



Lars Hille / Peter Schirmbeck

## Der Markt für strukturierte Anlageprodukte

Zertifikate, die mittlerweile bedeutendste Gattung der strukturierten Anlageprodukten, gibt es bereits seit 1989. An Popularität, nicht zuletzt bei Privatanlegern, haben sie aber erst in den vergangenen drei bis vier Jahren gewonnen – dies nicht ohne Grund: Sie eröffnen attraktive Ertragschancen, die insbesondere von der Entwicklung eines vorher festgelegten Anlagewertes abhängig sind. Dies kann zum Beispiel eine einzelne Aktie, ein Index, ein Rohstoff oder aber ein Korb mit einer Auswahl von Aktien oder Rohstoffen sein.

### „Alleskönner“

Zertifikate sind Alleskönner: Mit ihnen lassen sich nicht nur bei steigenden Kursen Gewinne erzielen, sondern auch bei seitwärts tendierenden Märkten oder fallenden Kursen – je nach Konstruktion des Produkts. Damit eignen sie sich hervorragend dafür, Geld zielsicher, das heißt auf die Vorstellungen und Bedürfnisse des Anlegers abgestimmt, anzulegen – ob nun sicherheitsorientiert, mit moderatem Risiko oder risikofreudig. Anhaltspunkte für das Ausmaß des anhaltenden Booms geben die vom Branchenverband Derivate Forum e.V. veröffentlichten monatlichen Zahlen für das von Emittenten bei Retailkunden platzierte Volumen (Open Interest). Die Statistik basiert auf Angaben von derzeit neun Emittenten, die zirka 60 Prozent des deutschen Zertifikatemarktes abdecken (Abbildung 1).

Erstmals hat nach Aussage des Derivate Forums das investierte Volumen im Juli dieses Jahres die 100-Milliarden-Euro-Schwelle überschritten. Die Wachstums-

zahlen am Zertifikatemarkt sprechen für sich: Allein von Januar bis September 2006 wuchs das Marktvolumen um zirka 25 Prozent. Für 2010 prognostizieren Experten sogar ein investiertes Volumen in Höhe von 200 Milliarden Euro.

### Wer die Wahl hat ...

Das Produktangebot am Zertifikatemarkt ist äußerst vielfältig. Angeboten werden

*Lars Hille, Direktor Investmentbanking, Peter Schirmbeck, Direktor Retailvertrieb/-beratung, beide DZ Bank AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main*

*Allein in den ersten neun Monaten 2006 ist der Zertifikatemarkt in Deutschland um ein Viertel gewachsen, und jüngste Prognosen gehen bis 2010 von einer Verdopplung aus. Geschätzt wird auf Anbieter- wie Anlegerseite insbesondere die Flexibilität bei der Produktgestaltung und die schnelle Reaktionsmöglichkeit auf neue Markttrends, beklagt wird zuweilen die geringe Transparenz über das Produktangebot (siehe auch Umfrage in diesem Heft). Eben diese zu verbessern und den Markt für weitere Anlegerschichten zu erschließen, hat sich die hiesige Interessenvertretung, das Derivate Forum, zur Aufgabe gemacht. Die Autoren geben einen Einblick in das vielfältige Produktangebot, die angesprochenen Zielgruppen und die Bemühungen der Branche zur Etablierung anerkannter Qualitätsstandards. Einen weiteren Aufschwung für Garantiezertifikate versprechen sie sich bei Einführung einer Abgeltungssteuer. (Red.)*

Zertifikate mit Kapitalgarantie, Teilabsicherungszertifikate sowie solche, die der Renditeoptimierung dienen (Abbildung 2).

Zertifikate zur Renditeoptimierung sind eine attraktive Alternative zur Direktanlage. Sie lassen Anleger zum Teil überproportional an der Performance der Märkte partizipieren. Dem Teilkaskoprinzip folgend sind Teilabsicherungszertifikate mit einem Sicherheitspuffer ausgestattet, der mögliche Verluste abfängt. Zugleich eröffnen sie dem Anleger attraktive Renditechancen. Garantiezertifikate haben sich zu einer ernst zu nehmenden Alternative zu festverzinslichen Anlagen beispielsweise Sparanlagen oder Anleihen entwickelt. Sie eignen sich insbesondere für sicherheitsorientierte und zugleich renditebewusste Anleger, da sie neben einer Garantie des eingesetzten Kapitals zum Laufzeitende (exklusive Ausgabeaufschlag) eine Mindestverzinsung und zudem die Chance auf eine zusätzliche Rendite bieten.

Die Zahlen des Derivate Forums unterstreichen, wie groß nach wie vor das Sicherheitsbedürfnis vieler Anleger ist: Im September dieses Jahres entfielen 42,7 Prozent des bei den Emittenten des Derivate Forums in strukturierten Anlageprodukten investierten Vermögens auf Garantiezertifikate und 39,9 Prozent auf Zertifikate mit Teilschutz.

### Garantiezertifikate im Detail

Garantiezertifikate bestehen aus zwei Komponenten: einer Sicherheits- und einer Performance-Komponente. Bei ersterer

handelt es sich in der Regel um ein festverzinsliches Wertpapier, das die Rückzahlung des eingesetzten Kapitals zum Laufzeitende sicherstellt sowie eine Mindestverzinsung garantiert, falls dies die Produktstruktur vorsieht. Die Performance-Komponente wird häufig aus Optionen auf einen Basiswert, beispielsweise einen internationalen Index, gebildet.

Der Emittent investiert das Geld des Anlegers so in die beiden Komponenten, dass die Zinsgewinne aus dem festverzinslichen Wertpapier über die gesamte Laufzeit die Rückzahlung des eingesetzten Kapitals zum Laufzeitende sowie gegebenenfalls die Zahlung einer Mindestverzinsung sicherstellen. Der verbleibende Anteil des Anlegerkapitals wird in Optionen investiert (Abbildung 3).

Die Wahl des „richtigen“ Zertifikates richtet sich vor allem nach der Risikobereitschaft des Anlegers und seinem persönlichen Anlagehorizont. Anleger sollten berücksichtigen, dass sie das so genannte Emittentenrisiko tragen, welches nach einer Studie der European Business School (EBS) mit zwei Prozent im Verhältnis zu anderen Risiken eines Anlageprodukts allerdings gering ausfällt.

Zudem ist bei der Auswahl des passenden Zertifikates zu beachten, dass die Zusagen zur Kapitalgarantie oder zum Teilschutz des eingesetzten Kapitals (exklusive Ausgabeaufschlag) immer nur bei Fälligkeit

## Studie

### „Zertifikate-Anleger und ihre Bedürfnisse“

Die DZ-Bank-Studie „Zertifikate-Anleger und ihre Bedürfnisse“ basiert auf einer Sekundäranalyse der Markt-Media-Studie „Communication Networks 9.0“. Befragt wurden 25 738 Personen, von denen 9 538 im Besitz von festverzinslichen Wertpapieren, Renten-/Immobilien-Fonds, Gemischten Fonds, Bundesschatzbriefen oder Zertifikaten sind beziehungsweise Interesse an mindestens einer der genannten Assetklassen haben. Das Durchschnittsalter der Befragten liegt bei 43,4 Jahren, das durchschnittliche Haushaltsnettoeinkommen bei 2 622 Euro.

gelten, nicht aber bei einem vorzeitigen Verkauf des Zertifikates. Während der Laufzeit kann der Kurs des Zertifikates schwanken und damit auch unter den Ausgabepreis fallen. Die (Rest-)Laufzeit sollte folglich mit dem persönlichen Anlagehorizont übereinstimmen.

**Zertifikateanleger – das unbekannte Wesen?**

Ganz allgemein gilt, dass die Funktionalität des Zertifikates unbedingt mit den Markterwartungen eines Anlegers übereinstimmen sollte. So wäre bei der Erwartung gleich bleibender Märkte ein Garantiezertifikat auf steigende Aktienkurse wenig lohnend, da die Chance auf eine Zusatzrendite über die Mindestverzinsung hinaus gering ausfiele. Teilschutzzertifikate wie beispielsweise Discount-, Bonus- und Expresszertifikate, zu denen auch die Akzent Invest Maxi-Rend-Zertifikate gehö-

ren, wären in einer solchen Situation chancenreicher.

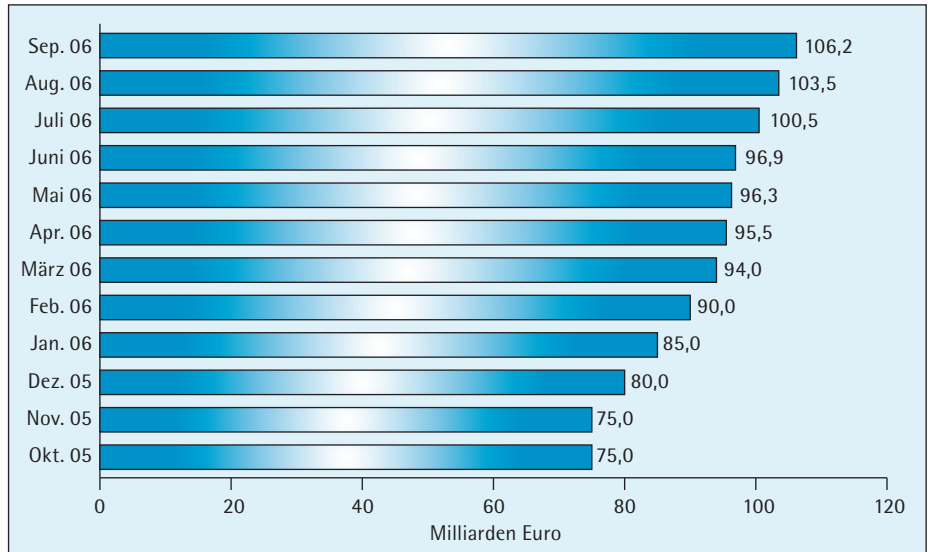
Wie sieht nun der „klassische“ Zertifikatekäufer aus? Eine von der DZ Bank in Auftrag gegebene Studie hat drei Anlegertypen identifiziert: beratungsfordernde, offene und beratungsresistente Anleger. Unter den beratungsfordernden Anlegern finden sich insbesondere 40- bis 45-Jährige und überproportional viele 60- bis 69-Jährige, die ihre finanzielle Absicherung bereits geregelt haben.

Dieser Anlegertypus steht in engem Dialog mit seinem Kundenberater und nutzt die Empfehlungen seiner Bank. Er legt Wert auf Sicherheit, auch wenn dies gegebenenfalls zulasten höherer Renditen geht. Entsprechend bevorzugt er festverzinsliche Wertpapiere, risikoarme Fonds sowie Garantie-Zertifikate. Beratungsfordernde Anleger verfügen über ein überdurchschnittliches Haushaltsnettoeinkommen. Auffallend bei diesem Typus ist der überproportional hohe Anteil (52 Prozent) an Frauen.

Enormes Absatzpotenzial im Bereich der strukturierten Anlageprodukte liegt vor allem bei den so genannten beratungsoffenen und den bislang wenig erreichten beratungsresistenten Anlegern. Beide Anlegertypen, vorwiegend Männer, weisen im Vergleich zu den Beratungsfordernden ein höheres Haushaltsnettoeinkommen auf. Für die Beratungsoffenen, vor allem 35- bis 45-Jährige und 50- bis 54-Jährige, dienen Geldanlagen mit überschaubarem Risiko der Absicherung und Erhaltung des momentanen Lebensstandards.

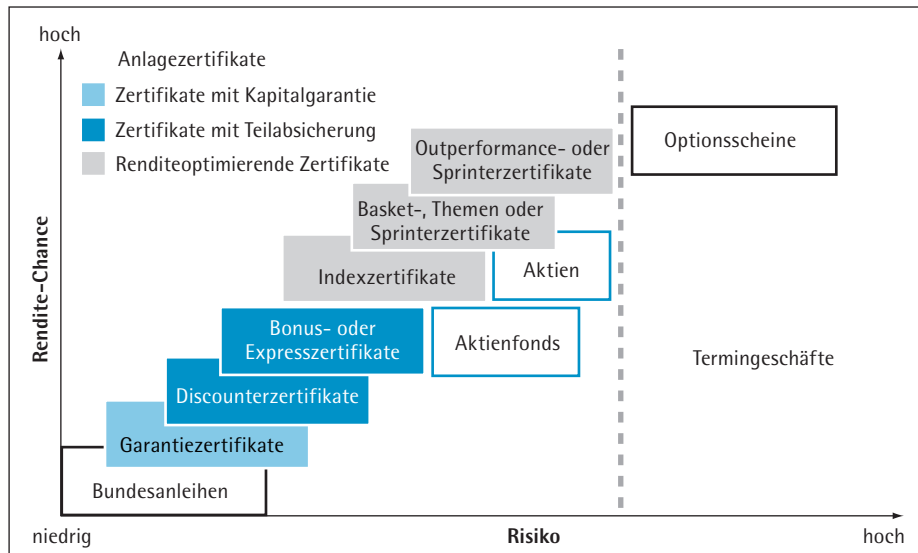
Beratungsresistente, unter ihnen vergleichsweise viele 30- bis 45-Jährige, setzen sich in ihrer Freizeit intensiv mit dem Thema Vermögensmanagement auseinander. Sie gelten als Experten in Sachen Geld-

Abbildung 1: Entwicklung Open Interest Oktober 2005 bis September 2006



Quelle: Derivate Forum e.V.

Abbildung 2: Typologisierung von Zertifikaten



Quelle: DZ Bank (beispielhafte Darstellung)

anlagen und nehmen für höhere Renditechancen auch Verluste in Kauf. Beide Anlegertypen – und das unterscheidet sie deutlich vom Beratungsfordernden – verschaffen sich selbst, vor allem über das Internet, einen Überblick über Anlagemöglichkeiten und wenden sich, wenn überhaupt, mit gezielten Fragen an ihre Bank. Die Studie kommt zu dem Ergebnis, dass es für Anbieter wesentlich ist, zielgruppenspezifisch aufbereitete Informationen bereitzustellen. Denn nur so können die noch brachliegenden Absatzpotenziale im Bereich der strukturierten Anlageprodukte ausgeschöpft werden.

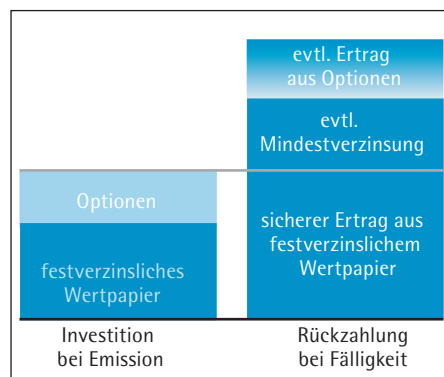
**Über 60 000 Anlageprodukte**

Tatsächlich lässt die Attraktivität des Zertifikatemarktes den Wettbewerb um die Gunst der Anleger stetig steigen. Inländische und ausländische Emittenten haben mittlerweile über 60 000 Anlageprodukte emittiert. Kritiker bemängeln dabei eine fehlende Transparenz des Zertifikatemarktes und fordern eine stärkere staatliche Regulierung. Das aktuelle Regulierungsumfeld schafft eine ausreichende Balance zwischen Anlegerschutz und Förderung der Innovationskraft der Branche. Diese Innovationskraft sollte nicht zuletzt im Interesse der Investoren nicht durch Überregulierung gehemmt werden. Vielfältige Initiativen, insbesondere mit dem Ziel, die Transparenz zu erhöhen, zeigen, dass die Selbstregulierungskräfte der Branche vollkommen intakt sind.

Transparenz in der Welt der strukturierten Anlageprodukte stellt die DZ Bank sicher, indem sie sich unter anderem in ihrem Angebot auf die gängigsten Produktplattformen beschränkt. Im Rahmen von Vertriebsszirkeln mit den Genossenschaftsbanken vor Ort werden die jeweiligen Kundenbedürfnisse und die Nachfragesituation eruiert. Basierend auf diesen Informationen werden dann die zum jeweiligen Kapitalmarktumfeld passenden Produkte entwickelt.

Die DZ Bank beschreitet zudem als einer der Marktführer bei Zertifikaten mit Garantie- beziehungsweise Teilschutz in engem Schulterschluss mit zirka 1 100 genossenschaftlichen Partnerbanken den Weg der Umsetzung einer umfassenden

Abbildung 3: Garantiezertifikate bei Emission und bei Fälligkeit



Quelle: DZ Bank

und nachhaltigen Qualitätsstrategie. Akzent Invest Zertifikate – unter diesem Namen werden alle Zertifikate der DZ Bank angeboten – sind durch die TÜV-Süd Zertifizierung des Produktentwicklungsprozesses der Bank qualitativ gesichert. Das vergebene Prüfsiegel nach der Industrienorm 9001 garantiert ein umfassendes Qualitätsmanagement über den gesamten Entwicklungsprozess hinweg, von der Auswahl des Basiswertes eines Zertifikates bis hin zur Kundenzufriedenheitsanalyse.

Die Bank ist zudem aktives Mitglied im Derivate Forum, dessen erklärtes Ziel es ist, die Transparenz am deutschen Markt für derivative Anlageprodukte zu erhöhen und ihn für eine breite Anlegergruppe zu erschließen. Durch die Markterhebung der Handelsvolumina und des Open Interests sowie durch die Risikoklassifizierung nach dem Value-at-Risk-Ansatz, der derivative Produkte unter Risikogesichtspunkten vergleichbar macht, leistet das Derivate Forum bedeutende Beiträge für die Markttransparenz.

**Zertifikatemarkt – quo vadis?**

Waren in 2005 besonders Zertifikate mit umfanglichem Kapitalschutz gefragt, zeichnet sich in 2006 ein deutlicher Trend hin zu Zertifikaten mit Teilabsicherung ab. Mit anderen Worten: Anleger sind bereit, mehr Risiko zu akzeptieren. Hoch in der Gunst stehen derzeit so genannte „Autocallable-Strukturen“ wie Expresszertifikate, wie die Akzent Invest Maxi-Rend-Strukturen und Bonus-Strukturen wie Akzent Invest Bonuszertifikate.

Veränderungen in der Präferenz der verschiedenen Zertifikatetypen könnten sich aus der Einführung der Abgeltungssteuer ergeben, die voraussichtlich zum 1. Januar 2009 mit einem Steuersatz von derzeit diskutierten 25 Prozent in Kraft tritt. Denn Garantieprodukte gelten nach derzeitiger Rechtslage als Finanzinnovation. Das heißt: Laufende Zinszahlungen sowie – unabhängig von der Länge der Haltedauer – Gewinne aus Veräußerung und Einlösung unterliegen der individuellen Einkommensteuer, der Zinsabschlagssteuer und dem Solidaritätszuschlag. Mit Einführung der Abgeltungssteuer wären Garantiezertifikate gegenüber anderen Anlageformen nicht länger steuerlich benachteiligt. Das könnte ihre ohnehin große Popularität unter Anlegern zusätzlich beflügeln.