wert von 4,1 Mio. Euro konnte eine Ausführung verhindert werden, weil die Bankmitarbeiter den Betrug rechtzeitig erkannt hatten.

Lehman-Zertifikat • Der BGH hat ein Urteil des OLG München aufgehoben, wonach einer Käuferin von Lehman-Zertifikaten Schadensersatz zugestanden hätte (Az.: III ZR 182/12). Bei der Beratung war eine Broschüre verwendet worden, in der mit der Bonität der US-Investmentbank geworben wurde. Emittentin war jedoch eine niederländische Enkelgesellschaft. Nach Auffassung des Gerichts kommt diesem Umstand aber keine wesentliche Bedeutung für die Anlageentscheidung zu – zumal die Bonität der Investmentbank aufgrund des Garantieverhältnisses für das Zertifikat nicht unwichtig gewesen sei.

IOSCO: Zertifikatemarkt strenger regulieren

Scope berechnet Fair Value und erstellt Emittenten-Ranking

Die internationale Dachorganisation der Wertpapieraufsichtsbehörden, IOSCO, hat im April einen Report zu strukturierten Wertpapieren vorgelegt. Darin stellt sie den nationalen Behörden einen Baukasten für mögliche Gesetzesvorgaben zur Verfügung. Ziel ist ein verbesserter Anlegerschutz. Komplexe Produkte würden bei Privatanlegern immer beliebter, heißt es in dem Bericht. Hierbei bestehe allerdings eine Asymmetrie des Informationsstands, die zu Gunsten der Emittenten und zu Lasten der Anleger gehe. Die IOSCO setzt daher bei ihren Vorschlägen vor allem bei der Produkttransparenz und der Bereitstellung von Informationen an.

In Branchenkreisen sind die Vorschläge umstritten. Teils sind hohe Anforderungen erhalten, die sich nur schwer in die Praxis umsetzen lassen. Beispielsweise wäre für die IOSCO ein zeitlich begrenztes Rückgaberecht der Kunden denkbar. Emittenten hinterlegen die Papiere aber gleich zu Beginn mit den entsprechenden Absicherungsgeschäften, die sie hinterher nicht ohne weiteres wieder zum Startpreis auflösen können. Damit bestünde für sie die Gefahr hoher Verluste. Eine weitere Idee der IOSCO ist, die Emittenten dazu zu verpflichten, für ihre Produkte Simulationen und Rückrechnungen auf Basis historischer Daten zu veröffentlichen. In wie weit dies Sinn machen könne, müsse aber im Einzelfall geprüft werden. Verschärft werden soll nach Vorstellung der Vereinigung auch die Pflicht, sämtliche Gebühren und Kosten für das Wertpapier anzugeben. Hierzu zählen auch Gebühren für die einzelnen Zertifikatebestandteile sowie etwaige Kosten für den Basiswert (z.B. Indexgebühren).

Anlagealternativen zum Vergleich

Andere Vorschläge sind zumindest in Deutschland bereits mit Einführung der Produktinformationsblätter (PIB) umgesetzt. Dazu zählt beispielsweise die Darstellung

verschiedener Szenarien, in denen sich das jeweilige Produkt positiv, neutral und negativ entwickeln würde. Andere Informationspflichten für kurze Produktporträts, wie sie jetzt auch die IOSCO vorschlägt, gehen aber über die deutschen PIB-Anforderungen hinaus – etwa obligatorische Vergleiche mit in Frage kommenden Anlagealternativen.

Emittenten sollen Margen offen legen

Ein weiterer wesentlicher Aspekt der IOSCO-Forderung ist die Verpflichtung zum Ausweis des sogenannten „Fair Value“.

Darunter ist der Produktpreis ohne die Ertragsmarge des Emittenten zu verstehen. Somit würde offengelegt, was die Emissionshäuser an den Papieren verdienen. Kritiker monieren aber Ungenauigkeiten und eklatante Fehler in den

Berechnungsbeispielen der IOSCO.

Dessen ungeachtet setzt sich gerade diese Forderung in der politischen Diskussion fest. Die Ratingagentur Scope hat die wieder entflammte Diskussion nun zum Anlass genommen, eigene Fair-Value-Berechnungen vorzunehmen und die Auswertungen für die drei wichtigsten Produktgruppen (Aktienanleihen, Discount, Bonus) zu veröffentlichen. Die Aussagekraft dieser Ergebnisse ist aber ebenfalls umstritten. Ein Kritikpunkt ist die Relevanz der Ergebnisse, weil zum Teil die Preisstellung von Emittenten mit gerade einmal fünf ausstehenden Produkten mit der von Häusern verglichen werde, die mehrere 1.000 Papiere im Angebot haben. Zudem betont Scope selbst, dass es sich bei dem Ranking lediglich um eine Momentaufnahme handle. Zu einem anderen Überprüfungszeitpunkt seien auch abweichende Ergebnisse denkbar. Interessant sind die Ergebnisse dennoch. Sie geben erste Hinweise über das übliche Ausmaß der Abweichungen und zeigen gleichzeitig, dass die IOSCO-Forderungen in Teilen tatsächlich umsetzbar sind. **DZB**

Scope Ranking

Emittenten mit geringsten Abweichungen vom Fair Value

Aktienanleihen	Discount	Bonus
Vontobel	Vontobel	Morgan Stanley
UBS	Barclays	Citi
LBBW	LBBW	Deutsche Bank
HSBC	WGZ Bank	DZ Bank
Commerzbank	Citi	BNP Paribas

Quelle: Scope; Stand: Juni 2013