

Deutsches Institut für Bankwirtschaft

Schriftenreihe

Band 8

Zertifikatefonds – Kritische Betrachtung in Bezug auf Performance und Transparenz

von

Mathias Kirschner

herausgegeben von Henrik Schütt

Abstract der Arbeit

Zertifikatefonds sind eine noch junge Alternative der Geldanlage. Nachdem viele klassische Zertifikate in anhaltende Kritik bezüglich der Rendite-Risiko-Relationen und der Transparenz geraten sind, werden diese Aspekte in Bezug auf die neueren Zertifikatefonds analysiert. Hierzu werden zunächst Eigenschaften und wesentliche Zertifikateformen vorgestellt und dann Indizes auf Zertifikate untersucht. Anschließend wird ein Analyseinstrumentarium für Zertifikateindizes und Zertifikatefonds vorgestellt, dann ein Marktüberblick über Zertifikatefonds in Deutschland gegeben und schließlich unter Einsatz des zuvor dargestellten Analyseinstrumentariums eine Performanceanalyse zu den ausgewählten Zertifikatefonds durchgeführt. Die zugehörigen Excel-Berechnungen können dabei ebenso wie dieser Textteil als Datei abgerufen werden.

Zitation:

Kirschner, Mathias(2012): Zertifikatefonds – Kritische Betrachtung in Bezug auf Performance und Transparenz

In: Deutsches Institut für Bankwirtschaft – Schriftenreihe, Band 8 (06/2012)

ISSN 1869-635X erhältlich unter:

<http://www.deutsches-institut-bankwirtschaft.de/schriftenreihe/>

Inhaltsverzeichnis

Abkürzungsverzeichnis.....	IV
Abbildungsverzeichnis.....	VI
Tabellenverzeichnis	VIII
1. Einleitung.....	1
2. Zertifikate als Anlageklasse.....	2
2.1 Grundsätzliche Produkteigenschaften.....	2
2.2 Wesentliche Zertifikateklassen	3
2.2.1 Garantiezertifikate	3
2.2.2 Bonus Zertifikate	4
2.2.3 Discount Zertifikate	6
2.2.4 Outperformancezertifikate.....	7
2.2.5 Index Zertifikate	9
2.3 Bedeutung der Transparenz	9
3. Zertifikateindizes der Scoach AG.....	11
3.1 Generelle Vorgehensweise.....	11
3.1.1 Die Zusammensetzung des Discount Index.....	12
3.1.2 Charakterisierung der weiteren Indizes	13
3.2 Vergleich der Indizes	15
3.2.1 Definition Performance, Volatilität und Sharpe Ratio	15
3.2.2 Wertentwicklung der Indizes	16
3.3 Beurteilung der Zertifikateindizes	19
4. Grundlagen des Portfolio Managements.....	19
4.1 Das Grundmodell nach Markowitz	20
4.1.1 Risiko, Rendite und Diversifikation	20

4.1.2 Effiziente und optimale Portfolios.....	23
4.1.3 Modellvoraussetzungen und Kritik	24
4.2 Capital Asset Pricing Model	26
4.3 Erstellung und Optimierung eines Zertifikate Musterportfolios.....	28
4.3.1 Inputdaten	28
4.3.2 Optimierungsrestriktionen	30
4.3.3 Portfolioaufstellung	31
4.3.4 Kritische Beurteilung.....	33
5. Zertifikatefonds in Deutschland.....	34
5.1 Marktüberblick.....	34
5.1.1 Betrachtung der Grundgesamtheit	34
5.1.2 Auflagdatum, Schwerpunkt und Volumina	35
5.1.3 Fondszusammensetzung	37
5.2 Performance von Zertifikatefonds	40
5.2.1 Wertentwicklung und Volatilität	40
5.2.2 Sharpe Ratio.....	41
5.2.3 Information Ratio.....	42
5.2.4 Vergleich mit Zertifikateindizes	44
5.3 Rating und Kosten.....	45
6. Fazit.....	47
Literaturverzeichnis	49
Internetverzeichnis.....	52
Anhang.....	57

Abkürzungsverzeichnis

ATM	At The Money
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BVI	Bundesverband Investment und Assetmanager e.V.
DAX	Deutscher Aktien Index
DDV	Deutscher Derivate Verband
EDG	European Derivates Group
EURIBOR	Euro Interbank Offered Rate
Inc.	Incorporation
IR	Information Ratio
Max.	Maximum
MEP	Maximum-Ertrags-Portfolio
Min.	Minimum
MVP	Minimum-Varianz-Portfolio
o.g.	oben genannte(r)
OTC	Over The Counter
Pkt.	Punkte

p.a.	per annum
P	Portfolio
P&L	Profit and Loss
sog.	so genannten
SPSS	Superior Performing Software System
TP	Tangentialportfolio
UL	Underlying
u.a.	unter anderem
vs.	versus

Abbildungsverzeichnis

Abb. 1	Vergleich P&L Garantiezertifikat und Underlying	Seite 4
Abb. 2	Vergleich Auszahlungsprofil Bonuszertifikat und Underlying	Seite 6
Abb. 3	Vergleich P&L Discountzertifikat und Underlying	Seite 7
Abb. 4	Vergleich Auszahlungsprofil Outperformancezertifikat und Underlying	Seite 8
Abb. 5	Vergleich Wertentwicklung Discountindex mit Einzelwerten	Seite 13
Abb. 6	Vergleich Wertentwicklung EuroStoxx 50 mit Bonus- und Discountindex	Seite 17
Abb. 7	Vergleich Wertentwicklung EuroStoxx 50 mit Garantie- und Outperformanceindex	Seite 18
Abb. 8	Risiko-Ertrags-Profil des Mischportfolios	Seite 21
Abb. 9	Korrelation zwischen Outperformance- und Discountindex 2007	Seite 22
Abb. 10	Effizienzlinie nach Markowitz und effizientes Portfolio	Seite 23
Abb. 11	Renditeverteilung des EuroStoxx 50 1999-2010	Seite 24
Abb. 12	Ermittlung der Betafaktoren für Discount- und Outperformanceindex 2009	Seite 27

VII

Abb. 13	Absolute Portfolio-Optimierung	Seite 31
Abb. 14	Relative Portfolio-Optimierung	Seite 32
Abb. 15	Verteilung des Auflagedatums bei Zertifikatefonds	Seite 35
Abb. 16	Schwerpunkt der Zertifikatefonds anhand von Volumina	Seite 36
Abb. 17	Verteilung einzelner Anlageklassen am Fondsvermögen bei Zertifikatefonds	Seite 37
Abb. 18	Assetaufteilung eines Beispielfonds März 2009 – Juni 2010	Seite 39
Abb. 19	Risiko-Performancevergleich Zertifikatefonds vs. EuroStoxx 50 2008-2009	Seite 41
Abb. 20	Verteilung der Sharpe Ratio der Zertifikatefonds für 2009	Seite 42
Abb. 21	Verteilung Information Ratio Zertifikatefonds 2008-2009	Seite 43
Abb. 22	Verteilung Ausgabeaufschläge und laufende Kosten (TER) bei Zertifikatefonds	Seite 46
Abb. 23	Entwicklung Spread zwischen 3M EURIBOR und Interbankenswapsatz	Seite 60

Tabellenverzeichnis

Tab. 1	Charakterisierung Discountindex	Seite 13
Tab. 2	Charakterisierung Bonusindex	Seite 14
Tab. 3	Charakterisierung Outperformanceindex	Seite 14
Tab. 4	Vergleich Zertifikateindizes mit EuroStoxx 50 2006-2009	Seite 18
Tab. 5	Adjustierte Betas und Erwartungswerte für Zertifikateindizes	Seite 29
Tab. 6	Portfoliozusammensetzung bei absoluter Optimierung	Seite 32
Tab. 7	Portfoliozusammensetzung bei relativer Optimierung	Seite 33
Tab. 8	Risiko-Ertrags Kennzahlen Zertifikatefonds	Seite 40
Tab. 9	Vergleich Bonusindex mit Bonusfonds 2008-2009	Seite 44
Tab. 10	Vergleich Discountindex mit Discountfonds 2008-2009	Seite 44

1. Einleitung

„Zertifikate in der Vertrauenskrise.“¹ „Verloren im Zertifikatedschungel.“² „Abzocke mit Zertifikaten.“³ Artikelüberschriften wie diese verdeutlichen, dass die Anlageklasse der Zertifikate in den letzten Jahren von den Medien vergleichsweise kritisch betrachtet worden ist. Dabei bieten Zertifikate unterschiedliche und vielfältige Möglichkeiten, eine Marktmeinung in Performance zu wandeln. Dieses Argument griffen einige Fondsgesellschaften und Vermögensverwalter auf und entwickelten Zertifikatefonds. Diese sollten die Vielfalt der Zertifikate mit den Vorteilen einer Anlage in einem Fonds kombinieren und somit dem Anleger ein interessantes Risiko Chance Profil bieten. Doch auch den Zertifikatefonds wurden eine mangelhafte Performance und eine ungünstige Kostenstruktur unterstellt.⁴ „Gefloppt ist der Versuch, Derivatestrukturen wie Discount-Zertifikate oder Bonus-Zertifikate im Fondsmantel anzubieten.“⁵ Ist der Versuch wirklich gefloppt? Dieser Frage wird diese Studie nachgehen.

Um zu verstehen, worum es sich bei Zertifikatefonds überhaupt handelt, werden zunächst grundlegende Aussagen zu Zertifikaten vorgenommen und die wesentlichen von ihnen anhand von Abbildungen und Produkteigenschaften charakterisiert. Eine Detailanalyse soll hier jedoch nicht Bestandteil dieser Untersuchung sein, vielmehr soll ein grundlegendes Verständnis über die wichtigsten Zertifikatekategorien geschaffen werden.

Im nächsten Schritt wird versucht, einen Performancevergleich zwischen einzelnen Zertifikateklassen mit ihrem Basiswert durchzuführen. Dazu werden Zertifikateindizes, die bereits von verschiedenen Unternehmen berechnet und publiziert werden, analysiert. Denn eine Betrachtung einzelner Zertifikate oder aber der Gesamtheit aller verfügbaren Zertifikate bringt aufgrund der Vielfalt kaum qualifizierbare Aussagen. Daher werden die veröffentlichten Indizes analysiert und kritisch hinterfragt.

Im Anschluss daran soll grundsätzlich der Sinn und Zweck der klassischen Portfolio-Theorie von Harry Markowitz und darauf aufbauende Theorien erläutert werden, um die Frage zu klären, warum eine Streuung des Vermögens vorgenommen werden sollte. Hier-

¹ Braun, Andreas (2010), 1. Abschnitt im Hauptframe (siehe Internetverzeichnis).

² Feingold, Benjamin (2010), 1. Abschnitt im Hauptframe (siehe Internetverzeichnis).

³ Seidel, Bettina (2010), 1. Abschnitt im Hauptframe (siehe Internetverzeichnis).

⁴ Vgl. Bayer, Christian (2010), S. 38 (siehe Internetverzeichnis).

⁵ Ebenda.

bei wird auch auf Kritikpunkte der Portfoliotheorie eingegangen. Denn vielen Anlegern ist in der letzten Krise schmerzlich vor Augen geführt worden, dass vorher sicher geglaubte Gesetzmäßigkeiten in Krisenzeiten schnell außer Kraft gesetzt werden können. Es stellt sich anschließend die Frage, ob aus den gewonnenen Erkenntnissen bezüglich des Portfoliomanagements und der Zertifikateklassen auch konkrete Handlungsempfehlungen abgeleitet werden können. Zu diesem Zweck soll unter Beachtung der vorab aufgestellten Maximen ein Portfolio erstellt werden, anhand dessen eine mögliche Aufteilung von Zertifikaten nach ihren Gattungen sichtbar wird.

Am Ende dieser Untersuchung wird der Zertifikatefondsmarkt in Deutschland analysiert. Wie viele Fonds sind in Deutschland zugelassen? Wann kann von einem Zertifikatefonds gesprochen werden? Wie haben sich die Assets der Fonds während der Krise verändert und wie schnitten die Fonds in Bezug auf Performance ab? Diese Fragen soll das vorletzte Kapitel klären. Hier wird zudem erarbeitet, wie transparent die Branche ist oder überhaupt sein kann. Abgerundet werden die Konstatierungen von einem Interview mit einem Portfoliomanager eines Zertifikatefonds.

Im Fazit soll dann schließlich verdichtet werden, um was es sich bei Zertifikatefonds eigentlich handelt und für welche Investoren sie sich eignen. Es soll deutlich werden, ob Zertifikatefonds insgesamt eine gelungene Mischung aus flexiblen Derivaten in einer erfolgreichen Fondsstruktur darstellen oder aber aus Gründen zu großer Intransparenz für Anleger ungeeignet sind.

2. Zertifikate als Anlageklasse

2.1 Grundsätzliche Produkteigenschaften

Lange Zeit konnten insbesondere Privatanleger lediglich auf steigende Kurse über Direktinvestments oder aber über spekulative Optionsscheine auf fallende Kurse setzen. Durch Zertifikate können Anleger auf verschiedenste Szenarien adäquat reagieren und somit sehr viel differenzierte Anlageentscheidungen treffen. Schmidt definiert Zertifikate als von Banken herausgegebene Schuldverschreibungen, deren Rückzahlungsbetrag sich nach bestimmten Modalitäten bezüglich der Kursentwicklung des Basiswertes richtet. Zudem sind Zertifikate über Börsen handelbar und besitzen einen jederzeit berechenbaren Wert.⁶

⁶ Vgl. Schmidt, Sebastian (2008), S. 14.

Grundsätzlich handelt es sich also bei allen Zertifikaten rechtlich um Inhaberschuldverschreibungen, d.h. bei einer Insolvenz des Emittenten kann es zu einem Zahlungsausfall kommen und der Investor dementsprechend einen Totalverlust erleiden.⁷ Die meisten Zertifikate haben Aktien oder Aktienindizes als Basiswert, daher muss bei allen Renditebetrachtungen berücksichtigt werden, dass dem Zertifikatekäufer keinerlei Dividenden zufließen.⁸

Derzeit befinden sich allein in Deutschland 156.086 verschiedene Anlagezertifikate mit einem Volumen von über 89 Mrd. € im Umlauf.⁹ Da im Laufe der letzten Jahre eine Vielzahl von teilweise sehr exotischen Zertifikaten emittiert worden ist, werden im Anschluss die gängigsten von ihnen vorgestellt.¹⁰ Auf eine detaillierte Betrachtung der dahinter stehenden Instrumente wird indes verzichtet. Die Grundlagen des Optionsgeschäfts sollten daher bekannt sein.

2.2 Wesentliche Zertifikateklassen

2.2.1 Garantiezertifikate

In Deutschland stehen Garantiezertifikate mit einem Marktanteil von 64,7 % unangefochten auf Platz 1 der nachgefragtesten Zertifikate.¹¹ Bedingt durch die Tatsache, dass es sich bei Garantiezertifikaten um tendenziell konservative Papiere handelt, wird dadurch das hohe Sicherheitsbedürfnis einer Vielzahl von deutschen Investoren ersichtlich. Ein Garantiezertifikat verspricht dem Käufer Chancen an unterschiedlichsten Basiswerten wahrzunehmen, bei gleichzeitiger Garantie am Laufzeitende einen Mindestbetrag wiederzuerlangen.¹² Dieser Mindestbetrag kann bis zu 100 % betragen. Gleichzeitig wird der Anleger jedoch – je nach Marktbedingung und gewähltem Absicherungsniveau – nur teilweise an der Entwicklung des Basiswertes teilnehmen.¹³

Um diese Funktion zu gewährleisten, muss ein Garantiezertifikat die nachfolgend beschriebene Struktur aufweisen. Zunächst wird eine Nullkuponanleihe mit einer Restlaufzeit entsprechend der Laufzeit des Zertifikats gekauft. Da ein Zerobond in der Regel zu pari

⁷ Vgl. Goldman Sachs International (Hrsg.) (2010), S. 8.

⁸ Vgl. Preißner, Andreas (2008), S. 30 f.

⁹ Vgl. Deutscher Derivate Verband (Hrsg.) (2010), S. 4 f. (siehe Internetverzeichnis).

¹⁰ Dabei sollen lediglich die Grundvarianten der einzelnen Zertifikate beleuchtet werden.

¹¹ Vgl. Deutscher Derivate Verband (Hrsg.) (2010), S. 4 (siehe Internetverzeichnis).

¹² Vgl. Commerzbank AG (Hrsg.) (2009), S. 4 (siehe Internetverzeichnis).

¹³ Vgl. HSBC Trinkaus & Burkhardt AG (Hrsg.) (2007), S. 151 (siehe Internetverzeichnis).

getilgt wird, notiert dieser während der Laufzeit unter seinem Nennwert. Der Differenzbetrag wird genutzt, um Call Optionsscheine zu erwerben. Diese haben ebenfalls die gleiche Restlaufzeit wie das Zertifikat und ermöglichen die Teilnahme an einer positiven Wertentwicklung des jeweiligen Basiswertes.¹⁴ Sollte sich der Basiswert negativ entwickeln und die Option am Laufzeitende somit wertlos verfallen, garantiert der Zerobond die Rückzahlung des Mindestbetrages. Bei einer Kapitalgarantie von 100 % erleidet der Anleger somit keinen Verlust. Diese Eigenschaft bezahlt der Käufer mit einer geringeren Partizipationsrate an der Basiswertentwicklung.¹⁵ Die Attraktivität hängt sowohl vom Zinsniveau, welches den Preis für die Nullkuponanleihe bestimmt, als auch wesentlich von der erwarteten Volatilität ab, da sie maßgeblich den Preis der Call Option beeinflusst.¹⁶ Die nachfolgende P&L-Grafik verdeutlicht die Produkteigenschaften eines Garantiezertifikats. Angenommen wurden ein Kapitalschutz von 100 % sowie eine Partizipationsrate von 70 % bei einem Kaufpreis von 40 €. Die Gattung eignet sich folglich für risikoscheue Anleger, die dem gewählten Basiswert dennoch Aufwärtspotenzial einräumen.

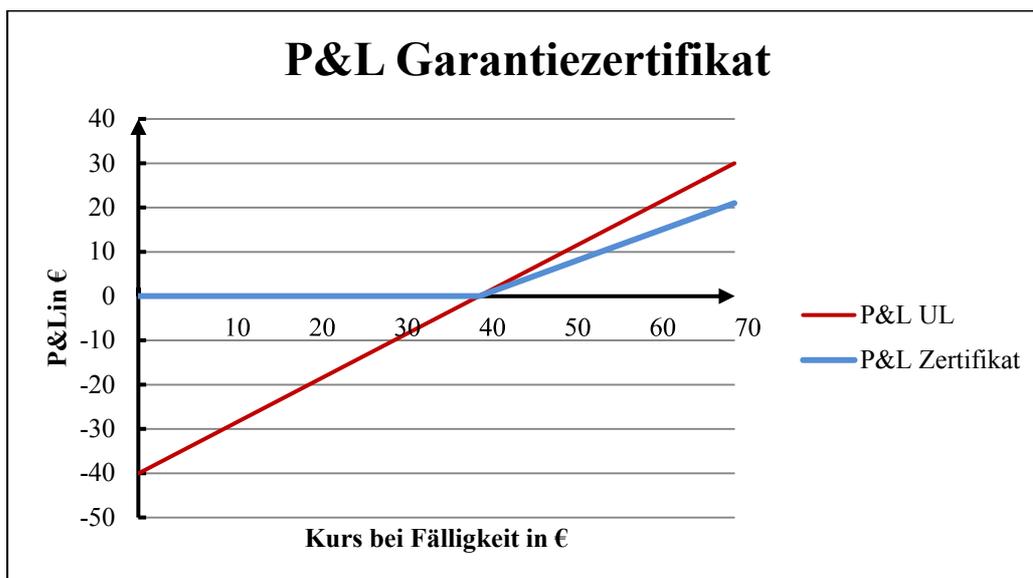


Abbildung 1: Vergleich P&L Garantiezertifikat und Underlying

Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an HSBC Trinkaus & Burkhardt AG (2007) (Hrsg.), S. 153.

2.2.2 Bonus Zertifikate

Einen deutlichen Absatzeinbruch mussten Bonuszertifikate während der Krise hinnehmen. Ihr Marktanteil sank von 21,9 % im Dezember 2007¹⁷ auf 5,4 % im April 2010.¹⁸ Dies ist

¹⁴ Vgl. HSBC Trinkaus & Burkhardt AG (Hrsg.) (2007), S. 152 (siehe Internetverzeichnis).

¹⁵ Vgl. ebenda, S. 151 f.

¹⁶ Vgl. Commerzbank AG (Hrsg.) (2009), S. 7 (siehe Internetverzeichnis).

¹⁷ Vgl. Deutscher Derivate Verband (Hrsg.) (2007), S. 8 (siehe Internetverzeichnis).

¹⁸ Vgl. Deutscher Derivate Verband (Hrsg.) (2010), S. 4 (siehe Internetverzeichnis).

darauf zurückzuführen, dass die Teilschutzzertifikate in den Jahren 2008 und 2009 hohe Verluste bescherten, da viele der relevanten Sicherheitsschwellen verletzt worden sind.

Ein Bonuszertifikat verspricht dem Investor einen Bonusbetrag, sofern eine bestimmte Kursbarriere nicht verletzt wird. Gleichzeitig soll der Erwerber des Zertifikats an Kursen über den Bonusbetrag hinaus teilhaben können. Wird jedoch während der Laufzeit das Sicherheitslevel berührt, entfällt der Bonus am Ende der Laufzeit und das Zertifikat verhält sich wie ein Indexzertifikat auf den Basiswert. Am Ende der Laufzeit wird dann der Basiswert geliefert bzw. eine entsprechende Barzahlung geleistet.¹⁹ Je nach Risikoneigung kann der Anleger hier selbst Bonusbetrag und Sicherheitslevel festlegen. Damit können sowohl konservative Bonuszertifikate mit großem Sicherheitsabstand und geringer Bonusrendite gewählt werden als auch spekulative Papiere mit geringem Sicherheitsabstand und hoher Bonusrendite.

Ein Bonuszertifikat besteht aus zwei Optionen. Der erste Bestandteil ist ein Zero Strike Call. Hierbei handelt es sich um einen Call mit einem Basispreis von 0 €. Das entspricht z.B. einer Aktie ohne Dividendenanspruch.²⁰ Sie garantiert die Zahlung bzw. die Lieferung der Aktie am Laufzeitende, wenn das Sicherheitslevel verletzt worden ist oder aber der Kurs das Bonusniveau überschreitet. Sie greift demzufolge immer dann, wenn die zweite Komponente des Bonuszertifikates außer Kraft gesetzt ist: Der Down-and-out-Put. Hierbei handelt es sich um eine exotische Option, die grundsätzlich der eines Puts ähnelt. Der Strike dieser Option entspricht dem Bonusniveau. Je niedriger der Basiswert in diesem Fall notiert, desto höher ist der Wert des Down-and-out-Puts. Er garantiert somit den Bonus am Laufzeitende. Jedoch besitzt der Put eine Knock-out-Schwelle, bei der er wertlos verfällt.²¹ Sie entspricht der Sicherheitsschwelle des Zertifikats. Der Verfall dieser exotischen Option lässt demnach den Anspruch auf eine Bonuszahlung verfallen.²² In diesem Fall verbleibt lediglich der Zero Strike Call. In der Abbildung 2 wird das Auszahlungsprofil des Bonuszertifikates bei einem Bonuslevel von 80 € und einer Sicherheitsschwelle von 40 € dargestellt. Bonuszertifikate eignen sich für Anleger, die von steigenden als auch stagnierenden

¹⁹ Vgl. Goldman Sachs International (Hrsg.) (2010), S. 27f.

²⁰ Vgl. Preißner, Andreas (2008), S. 103.

²¹ Vgl. HSBC Trinkaus & Burkhardt AG (Hrsg.) (2007), S. 155 (siehe Internetverzeichnis).

²² Hierbei ist zu beachten, dass der Down-and-out-Put bereits kurz vor dem Erreichen der Sicherheitsschwelle drastisch an Wert verliert. Auf eine detaillierte Betrachtung soll aber hier nicht näher eingegangen werden.

Kursen ausgehen, gleichzeitig jedoch einen Risikopuffer hinsichtlich des Kursrisikos wünschen und dafür auf die Dividende verzichten können.²³

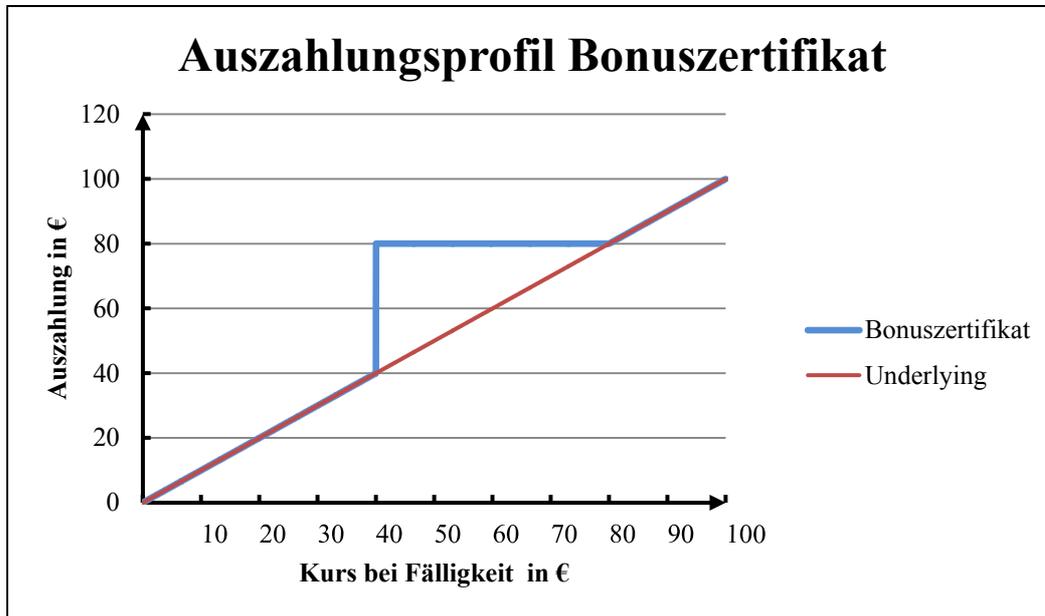


Abbildung 2: Vergleich Auszahlungsprofil Bonuszertifikat und Underlying

Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an Goldman Sachs International (Hrsg.) (2010), S. 28.

2.2.3 Discount Zertifikate

Discount Zertifikate gehören zu den Klassikern unter den Derivaten und ermöglichen einen Basiswert mit einem Abschlag zu kaufen. Durch diesen sog. Discount erwirbt der Investor folglich den Basiswert zu einem günstigeren Preis. Gleichzeitig jedoch wird die Partizipation von einem Cap gedeckelt, sodass bei einem Discountzertifikat der maximal erzielbare Gewinn bereits beim Kauf feststeht.²⁴ Am Ende der Laufzeit wird der Basiswert geliefert, wenn der Preis des Underlyings unter dem Basispreis notiert. Vorteilhaft ist, dass der Anleger noch bei stagnierenden Kursen oder gar leicht sinkenden Kursen profitieren kann, weil er den Basiswert beim Kauf zu einem reduzierten Preis erworben hatte.²⁵

Erreicht wird dieser Effekt durch den Kauf des Basiswertes bei gleichzeitigem Verkauf einer Kaufoption auf den selbigen. Die durch den Käufer der Call-Option²⁶ gezahlte Prämie ermöglicht den Discount. Gleichzeitig jedoch deckelt diese den Gewinn ab dem Basispreis, da der Käufer der Option ab diesem Preis ausüben wird und somit der anfänglich

²³ Vgl. Schmidt, Sebastian (2008), S. 153.

²⁴ Vgl. Commerzbank AG (Hrsg.) (2010), S. 5 (siehe Internetverzeichnis).

²⁵ Vgl. HSBC Trinkaus & Burkhardt AG (Hrsg.) (2007), S. 124 f. (siehe Internetverzeichnis).

²⁶ Hierbei handelt es sich um eine europäische Option, die erst zum Laufzeitende ausgeübt werden kann.

gekaufte Basiswert bei Laufzeitende zum vereinbarten Preis geliefert werden muss.²⁷ Je nach Wahl des Caps kann dem individuellen Risikoappetit des Investors Rechnung getragen werden. Je weiter der Cap vom aktuellen Kurs nach oben abweicht, desto höher ist das Ertragspotenzial sowie das Risiko et vice versa.²⁸ Gleichzeitig spielt die implizite Volatilität des Short Calls eine wesentliche Rolle. Hier gilt: Je höher die erwartete Volatilität, desto teurer die Option, desto höher die eingenommene Prämie und somit der gewährte Discount.²⁹ Die Abbildung 3 zeigt das P&L-Diagramm eines Discountzertifikates bei Laufzeitende. Der Kurs bei Kauf sei hier 40 €, das Zertifikat sei für 30 € erworben worden. Der Discount also beträgt 10 €. Der Cap wird bei 50 € angesetzt.

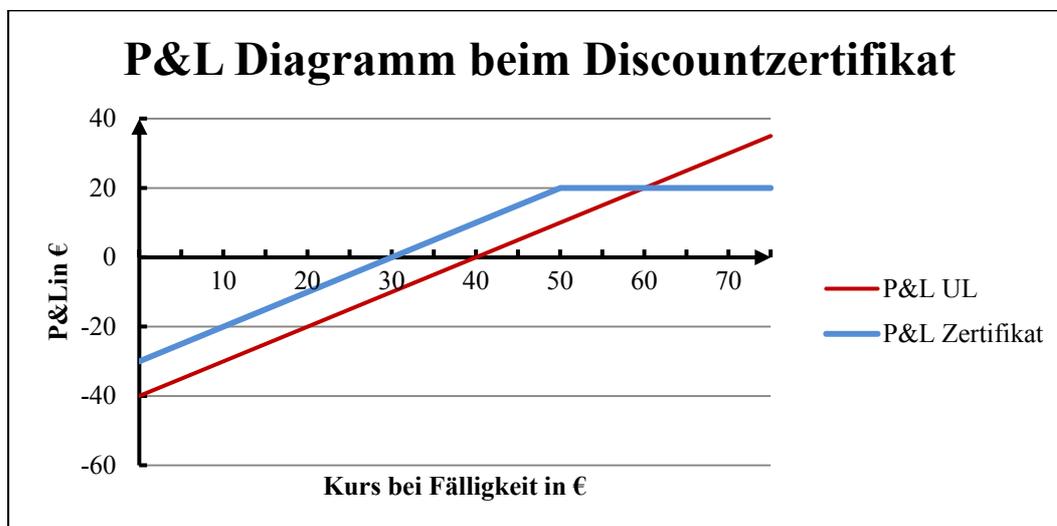


Abbildung 3: Vergleich P&L Discountzertifikat und Underlying
Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an Commerzbank (Hrsg.) (2010), S. 10.

Eine Langzeitstudie der Deutschen Bank zeigte jüngst, dass diese Gattung von Derivaten durchaus attraktiv ist. Hierbei wurde festgestellt, dass 73,2 % der untersuchten 24.511 Discountpapiere eine bessere Wertentwicklung aufwiesen als ihr Underlying.³⁰ Ein Anleger sollte auf diese Zertifikate zurückgreifen, wenn er stagnierende, undynamische Märkte erwartet und davon ausgeht, dass die implizite Volatilität in Bezug auf den Basiswert zurückgeht.³¹

2.2.4 Outperformancezertifikate

Wenn ein Investor von stark steigenden Kursen ausgeht, ist das Outperformancezertifikat eine Investitionsmöglichkeit, um überproportional von Kurssteigerungen zu profitieren. Ab

²⁷ Vgl. HSBC Trinkaus & Burkhardt AG (Hrsg.) (2007), S. 126 f. (siehe Internetverzeichnis).

²⁸ Vgl. Commerzbank AG (Hrsg.) (2010), S. 5 f. (siehe Internetverzeichnis).

²⁹ Vgl. ebenda, S. 8.

³⁰ Vgl. Deutsche Bank AG (Hrsg.) (2010), S. 1 (siehe Internetverzeichnis).

³¹ Vgl. Commerzbank AG (Hrsg.) (2010), S. 9 (siehe Internetverzeichnis).

einem gewissen Kursniveau nämlich partizipiert das Zertifikat mit einer Rate von über 100 % an der Entwicklung des Basiswertes. Es bietet mithin ein höheres Gewinnpotenzial als das Underlying selbst. Gleichzeitig jedoch ist der Anleger nicht überproportional an Verlusten des Basiswertes beteiligt, sondern partizipiert 1:1 bei sinkenden Notierungen.³² Die Höhe der Aufwärtspartizipationsrate bestimmt sich nach der erwarteten Dividende, weil aus ihr der Ertragsmechanismus finanziert wird.³³ Gleichzeitig spielt bezüglich der Partizipationsrate die implizite Volatilität des Basiswertes eine Rolle. Je niedriger sie ist, desto höher liegt der Hebel oberhalb des definierten Kurslevels. Dies liegt an der derivativen Konstruktion eines Outperformancezertifikats. Zum einen wird ein Zero-Strike Call, d.h. ein Call mit dem Basispreis null, erworben. Er dient dazu, den Verlauf des Basiswertes zu simulieren und garantiert im Verlustfall am Laufzeitende eine Auszahlung in Höhe des aktuellen Kurses.³⁴ Der zweite Bestandteil stellt ebenfalls den Kauf eines Calls dar, jedoch handelt es sich in diesem Fall um eine ATM³⁵ Option. Der Basispreis liegt auf der Schwelle, ab der ein Anleger überproportional von Kurswertsteigerungen partizipiert.³⁶ Die zweite Call Option sorgt also für den Ertragsmechanismus jenseits des vorab festgelegten Kurses. Das Auszahlungsprofil eines Outperformancezertifikats wird in der Abbildung 4 dargestellt. Die Partizipationsrate sei in diesem Beispiel 150% ab einem Kursniveau von 20 €.

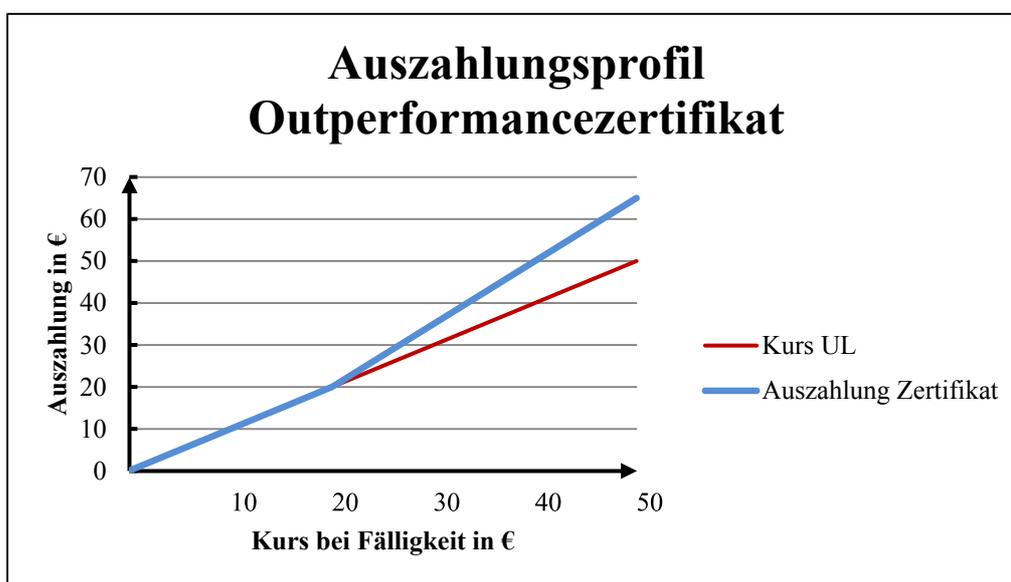


Abbildung 4: Vergleich Auszahlungsprofil Outperformancezertifikat und Underlying
Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an HSBC Trinkaus & Burkhardt AG (2007) (Hrsg.), S. 165.

³² Vgl. HSBC Trinkaus & Burkhardt AG (Hrsg.) (2007), S. 164 f. (siehe Internetverzeichnis).

³³ Vgl. Schmidt, Sebastian (2008), S. 223.

³⁴ Vgl. BNP Paribas (Hrsg.) (2010), S. 13 (siehe Internetverzeichnis).

³⁵ At The Money Optionen haben ihre Strike Price nahe dem aktuellen Kurs des Underlyings.

³⁶ Vgl. BNP Paribas (Hrsg.) (2010), S. 12 (siehe Internetverzeichnis).

2.2.5 Index Zertifikate

Bei Indexzertifikaten handelt es sich um die älteste Produktgattung unter den Zertifikaten. Bereits 1990 emittierte die Dresdner Bank ein Indexzertifikat auf den DAX.³⁷ Die Grundidee besteht darin, dass ein Anleger einen kompletten Index mit nur einem Wertpapier erwirbt und dementsprechend durch nur einen Kauf eine branchenübergreifende Diversifikation erreichen kann. Indexzertifikate werden in der Regel ohne Laufzeitbegrenzung emittiert. Der Käufer, der möglichst genau einen Index abbilden möchte, spart folglich durch dieses Derivat sowohl Kosten als auch Zeitaufwand, um den Index nachzubilden bzw. anzupassen. Einen weiteren Vorteil stellt die geschaffene Transparenz dar, da der Investor durch einen Blick auf den Basiswert immer den Wert seines Investments kennt.

Dafür verzichtet der Anleger auf jegliche Erträge, wie Zinsen oder Dividenden. Dies wirkt sich vor allem bei einem Kursindex negativ auf die Wertentwicklung aus, da hier im Gegensatz zum Performanceindex etwaige Dividenden nicht reinvestiert werden.³⁸ Als Basiswert dienen nicht nur etablierte Indizes, wie DAX oder Dow Jones, sondern auch exotische Kompositionen, wie z.B. Rohstoff-, Branchen- oder diverse Strategieindizes.³⁹ Eine Sonderform stellen Shortkonstruktionen dar, die von sinkenden Indexkursen profitieren können.⁴⁰ Ein Indexzertifikat wird oft über Futures an Terminmärkten zusammengestellt.⁴¹ Im Gegensatz zu den meisten anderen Zertifikaten hat aufgrund der fehlenden Optionskomponente die Volatilität hier keinerlei direkten Einfluss. Auf eine Abbildung des Auszahlungsprofils wird verzichtet, da dies idealerweise der Auszahlung des Basiswertes entsprechen soll.

2.3 Bedeutung der Transparenz

Transparenz und Übersichtlichkeit der Produkte und Informationen werden von professionellen Anlegern in einer repräsentativen Umfrage der DZ Bank große Bedeutung zugeschrieben. Diese Studie aus dem Jahr 2010 erstreckt sich auf 69 Vermögensverwalter und 128 Banken und ergibt, dass 99 % der Befragten die Einfachheit des Produkts für wichtig oder sehr wichtig halten. Der Transparenz bzw. der Verständlichkeit von Produktinformationen messen 91,8 % bzw. 86,7 % der Befragten hohes Gewicht zu.⁴² Diese Ergebnisse

³⁷ Vgl. Schwanfelder, Werner (2008), S. 52.

³⁸ Vgl. HSBC Trinkaus & Burkhardt AG (Hrsg.) (2007), S. 119 ff. (siehe Internetverzeichnis).

³⁹ Vgl. ebenda, S. 122 ff.

⁴⁰ Vgl. Winkler, Dennis (2008), S. 126.

⁴¹ Vgl. HSBC Trinkaus & Burkhardt AG (Hrsg.) (2007), S. 120 f. (siehe Internetverzeichnis).

⁴² Vgl. DZ Bank (2010), S. 53.

zeigen, dass professionelle Anleger bezüglich der Thematik Transparenz sensibilisiert sind. Dieser Meinung ist auch Heiko Weyand, Direktor bei der HSBC Trinkaus & Burkhardt AG. Er ist der Auffassung, dass die Zertifikatebranche erkannt habe, „... dass sie nur dann nachhaltig erfolgreich sein kann, wenn sie Anlegerservice groß schreibt und für einen transparenten Markt sorgt.“⁴³ Dass dies anscheinend nicht immer der Fall war, zeigt wiederum eine Umfrage des Handelsblatts vom August 2007 – also exakt vor dem Ausbrechen der Finanzkrise. Demnach gaben lediglich 3,3 % der befragten Personen an, Zertifikate zu besitzen.⁴⁴ Experten jedoch hielten bereits damals diesen Prozentsatz für zu niedrig, da viele Käufer von Zertifikaten nicht wussten, dass sie selbige im Depot hielten.⁴⁵

Die Emittenten der vielfach kritisierten Zertifikate reagierten in Zusammenarbeit mit dem DDV, indem einheitliche Produktklassifizierungen und vor allem einheitliche Produktnamen eingeführt worden sind. Gleichzeitig wurde flächendeckend eine Value at Risk Berechnung sowie eine Risikoklassifizierung für Zertifikate bereitgestellt. Zudem werden zunehmend die Berater in den Banken durch die Emittenten geschult, um Fehlberatungen beim Vertrieb von Zertifikaten zu verhindern.⁴⁶ Tatsächlich hat beinahe jeder Emittent von Zertifikaten ausführliche Informationen, Szenarioanalysen und Erklärungen über die Funktionsweisen auf seiner Homepage zur Verfügung gestellt. Die Relevanz eines solchen Angebots zeigt der Fakt, dass über 45 % der Banken und Vermögensverwalter bei der Informationsbeschaffung auf Emittenteninformationen zurückgreifen.⁴⁷ So ist Weyand als Vertreter eines Emittenten der Auffassung, „... dass Zertifikate nur dann kompliziert sind, wenn man sich nicht mit ihnen befasst“⁴⁸, da kaum für ein anderes Produkt so viele Informationen bereitgestellt würden.⁴⁹ Dennoch bleibt kritisch zu hinterfragen, was die zur Verfügung gestellten Informationen dem Anleger nützen. Sofern die reine Absatzorientierung in den Vertriebskanälen, insbesondere bei Banken, weiter im Fokus steht, wird eine Vielzahl der verfügbaren Informationen den Kunden nicht erreichen, da sie als verkaufshemmend von den Beratern wahrgenommen wird. Daher hängt die Transparenz dieser Anlageklasse gleichsam maßgeblich von der Instanz ab, die sie an den Endkunden vertreibt.

⁴³ Weyand, Heiko (2010), S. 27.

⁴⁴ Vgl. Handelsblatt (2007), S. 35 (siehe Internetverzeichnis).

⁴⁵ Vgl. ebenda.

⁴⁶ Vgl. Weyand, Heiko (2010), S. 28 f.

⁴⁷ Vgl. DZ Bank (2010), S. 74.

⁴⁸ Weyand, Heiko (2010), S. 27.

⁴⁹ Vgl. ebenda.

3. Zertifikateindizes der Scoach AG

Ein Anleger kann derzeit 156.086 verschiedene Anlagezertifikate kaufen.⁵⁰ Eine umfassende Performanceanalyse scheint vor diesem Hintergrund kaum möglich, da selbst der Wertverlauf einzelner Derivate innerhalb derselben Gattung aufgrund vielseitiger Ausstattungsmerkmale sehr stark variieren kann. Anlegern sollte es dennoch möglich sein, einen Überblick über die Performance der wesentlichsten Zertifikategattungen zu erhalten. Genau mit diesem Ziel entwarfen die Deutsche Börse AG, die Derivatebörse Scoach und die European Derivates Group AG (EDG) Indizes auf wesentliche Gattungen von Zertifikaten. Diese Akteure verfolgen mit den Indizes das Ziel, mehr Transparenz bezüglich Zertifikaten zu schaffen. Der Anleger soll auf einen Blick erfassen können, wie einzelne Zertifikate-Kategorien performt haben. Gleichzeitig soll somit das Verständnis über den Aufbau sowie der Performance in bestimmten Marktphasen geschärft werden.⁵¹ Sie bieten sich daher auch in besonderem Maße als Benchmark für Zertifikatefonds an. Für alle in diesem Kapitel vorgenommenen Berechnungen soll die Excel Datei Datencenter Zertifikateindizes als Referenz dienen.

3.1 Generelle Vorgehensweise

Die Zertifikateindizes beziehen sich auf Discountzertifikate, Aktienanleihen⁵², Bonuszertifikate, Garantiezertifikate und Outperformancezertifikate. Jeder Index beinhaltet 20 Mitglieder.⁵³ Da Zertifikate in diesen Kategorien fast ausschließlich in ihrer Laufzeit begrenzt sind, wird der jeweilige Index jeden Monat neu zusammengesetzt. Als Bezugsbasis dient hier der Dow Jones EuroStoxx 50.⁵⁴ Dieser beinhaltet die nach Marktkapitalisierung 50 größten Unternehmen der Eurozone.⁵⁵ Laut der European Derivates Group wird dieser Index ausgewählt, da er sowohl von der verfügbaren Produktanzahl als auch vom Volumen der gefragteste Basiswert sei.⁵⁶

Die Auswahl der 20 Einzelzertifikate erfolgt durch ein Clusteringverfahren. Bei den Clustern handelt es sich um Klassen ausstehender Volumina, die die Emittenten monatlich

⁵⁰ Vgl. Deutscher Derivate Verband (Hrsg.) (2010), S. 5 (siehe Internetverzeichnis).

⁵¹ Vgl. Scoach Europa AG (Hrsg.) (2009), Seite 2 (siehe Internetverzeichnis).

⁵² Der Index der Aktienanleihen wird hier außen vor gelassen, da zum einen die Strukturen im Ergebnissen von Discountzertifikaten gleichen und zum anderen der Index erst seit 2009 berechnet worden ist und somit noch keine validen Aussagen getroffen werden können.

⁵³ Vgl. European Derivates Group (2009), S. 4 f. (siehe Internetverzeichnis).

⁵⁴ Der Index der Garantiezertifikate bezieht sich hier als einziger nicht auf den EuroStoxx 50, sondern auf alle verfügbaren Aktienbasiswerte aufgrund geringer Volumina in diesem Index.

⁵⁵ Vgl. Stoxx Limited (2010), S. 1 f. (siehe Internetverzeichnis).

⁵⁶ Vgl. Scoach Europa AG (Hrsg.) (2009), Seite 4 (siehe Internetverzeichnis).

melden. Die Klassen sind nach unterschiedlichen Ausstattungsmerkmalen, wie z.B. Laufzeit oder Basispreis sortiert. Aus jeder Klasse wird anschließend jeweils ein Klassenrepräsentant ausgewählt und entsprechend dem Volumen der gesamten Klasse gewichtet.⁵⁷ Dabei gelten bestimmte Restriktionen.⁵⁸ Schließlich werden die Preise der Indexmitglieder mit ihren aktuellen Gewichten multipliziert und das Produkt daraus aufsummiert zum aktuellen Indexstand.⁵⁹

3.1.1 Die Zusammensetzung des Discount Index

Anhand von Discountzertifikaten soll beispielhaft der Aufbau eines Index verdeutlicht werden. Zunächst melden zu Monatsanfang die Emittenten alle ausstehenden Volumina in klassischen Discountzertifikaten. Es existieren 18 Cluster, die nach Laufzeit und Moneyness gebildet werden. Bei der Laufzeit wird zwischen Fristen von unter sechs Monaten, zwischen sechs und zwölf Monaten und Laufzeiten über zwölf Monaten unterschieden. Die Moneyness eines Zertifikates i berechnet sich wie folgt:

$$(1) \quad MN_i = \frac{FBK_T}{Cap_i}$$

Es handelt sich hierbei um den Quotienten des Forwardkurses des Underlyings (EuroStoxx 50) zur jeweiligen Laufzeit und dem Cap des Discountzertifikats. Um schließlich 20 Zertifikate zu ermitteln, werden aus den zwei volumenstärksten Clustern jeweils zwei Zertifikate herausgefiltert. Die Auswahl der Zertifikate in den Clustern selbst erfolgt nach Sortierung der Caps und Auswahl des Zertifikates, welches die Volumenmitte überschreitet (Median-Volumen-Zertifikat).⁶⁰ Schließlich wird die Gewichtung der 20 Zertifikate ermittelt, indem jeder Klassenvertreter das Volumengewicht seiner Klasse an der Gesamtheit der ausstehenden Zertifikate erhält.⁶¹

Doch wie sehen die einzelnen Discountzertifikate innerhalb des Index aus? Um das zu beurteilen, wurden die Indexmitglieder untersucht und einzelne Kennzahlen berechnet. Tabelle 1 verdeutlicht den Charakter des Discountindex und zeigt beispielsweise den Zusammenhang zwischen der Höhe des Discounts und der Restlaufzeit.

⁵⁷ Vgl. European Derivates Group (2009), S. 6 f. (siehe Internetverzeichnis).

⁵⁸ Zum ersten, dass ein Indexmitglied nicht mehr als 20% Gewichtung haben darf und zum zweiten, dass ein Zertifikateemittent nicht mit mehr als 30% Indexgewichtung vertreten sein darf. Sollte der Anteil des Emittenten größer als 30% am Gesamtmarkt sein, gilt entsprechend diese Grenze als Maximum.

⁵⁹ Vgl. Scoach Europa AG (Hrsg.) (2009), Seite 4 (siehe Internetverzeichnis).

⁶⁰ Vgl. European Derivates Group (2009), S. 7-10 (siehe Internetverzeichnis).

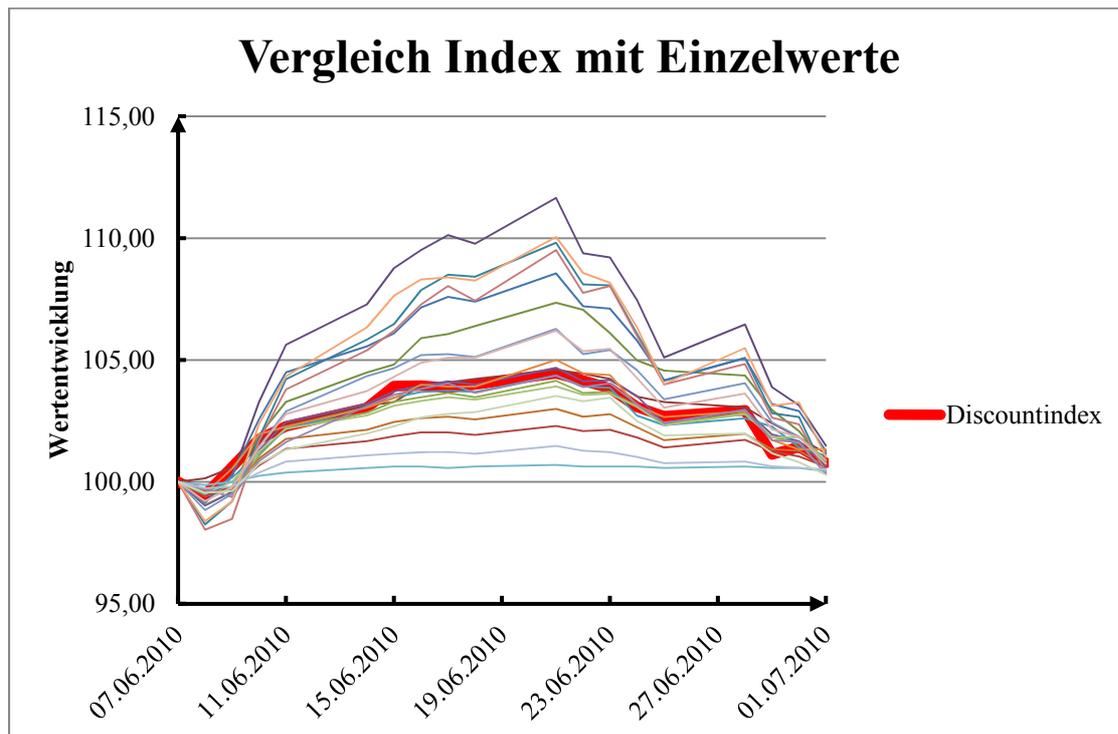
⁶¹ Vgl. ebenda, S. 10.

Tabelle 1: Charakterisierung Discountindex

Quelle: OnVista (2010), eigene Berechnung (siehe Datencenter Zertifikateindizes).

	Minimum	Arithmetisches Mittel	Maximum
Abstand zum Cap	-41,47 %	-6,28 %	118,58 %
Discount	0,31 %	25,46 %	51,22 %
Restlaufzeit	23.09.2010	06.12.2011	03.01.2014

Es wird sichtbar, dass die Ausstattungsmerkmale der Discountzertifikate bei einem Indexstand des EuroStoxx 50 von 2.745 Pkt. stark variieren, aber dadurch ein breites Marktspektrum abgebildet wird. Bei einem Vergleich des Index mit seinen Bestandteilen in der Grafik 5 fällt auf, dass zwar besonders in Aufwärtsphasen einige Discountzertifikate besser abschneiden als der Index selbst, aber generell können keine extremen Ausreißer der einzelnen Zertifikate vom Indexschnitt beobachtet werden.⁶²

Abbildung 5: Vergleich Wertentwicklung Discountindex mit Einzelwerten
Quelle: Bloomberg, eigene Darstellung (siehe Datencenter Zertifikateindizes).

3.1.2 Charakterisierung der weiteren Indizes

Die anderen Indizes wurden ebenfalls einer Bestandsanalyse unterzogen. Die Tabellen 2 und 3 veranschaulichen die Beobachtungen zu der aktuellen Zusammensetzung des Bonus Index und des Outperformance Index. Hier wird wiederum von einem Stand des

⁶² Auf eine Gewichtung der Einzelwerte wurde bewusst verzichtet, um die Schwankungsbreite der Einzelbestandteile des Index sichtbar zu gestalten.

EuroStoxx 50 von 2.745 Pkt. ausgegangen. Beide Tabellen verdeutlichen die unterschiedliche Streuung der Zertifikate bezüglich der Laufzeit und des Risiko-Chancen-Profiles.

Tabelle 2: Charakterisierung Bonusindex

Quelle: OnVista (2010), eigene Berechnung (siehe Datencenter Zertifikateindizes).

	Minimum	Arithmetisches Mittel	Maximum
Bonusrendite	-	31,42 %	107,65 %
Sicherheitsabstand	14,39 %	39,64 %	65,39 %
Restlaufzeit	08.09.2010	07.11.2011	05.02.2014

Im Bonusindex werden bei Indexneuzusammensetzung keine Zertifikate mit einer gewissen Barriere berücksichtigt. Das Clustering erfolgt nach Laufzeit und Moneyness. Letztere setzt sich hier aus dem Abstand zur Sicherheitsschwelle und dem Basispreis zusammen.⁶³

Tabelle 3: Charakterisierung Outperformanceindex

Quelle: OnVista (2010), eigene Berechnung (siehe Datencenter Zertifikateindizes).

	Minimum	Arithmetisches Mittel	Maximum
Abstand Strike	-12,57 %	12,44 %	61,50 %
Partizipationsrate	125,00 %	156,78 %	205,00 %
Restlaufzeit	24.08.2010	18.02.2012	10.10.2013

Bei dem Outperformanceindex muss zusätzlich berücksichtigt werden, dass es sich bei neun Indexmitgliedern um Protected Outperformancezertifikate handelt, bei denen ein zusätzlicher Kapitalschutz bis zu einer gewissen Kursschwelle gewährleistet wird. Zudem beinhaltet der Index auch zwei Sprintzertifikate. Diese stellen eine Strukturvariante von Outperformancezertifikaten dar und haben eine deutlich höhere Partizipationsrate ab dem Strikepreis. Gleichzeitig aber existiert eine Limitierung nach oben, sodass vorab eine Maximalauszahlung festgelegt ist. Die Laufzeit und die Moneyness bezüglich des Hebels und eines eventuell vorhandenen Protectlevels sorgen hier für die Clusteringergebnisse.⁶⁴

Die im Garantieindex befindlichen Zertifikate können keiner Kategorisierung unterzogen werden, da sie sich nicht nur auf den EuroStoxx 50 beziehen. Dies soll aber laut EDG keine Beeinträchtigung darstellen, weil bei Garantiezertifikaten eher die Zinskomponente die entscheidende Rolle spielt.⁶⁵ Gleichzeitig fiel jedoch bei der Analyse auf, dass die einzel-

⁶³ Vgl. European Derivates Group (2009), S. 12 f. (siehe Internetverzeichnis).

⁶⁴ Vgl. ebenda, S. 11 f.

⁶⁵ Vgl. ebenda, S. 6.

nen Garantiezertifikate zwar alle eine Kapitalgarantie von 100 % zum Laufzeitende aufwiesen, aber derart individuell ausgestaltet waren, dass sie nicht in einzelne Klassen eingeteilt werden konnten.⁶⁶

3.2 Vergleich der Indizes

3.2.1 Definition Performance, Volatilität und Sharpe Ratio

Um eine Qualitätsbeurteilung von Kapitalanlagen vorzunehmen, bedarf es einiger Kennzahlen und Formeln, die hier im Folgenden kurz vorgestellt werden. Zunächst soll die Basisformel für Renditen angegeben werden. Diese Formel (2) besagt, dass die Rendite R eines Anlageobjektes durch den Quotienten aus Kapitaldifferenz vom Zeitpunkt 0 zum Zeitpunkt 1 ($V_1 - V_0$) und dem Startkapital V_0 dargestellt wird.⁶⁷

$$(2) \quad R = \frac{V_1 - V_0}{V_0}$$

Bei einer Betrachtung der Renditen über einen mehrjährigen Zeitraum wird in dieser Untersuchung das arithmetische Mittel der jeweiligen Jahresrenditen zur Bildung einer Durchschnittsrendite angewendet.

Eine wichtige Risikokennzahl in Bezug auf Wertpapieranlagen stellt die Volatilität dar. Sie definiert die Schwankungsintensität von Renditen um ihren Mittelwert. Mathematisch betrachtet handelt es sich hierbei um die Standardabweichung dieser Renditen.⁶⁸ Die Standardabweichung σ stellt die Wurzel aus der Varianz σ^2 , einem Streuungsmaß, dar. Die Varianz berechnet sich aus der durchschnittlichen quadratischen Abweichung einer Zufallszahl – in diesem Fall eine bestimmte Anzahl n von Renditen x_i - von ihrem Mittelwert \bar{x} (siehe Formel (3)).⁶⁹

$$(3) \quad \sigma = \sqrt{\frac{1}{n} \sum_{i=1}^n (x_i - \bar{x})^2} \quad (4) \quad \sigma (p. a.) = \sigma * \sqrt{P}$$

⁶⁶ Unter anderem liegen hier verschiedene Aktienkörbe als Basiswert zugrunde oder aber weitere komplexe Verzinsungsmechanismen, die eine Einteilung kaum möglich machen.

⁶⁷ Vgl. Albrecht, Peter / Maurer, Raimond (2008), S. 65.

⁶⁸ Vgl. Edele, Harald / Reibis, Florian (2007), 2. Abschnitt im Hauptframe (siehe Internetverzeichnis).

⁶⁹ Vgl. Finke, Robert (2005), S. 38.

Grundsätzlich wird die Volatilität in Prozentpunkten auf Jahresbasis angegeben. Daher wird die ermittelte Volatilität σ mit der Wurzel der Handelstage pro Jahr P multipliziert (siehe Formel (4)).⁷⁰

Eine Kennzahl, um ex post risikojustiert die Performance eines Investments zu beschreiben, ist die Sharpe Ratio.⁷¹ Berechnet wird die Sharpe Ratio einer Investition R mit der Formel:

$$(5) \quad SR(R) = \frac{E(R) - r_0}{\sigma(R)}$$

Die Sharpe Ratio einer Anlage R beschreibt die Überrendite dieser Anlage gegenüber einem risikolosen Zinssatz ($E(R) - r_0$) und setzt diese ins Verhältnis mit deren Volatilität ($\sigma(R)$).⁷² Eine Sharpe Ratio von über 1 zeigt, dass die Investition in Anbetracht der Rendite und des Risikos attraktiver war im Vergleich mit dem risikolosen Zins. Wenn die Kennzahl zwischen 0 und 1 liegt, konnte zwar eine Überrendite gegenüber der risikolosen Geldanlage erzielt werden, jedoch zu einem zu hohen Verlustrisiko. Bei Ergebnissen im negativen Wertebereich wurde selbst die risikofreie Rendite verfehlt.⁷³ Beim Vergleich zweier Anlagen zeigt eine höhere Sharpe Ratio, welche der beiden im Nachhinein die attraktivere war. Als risikoloser Zins soll der 3-Monats EURIBOR dienen.⁷⁴ Dieser stellt den durchschnittlichen Zinssatz, zu dem sich europäische Geschäftsbanken untereinander für 3 Monate Geld leihen, und damit den Referenzzinssatz am europäischen Geldmarkt dar.⁷⁵

3.2.2 Wertentwicklung der Indizes

Bei der Beurteilung der einzelnen Indizes werden wiederholt die Wirkungsweisen der dahinter stehenden Strukturen deutlich. Der Discountindex partizipierte nur teilweise an der Aufwärtsbewegung der Jahre 2006 und 2007. Dafür sorgte der Puffer in Form des Discounts für eine deutlich abgefederte Abwärtsbewegung im Vergleich zum EuroStoxx 50 im Jahr 2008. Der Bonuszertifikateindex schmiegt sich vergleichsweise

⁷⁰ Vgl. Pfeifer, Andreas (2004), S. 285.

⁷¹ Vgl. Albrecht, Peter / Maurer, Raimond (2005), S. 290.

⁷² Vgl. ebenda.

⁷³ Vgl. Deutsche Börse AG (Hrsg.) (2007), S. 154.

⁷⁴ Besonders seit der letzten Finanzmarktkrise 2008/2009 ist der risikolose Zinssatz umstritten.

Der Hintergrund für die Wahl des 3-Monats-EURIBORS wird in Anlage 2 des Anhangs geklärt.

⁷⁵ Vgl. Deutsche Börse AG (Hrsg.) (2007), S. 67.

eng an die Entwicklung des EuroStoxx 50 an. Entgegen der Erwartung kann dieser Index seinen Bezugsindex selbst in einem Umfeld steigender Kurse 2006 oder 2009 nicht markant schlagen.

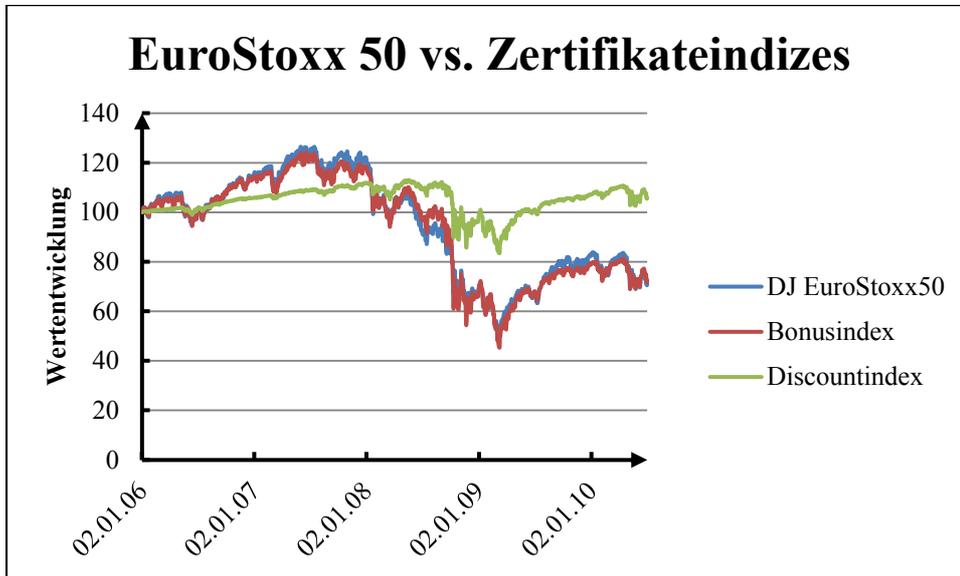


Abbildung 6: Vergleich Wertentwicklung EuroStoxx 50 mit Bonus- und Discountindex
Quelle: Bloomberg, eigene Darstellung (siehe Datencenter Zertifikateindizes).

Der Garantieindex verhält sich erwartungsgemäß autonom gegenüber der Kursbewegung der Aktienmärkte. Der Outperformanceindex korreliert ebenfalls positiv mit der Wertentwicklung des EuroStoxx, kann diesen aber in Aufwärtsbewegungen sichtbar schlagen und schneidet deshalb beinahe über die gesamte Laufzeit hinweg besser ab als dessen Basiswert. Die Grafiken 6 und 7 veranschaulichen die vorab getroffenen Aussagen.

Bis auf den Bonusindex wird ersichtlich, dass Zertifikate durchaus für den Anleger interessante Risiko-Chance Profile bieten können. Obwohl Bonuszertifikate zu den Teilschutzzertifikaten gehören, entwickelte sich der Bonusindex beinahe genauso schlecht wie sein Basiswert. Dies liegt an der Tatsache, dass für Bonuszertifikate in diesem Marktumfeld hoher Volatilitäten eine höhere Wahrscheinlichkeit besteht, dass ihre Barrieren reißen. Gleichzeitig steigt das Risiko, dass am Ende der Laufzeit keine höhere Rendite erwartet werden kann.⁷⁶ Anleger hatten im Vorfeld der Marktturbulenzen oft Bonuszertifikate mit geringem Sicherheitsabstand und hohem Aufgeld akzeptiert. Nachdem viele Barrieren berührt worden sind, ist dieses Aufgeld verloren und damit wurde der Bonusindex belastet. Daraufhin

⁷⁶ Vgl. Vetter, Thorsten (2008), 4. Abschnitt im Hauptframe (siehe Internetverzeichnis).

erfolgte die Wahl zu vergleichswisen konservativen Konstruktionen, die kaum Outperformance gegenüber dem Basiswert zuließen.⁷⁷

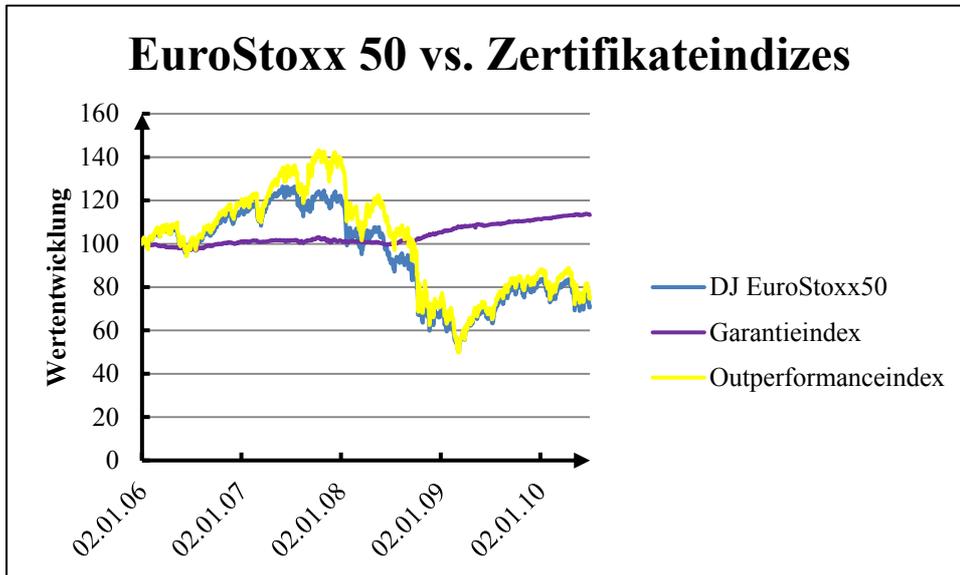


Abbildung 7: Vergleich Wertentwicklung EuroStoxx 50 mit Garantie- und Outperformanceindex
Quelle: Bloomberg, eigene Darstellung (siehe Datencenter Zertifikateindizes).

Die Untersuchung ausgewählter Kennzahlen für den Zeitraum 2006-2010 bestätigt die vorab getroffenen Beobachtungen. Dies wird in Tabelle 4 zum Ausdruck gebracht.

Tabelle 4: Vergleich Zertifikateindizes mit EuroStoxx 50 2006-2009
Quelle: Bloomberg, eigene Berechnung (siehe Datencenter Zertifikateindizes).

	Performance Ø	Volatilität Ø	Sharpe Ratio
EuroStoxx 50	-7,36 %	24,29 %	0,04
Garantieindex	3,34 %	2,11 %	-0,19
Bonusindex	-7,06 %	25,54 %	0,03
Discountindex	1,37 %	11,21 %	0,27
Outperf.-Index	-6,33 %	28,89 %	0,04

Bei der Gegenüberstellung der Performance p.a. fällt auf, dass alle Indizes besser abschnitten als ihr Basiswert. Dabei wiesen gleichzeitig sowohl der Garantieindex als auch der Discountindex eine geringere Volatilität und somit ein geringeres Kursrisiko auf.

⁷⁷ Vgl. European Derivates Group (2) (2010), 1. Abschnitt im Hauptframe (siehe Internetverzeichnis).

3.3 Beurteilung der Zertifikateindizes

Die hier vorgestellten Zertifikateindizes stellen für Anleger, die sowohl in Zertifikatefonds als auch in Zertifikate selbst investieren wollen, ein geeignetes Analyseinstrument dar. Durch sie können Funktionsweise, Risiken und Chancen einzelner Zertifikateklassen verdeutlicht werden. Zudem werden bei der Zusammensetzung alle ausstehenden Zertifikate zum Clusterverfahren berücksichtigt. Die Indizes lösen somit das Problem, eine Zertifikategattung aufgrund heterogener Ausstattungsmerkmale nicht abbilden zu können. So stellen diese im Gegensatz zu normalerweise publizierten Auszahlungsprofilen und P&L Diagrammen eine sinnvolle Innovation dar. Auf der anderen Seite werden unter einer Vielzahl von verfügbaren Zertifikaten jeweils nur 20 berücksichtigt, sodass ein Index jeweils lediglich eingeschränkt die Wertentwicklung einer Klasse charakterisiert. Des Weiteren können nur an der Zertifikatebörse Scoach quotierte Zertifikate Indexmitglieder werden.⁷⁸ Auf diese Weise finden alle OTC gehandelten Zertifikate keine Berücksichtigung. Ferner sind die Indizes nicht in der Lage, jede Zertifikategattung in ihrer gesamten Tiefe darzustellen. Die Begründung liegt in der Vorgabe, dass keine exotischen Ausgestaltungsvarianten für das Clusteringverfahren berücksichtigt werden. Dennoch können die publizierten Zertifikateindizes durchaus in kurzer Zeit dem Anleger einen Eindruck verschaffen, wie sich einzelne Zertifikatearten entwickelt haben. Sie eignen sich ebenfalls als Benchmark für Portfoliomanager von Zertifikatefonds und werden den jeweiligen Fondskategorien aus diesem Grund der im fünften Kapitel durchgeführten Performanceanalyse als Vergleichsmaßstab dienen.

4. Grundlagen des Portfolio Managements

„Don't Put All Your Eggs in One Basket“⁷⁹ lautet eine intuitive Grundregel bei der Vermögensanlage. Grundsätzlich stellt sich jedoch die Frage, ob diese Grundregel auch wissenschaftlich nachgewiesen werden kann. Harry Markowitz beschäftigte sich in den 50er Jahren des letzten Jahrhunderts wissenschaftlich mit der Frage der Diversifikation von Anlagen und begründete somit die moderne Portoliotheorie. Im folgenden Kapitel werden zwei Theorien vorgestellt und ein eigenes, aus Zertifikatekategorien bestehendes Portfolio optimiert. Sofern nicht anders vermerkt, beziehen sich alle Berechnungen dieses Kapitels auf die Excel Datei Datencenter Optimierung.

⁷⁸ Vgl. European Derivates Group (2009), S. 9 (siehe Internetverzeichnis).

⁷⁹ Riedel, David (2006), S. 33.

4.1 Das Grundmodell nach Markowitz

4.1.1 Risiko, Rendite und Diversifikation

Ausgangspunkt und zugleich Kern von Markowitz' Überlegungen ist zunächst die Aussage, dass jeder Anleger versucht, seinen Nutzen zu maximieren.⁸⁰ Ein Anleger möchte einen möglichst hohen Ertrag erzielen, gleichzeitig jedoch kein oder nur geringes Risiko eingehen. Deshalb wählt er unter rationalen Gesichtspunkten zwischen zwei Alternativen immer diejenige aus, „...die bei gleichem Risiko einen höheren Ertrag liefert bzw. bei gleichem Ertrag ein geringes Risiko.“⁸¹

Die Relation zwischen Rendite und Risiko stehen dabei im Fokus der Betrachtung. Konkret handelt es sich hier um den Erwartungswert μ und die bereits in Kapitel drei erläuterte Volatilität σ . Die Ermittlung der Parameter erfolgt entweder durch eine Extrapolation der Vergangenheitswerte in die Zukunft oder durch verschiedene Schätzmethode. In der Abbildung 8 wird ein solches μ - σ Diagramm für den Outperformanceindex und den Discountindex, ausgehend von Beobachtungswerten aus dem Jahr 2007, dargestellt.⁸² Wenn einem Investor diese beiden Werte zur Verfügung stehen, könnte er sich zwischen dem risikoärmeren, aber auch performanceschwächeren Discountindex ($\mu= 5,52 \%$; $\sigma= 3,04 \%$) und dem risikoreicheren, aber auch performancestärkeren Outperformanceindex ($\mu= 15,72 \%$; $\sigma= 22,28 \%$) entscheiden. Markowitz stellt anhand dieses Zweiwertpapierfalls die Vorteile einer Streuung der Geldanlage dar. Wenn ein Anleger seine Anlagesumme nicht einzig in eine der Alternativen investieren, sondern diese je hälftig aufteilen würde, so ergäbe sich das in der Grafik 8 dargestellte Mischportfolio. Dieses Mischportfolio ($\mu= 10,62 \%$; $\sigma= 5,45 \%$) bringt dem Anleger einen entsprechend der prozentualen Aufteilung gewichteten Erwartungswert der Einzelanlagen.⁸³

⁸⁰ Vgl. Markowitz, Harry (1952), S. 77 f.

⁸¹ Garz, Hendrik u.a. (2002), S.27.

⁸² Dabei soll aus Anschaulichkeitsgründen die Performance und die Volatilität der beiden Indizes aus 2007 der erwarteten Performance und Volatilität gleichgesetzt werden. Die Generierung für Erwartungswerte beider Kennzahlen soll an der Stelle nicht Thema dieser Untersuchung sein.

⁸³ In diesem Fall z.B. berechnet sich der Portfolio-Erwartungswert mit: $(5,52 \% + 15,72 \%) / 2 = 10,62 \%$.

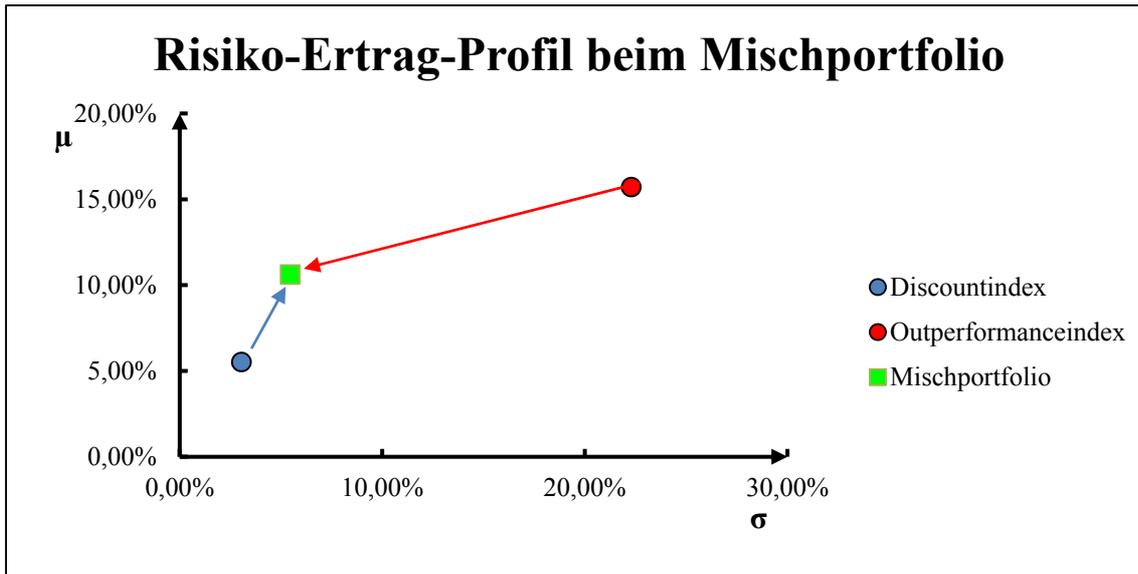


Abbildung 8: Risiko-Ertrags-Profil des Mischportfolios

Quelle: Bloomberg, eigene Berechnung (siehe Datencenter Optimierung).

Jedoch ist ersichtlich, dass das Portfoliorisiko nicht aus einer entsprechenden Gewichtung der Einzelrisiken entsteht. Vielmehr ist das Mischportfolio risikojustiert den beiden Einzelwerten überlegen.⁸⁴ Begründet wird das durch den Diversifikationseffekt. Dieser besagt, dass das Portfoliorisiko unterhalb des arithmetischen Mittels der Einzelwerte liegt.⁸⁵ Daraus kann impliziert werden, dass „...durch Streuung des Anlagebetrages auf verschiedenste Anlageobjekte das Risiko, wenn auch nicht vollständig beseitigt, so jedoch (teilweise deutlich) reduziert werden [kann].“⁸⁶ Zur Überprüfung bietet sich das Maß der Korrelation an – konkret der Korrelationskoeffizient nach Pearson. Er gibt in diesem Fall das Maß des Zusammenhangs zwischen zwei Renditen (x und y) unterschiedlicher Investitionen an. r nimmt hierbei einen Wert zwischen -1 und 1 an. Ein totaler Gleichlauf der Renditen existiert bei $r = 1$; ein totaler Gegenlauf bei $r = -1$.⁸⁷

$$(6) \quad r = \frac{\mu_{x*y} - \mu_x * \mu_y}{\sqrt{\mu_x^2 - \mu_x^2} * \sqrt{\mu_y^2 - \mu_y^2}} = \frac{\sigma_{xy}}{\sigma_x * \sigma_y}$$

Die Abbildung 9, auf der die Tagesrenditen beider Indizes aus dem Jahr 2007 abgetragen sind, veranschaulicht diesen Effekt. Die dargestellte Regressionsgerade zeigt, dass ein

⁸⁴ Vergleich Sharpe Ratio für das Jahr 2007: Discountindex = 0,41, Outperformanceindex = 0,51, Mischportfolio = 1,16. Ergebnis: Das Mischportfolio ist nach dem Sharpe Maß deutlich attraktiver.

⁸⁵ Vgl. Markowitz, Harry (1952), S. 89 f.

⁸⁶ Poddig, Thorsten u.a. (2004), S. 53.

⁸⁷ Vgl. Sharpe, William (1964), S. 430.

starker linearer Zusammenhang zwischen den Renditen des jeweiligen Index besteht. Die Korrelation zwischen Discount- und Outperformanceindex ist mit 0,8 entsprechend hoch.

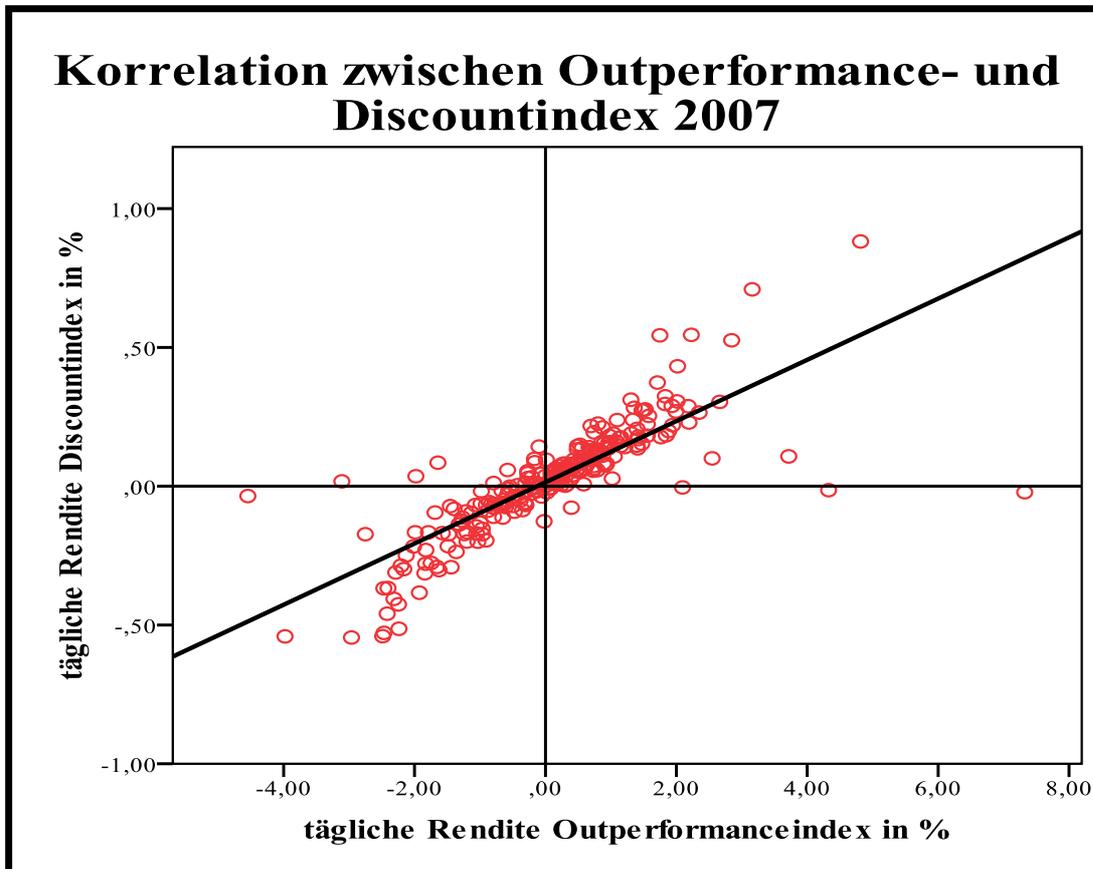


Abbildung 9: Korrelation zwischen Outperformance- und Discountindex 2007
Quelle: Eigene SPSS Darstellung in Anlehnung an Garz, Hendrik u.a. (2002), S. 31.

Dennoch sorgt die Korrelation in der Formel der Portfolio-Standardabweichung für einen deutlich reduzierten Funktionswert. Das σ_P lässt sich für die beiden Wertpapiere A und B wie folgt berechnen. Der Faktor x entspricht hierbei der prozentualen Aufteilung am Portfolio.

$$(7) \quad \sigma_P = \sqrt{x_A^2 * \sigma_A^2 + x_B^2 * \sigma_B^2 + 2 * r * x_A * x_B * \sigma_A * \sigma_B}$$

Der erzielte Diversifikationseffekt nimmt mit zunehmender Anzahl der Wertpapiere im Portfolio ab. Das Risiko, das durch Streuung wegdiversifiziert werden kann, wird unsystematisches Risiko genannt. Es existiert jedoch ebenfalls ein systematisches Risiko, welches nicht wegdiversifiziert werden kann.⁸⁸ Jenes gleichfalls als Marktrisiko bekannte Ri-

⁸⁸ Vgl. Markowitz, Harry (1952), S. 79 ff.

siko trägt der Anleger demzufolge unabhängig vom erreichten Diversifikationsgrad.⁸⁹ Das systematische Risiko entsteht immer, wenn ein Anleger in risikobehaftete Wertpapiere investiert.

4.1.2 Effiziente und optimale Portfolios

Im nächsten Schritt wird zu den verfügbaren Wertpapieren eine Effizienzlinie gebildet. Auf dieser Linie befinden sich alle effizienten Portfolios. Ein Portfolio verschiedener risikobehafteter Wertpapiere gilt dann als effizient, wenn bei einer vorgegebenen Rendite kein Portfolio mit einem geringeren Risiko oder aber bei einem gegebenen Risiko kein Portfolio mit einer größeren Rendite existiert.⁹⁰ Ein Portfolio dominiert demnach ein anderes, wenn es bei gleicher erwarteter Rendite über ein geringeres Risiko verfügt oder bei gleichem Risiko eine höhere Rendite erwartet werden kann. Gleiches gilt für Portefeuilles, die über ein geringeres Risiko bei höherer erwarteter Rendite verfügen.⁹¹ Ein Beispiel für ein effizientes Portfolio ist in Abbildung 10 dargestellt. Das Portfolio A hat in diesem Beispiel die gleiche Renditevolatilität, aber gleichzeitig einen höheren Erwartungswert als das Portfolio A'. Daher dominiert es Portfolio A'.

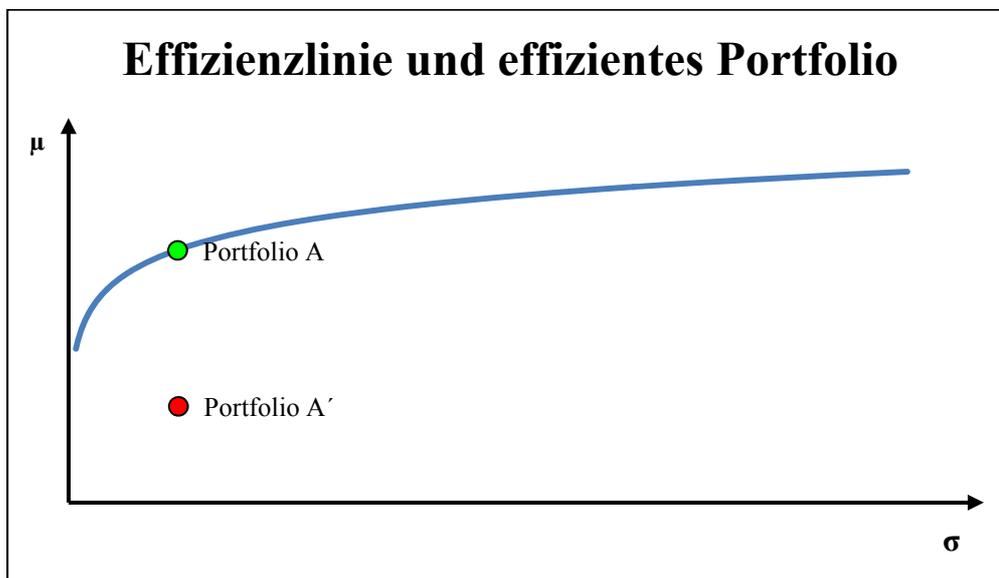


Abbildung 10: Effizienzlinie nach Markowitz und effizientes Portfolio
Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an Garz, Hendrik u.a., S. 43.

Wenn nun alle möglichen effizienten Portfolios durch einen Kurvenzug miteinander verbunden werden, entsteht die unter der Grafik 10 dargestellte blaue Effizienzlinie.⁹²

⁸⁹ Vgl. Schopf, Michael (2009), S. 25.

⁹⁰ Vgl. Markowitz, Harry (1952), S. 82.

⁹¹ Vgl. Breuer, Wolfgang u.a. (1999), S. 41.

⁹² Vgl. Markowitz, Harry (1952), S. 85 ff.

Schließlich stellt sich die Frage, welches Portfolio unter den effizienten Portfolios für den Anleger das optimale Portfolio darstellt. Die Beantwortung dieser Frage hängt von der Risikopräferenz des jeweiligen Investors ab. Ob die Risikoeinstellung des Anlegers als risikoreich, risikoavers oder risikoneutral zu bezeichnen ist, kann anhand von verschiedenen Experimenten herausgefunden werden. Je nach Risikoneigung ergeben sich unterschiedliche Indifferenzkurven. Der Tangentialpunkt zwischen Effizienzlinie und der jeweiligen Indifferenzkurve beschreibt am Ende das für die individuelle Risikoneigung entsprechende optimale Portfolio.⁹³ Hier gilt grundsätzlich, dass je weiter rechts das Portfolio auf der Effizienzlinie gelegen ist, desto risikobereiter ist der Anleger. Der Investor entscheidet sich also je nach Risikoveranlagung für ein Portfolio auf der Effizienzlinie, welches dann sein optimales Portfolio darstellt.⁹⁴

4.1.3 Modellvoraussetzungen und Kritik

Für die Gültigkeit des Modells setzt Markowitz einige Annahmen voraus. Eine wesentliche Annahme ist, dass Renditen an Kapitalmärkten einer Normalverteilung folgen. Doch wie sind z.B. die Renditen an Aktienmärkten verteilt? Die Darstellung 11 zeigt die Renditeverteilung des EuroStoxx 50 auf Tagesschlusskursbasis von 1999 bis 2010 im Vergleich mit der Normalverteilungskurve.

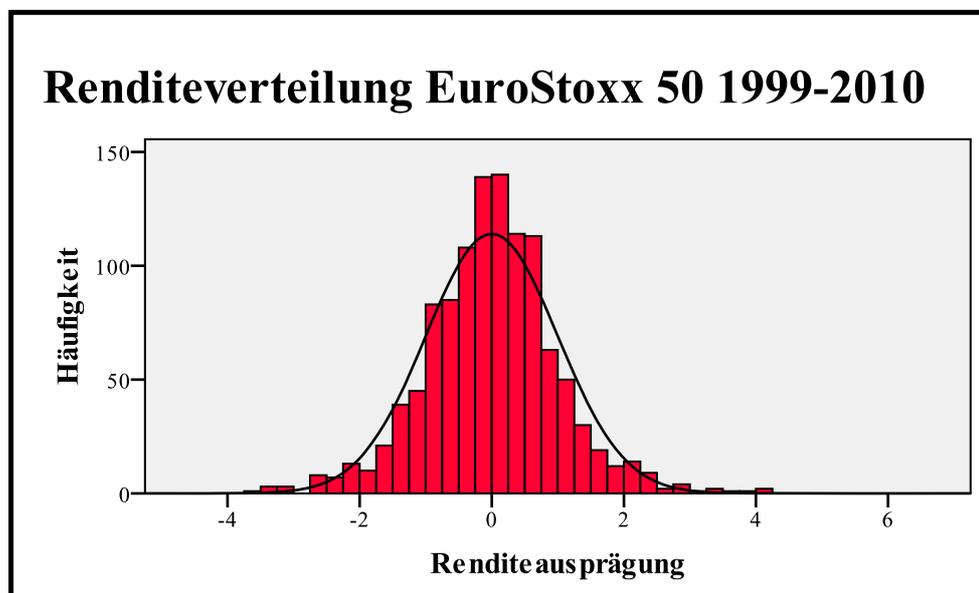


Abbildung 11: Renditeverteilung des EuroStoxx 50 1999-2010
Quelle: Bloomberg, eigene SPSS Berechnung.

⁹³ Vgl. Garz, Hendrik u.a. (2002), S. 46 ff.

⁹⁴ Vgl. Spremann, Klaus (2006), S. 192.

Hierbei fallen zwei bekannte Phänomene auf. Zum einen die Leptokurtosis, die u.a. besagt, dass bei Aktienmärkten mehr Wahrscheinlichkeitsmasse in der Mitte auftritt als es die Normalverteilungskurve vermuten lassen würde. Zum anderen sind bei den Renditen des EuroStoxx 50 Fat Tails zu beobachten. Hierbei handelt es sich um einen Effekt, nachdem extreme Renditeauschläge an den Enden häufiger auftreten als es die Normalverteilungskurve suggeriert.⁹⁵ Beide Abweichungseffekte lassen sich ebenso an den Renditen des gewählten Beispiels nachvollziehen. Dennoch fällt auf, dass im Wesentlichen die Renditeverteilung der EuroStoxx 50 Renditen denen einer Normalverteilung mindestens stark ähnelt. Zudem ist Garz der Auffassung, dass „... die Normalverteilungskurve guten Gewissens als Arbeitshypothese akzeptiert werden [kann].“⁹⁶ Er begründet diese Aussage mit dem zentralen Grenzwertsatz, nach dem auch nicht normal verteilte Renditen in der Summe, in einem Portfolio etwa, gegen eine Normalverteilung streben.

Des Weiteren werden folgende Prämissen angenommen.

1. Eine beliebige Teilbarkeit der Wertpapiere
2. Einen Planungshorizont von einer Periode
3. Die Existenz eines risikolosen Zinssatzes
4. Die ausschließliche Präferenz des Anlegers auf das Endperiodenvermögen
5. Die gänzliche Beschreibung der Präferenz durch die Varianz (respektive der Standardabweichung) und des Erwartungswertes
6. Risikoscheue und rationale Anleger⁹⁷
7. Keine Existenz von Steuern oder Transaktionskosten⁹⁸

Beinahe alle Kernaussagen der klassischen Portfoliotheorie stehen nach Untersuchungen im Widerspruch zur empirischen Realität.⁹⁹

Neben der Kritik an den Modellvoraussetzungen lässt sich vor allem der Diversifikationseffekt kritisch hinterfragen. Gerade in Krisenzeiten steigen die Korrelationskoeffizienten der einzelnen Anlageklassen stark an, weil Investoren aufgrund von Liquiditätsproblemen beinahe alle Assets liquidieren müssen. Obwohl mit einem diversifizierten Portfolio gleichwohl in dieser Situation noch ein ausgewogeneres Ergebnis erzielbar ist, scheint der

⁹⁵ Vgl. Janos, Juraj / Hunziker, Stefan (2010), S. 75.

⁹⁶ Garz, Hendrik u.a. (2002), S. 27.

⁹⁷ Vgl. ebenda S. 27 ff.

⁹⁸ Vgl. Hang, Robert / Leopold, Marc (2007), S. 4.

⁹⁹ Vgl. Garz, Hendrik u.a. (2002), S. 128.

Diversifikationseffekt gerade in Abwärtsphasen nur eingeschränkt seine Wirkung zu entfalten.¹⁰⁰ Trotz vieler Kritikpunkte bleiben das Modell von Markowitz und die von ihm beschriebenen Regeln weiterhin die Grundlage des modernen Portfoliomanagements. Sie behalten, wenn auch eingeschränkt, im Kern ihre Gültigkeit.

4.2 Capital Asset Pricing Model

Das Capital Asset Pricing Model (CAPM) stellt im Gegensatz zum Markowitz Modell nicht die Eigenschaften von einzelnen Aktien oder Portfolios in den Vordergrund, sondern befasst sich zentral mit dem Gesamtmarkt und Gleichgewichtspreisen von Wertpapieren.¹⁰¹

Wie auch im Grundmodell nach Markowitz werden drei wesentliche Annahmen getroffen:

- 1) Es existiert ein vollkommener Kapitalmarkt und somit fallen weder Steuern noch Transaktionskosten an.
- 2) Die Anleger haben homogene Erwartungen und Einschätzungen. Des Weiteren gibt es keinerlei Informationsvorsprung einzelner Marktteilnehmer.
- 3) Ein risikoloser Zins ist existent.¹⁰²

Diese Grundannahmen werden gleichermaßen in der Literatur tendenziell kritisch betrachtet, da z.B. allein Faktoren wie Steuern und Transaktionskosten für Investoren eine erhebliche Rolle spielen können.¹⁰³ Zudem wird unterstellt, dass die Marktteilnehmer Portfolio-Optimierer im Sinne von Markowitz sind. Im Folgenden wird sich auf den Teil des CAPM beschränkt, der später zum Optimierungsprozess des Zertifikateportfolios eingesetzt werden kann.

Eine wesentliche Aussage des CAPM betrifft die erwartete Rendite eines Investments unter Einbezug des risikolosen Zinses. In der Formel 8 ist die Zusammensetzung dieser Rendite rechnerisch dargestellt.

$$(8) \quad \mu_i = r_0 + \beta_i * (\mu_{BM} - r_0)$$

Die erwartete Rendite eines Wertpapiers μ_i setzt sich aus der Summe des risikolosen Zinssatzes r_0 und dem Produkt des Betafaktors und der Überrendite der Benchmark über dem risikolosen Zins $(\mu_{BM} - r_0)$ zusammen.¹⁰⁴ Eine wesentliche Kennzahl aus der obigen Formel stellt das Beta dar. Beim Beta handelt es sich um das relative systematische Risiko

¹⁰⁰ Vgl. Kyrklund, Johanna (2009), 4. Abschnitt im Hauptframe (siehe Internetverzeichnis).

¹⁰¹ Vgl. Albrecht, Peter / Maurer, Raimond (2008), S. 307.

¹⁰² Vgl. Lintner, John (1965), S. 15.

¹⁰³ Vgl. Schopf, Michael (2009), S. 8 f.

¹⁰⁴ Vgl. Lintner, John (1965), S. 20.

einer Anlage. Das Beta einer Kapitalanlage i setzt sich aus dem Produkt seiner Standardabweichung und der Korrelation der Renditen zwischen i und dem Benchmarkportfolio zusammen. Dieses Produkt muss durch die Standardabweichung der Benchmark dividiert werden (siehe Formel 9).¹⁰⁵

$$(9) \quad \beta_i = \frac{\sigma_i * r_{i,BM}}{\sigma_{BM}}$$

Bei einem Beta von über eins befindet sich das systematische Risiko einer Kapitalanlage über dem des Marktportfolios. Bei einem Beta unter eins ist jenes Risiko dementsprechend unter dem des Marktportfolios.¹⁰⁶ Daraus folgt, dass das Marktbeta selbst immer eins sein muss.¹⁰⁷ In der Abbildung 12 wird der Zusammenhang zwischen einem Beta von über und unter eins deutlich.

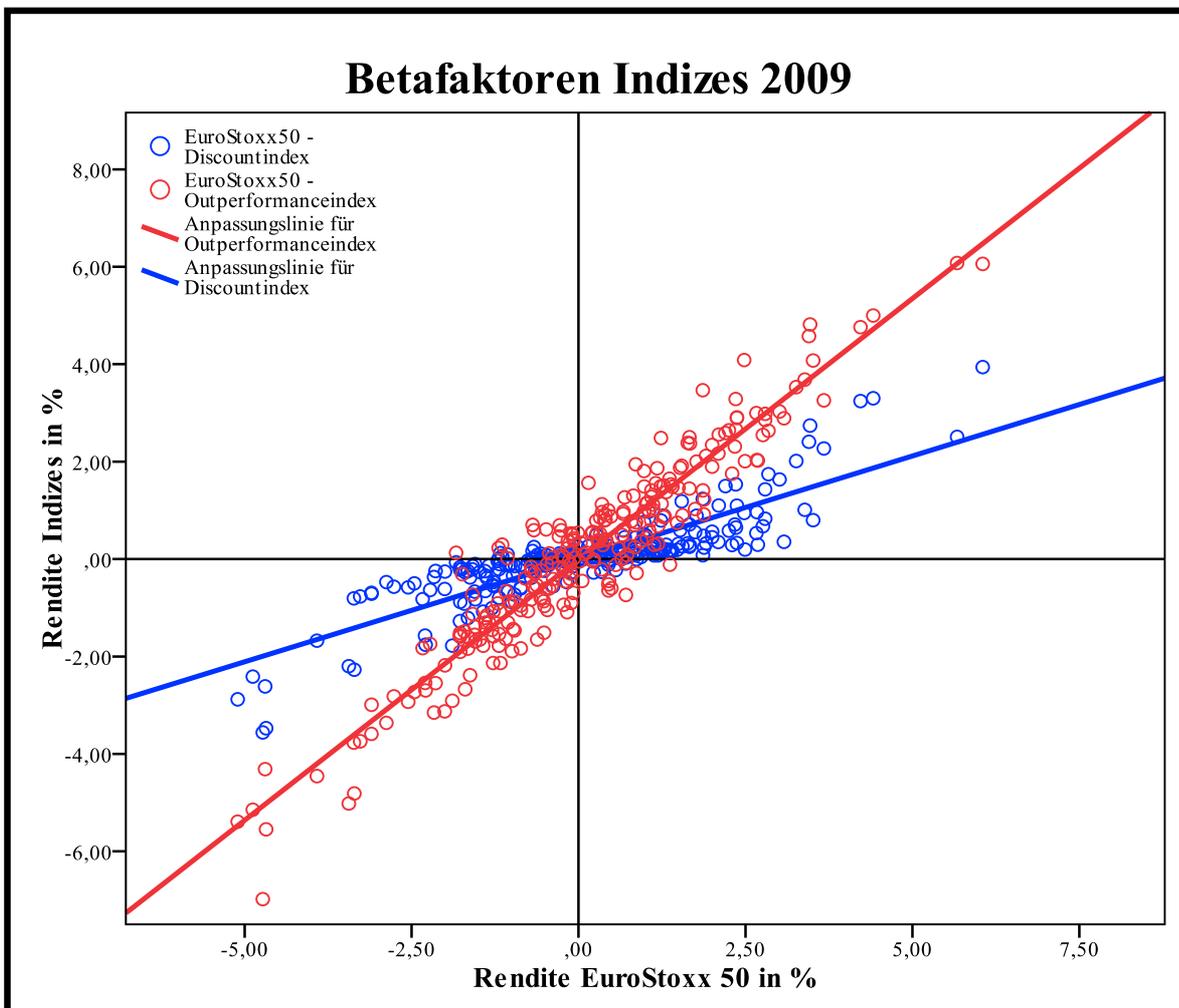


Abbildung 12: Ermittlung der Betafaktoren für Discount- und Outperformanceindex 2009

Quelle: Bloomberg, eigene SPSS Berechnung.

¹⁰⁵ Vgl. Spremann, Klaus (2006), S. 308.

¹⁰⁶ Vgl. Garz, Hendrik (2002), S. 67.

¹⁰⁷ Dies konnte auch im Datencenter Zertifikatefonds für den EuroStoxx 50 2006-2009 erwiesen werden.

Verglichen wurden die Tagesrenditen des Outperformance- und Discountindex 2009 mit denen des EuroStoxx 50 – in diesem Fall mit den Renditen des Marktportfolios.

Nach obiger Formel hat der Outperformanceindex für das Jahr 2009 ein Beta von 1,07 und dementsprechend ein höheres systematisches Risiko mit einem höheren Erwartungswert als der EuroStoxx 50. Der Discountindex weist in 2009 ein deutlich niedrigeres Beta von 0,42 aus. In der Grafik wird dieser Unterschied durch die eingefügten Anpassungslinien deutlich. Die rote Gerade weist im Gegensatz zur blauen eine deutlich höhere Steigung auf. Diese Steigung ist Ausdruck des Betafaktors.¹⁰⁸ Das Beta von 0,42 sagt etwa aus, dass im Falle eines Anstiegs des Marktindex um 10 % der Discountindex 4,2 % gewinnen würde. Der Vergleich der durchschnittlichen Betafaktoren der einzelnen Indizes von 2006 bis 2009 zeigt, dass kein Index im Schnitt der letzten vier Jahre ein Beta von über eins aufgewiesen hat.¹⁰⁹ Das Risiko sowie die Ertragschancen der Indizes lassen sich folgerichtig als unterproportional zum Index beschreiben.

4.3 Erstellung und Optimierung eines Zertifikate Musterportfolios

Nach der Vorstellung des Markowitz-Modells und des CAPM, soll im Anschluss die Erstellung eines Musterportfolios für einen Zertifikatefonds erfolgen.¹¹⁰ Eine Einzeltitelauswahl erscheint weder inhaltlich sinnvoll noch ist der damit verbundene Aufwand vertretbar. Deshalb wird sich darauf beschränkt, den Anteil einzelner Zertifikateklassen am Gesamtportfolio abzubilden. Diese Allokation ist dementsprechend für einen Fonds anzuwenden, welcher sich nicht auf eine bestimmte Zertifikatestrategie fokussiert.

4.3.1 Inputdaten

Die einzelnen Zertifikateklassen werden durch die in Kapitel 3 vorgestellten Indizes repräsentiert. Demzufolge stehen zur Auswahl: Outperformancezertifikate, Bonusstrukturen, Discountzertifikate und Garantiezertifikate. Zudem steht der Reverse Index auf den EuroStoxx 50 zur Verfügung, um einerseits eine direktionale Strategie ohne den Gebrauch klassischer Optionen zu verwenden und andererseits eine Shortstrategie abzubilden.¹¹¹ Es werden zwei Optimierungsverfahren vorgestellt. Ausgangspunkt bei der absoluten Optimierung sind die erwarteten Renditen der Einzelwerte sowie eine Varianz-Kovarianz-Matrix der selbigen.

¹⁰⁸ Ein Beta von eins würde in diesem Fall eine Winkelhalbierende darstellen.

¹⁰⁹ Betas Indizes: Garantie = 0,02, Bonus = 0,79, Discount = 0,29, Outperformance = 0,94.

¹¹⁰ Die Berechnungen wurden mithilfe des Excel Solvers erstellt. Dieses Add-In löst u.a. komplex verschachtelte Zielwertsuchen und Optimierungsprobleme.

¹¹¹ Verschiedene Kennzahlen zu dem Reverse Index finden sich in dem Excel Datencenter Zertifikateindizes.

Für die absolute Optimierung werden folgende Daten der einzelnen Anlagegüter benötigt: Erwartungswert, Standardabweichung (bzw. Varianz) und die Korrelation (bzw. Kovarianz) unter den Anlagemöglichkeiten. Aufgrund der kurzen Indexhistorie der Zertifikateindizes würden sich bei einer Extrapolation der vergangenen Renditen auf die Zukunft teilweise negative Erwartungswerte ergeben. Daher soll der Erwartungswert über den Betafaktor generiert und im Anschluss über die Formel 8 ausgerechnet werden. Es empfiehlt sich Betafaktoren zu glätten, weil sich diese fortwährend ändern. Die geglätteten Werte ergeben im Anschluss das adjustierte Beta, welches sich wie folgt berechnet:

$$(10) \quad \beta_{adj} = \frac{1}{3} + \frac{2}{3} * \beta_{his}$$

Mit Hilfe dieses Vorgangs soll die Prognosegüte erhöht werden.¹¹² Als nächstes müssen die Rendite des Marktes und der risikolose Zins geschätzt werden. Hierbei wird auf die durchschnittliche jährliche Rendite des EuroStoxx 50 von 2003 bis 2009 und auf die durchschnittliche 3M EURIBOR Rendite p.a. von 2006-2009 zurückgegriffen. Die durchschnittliche jährliche EuroStoxx Rendite betrug 4,05 %, der risikolose Zins im Schnitt 3,31 %. Mit diesen Daten lassen sich nun die Erwartungswerte für die Zertifikateindizes errechnen.¹¹³ Die Tabelle 5 zeigt das adjustierte Beta und die daraus abgeleiteten Erwartungswerte der einzelnen Indizes.

Tabelle 5: Adjustierte Betas und Erwartungswerte für Zertifikateindizes
Quelle: Eigene Berechnung (siehe Datencenter Zertifikatefonds).

	Garantie	Bonus	Discount	Outperformance	Reverse Index
β_{adj}	0,35	0,86	0,53	0,94	-0,34
μ	3,56 %	3,94 %	3,70 %	4,00 %	3,06 %

Der Erwartungswert für den Discountindex setzt sich beispielsweise wie folgt zusammen:

$$\mu_{Disc} = 3,31 \% + 0,53 * (4,05 \% - 3,31 \%) = 3,70 \%$$

¹¹² Vgl. Spremann, Klaus (2006), S. 322 f.

¹¹³ Der Erwartungswert des Short Index wäre bei einer positiven Erwartung bezüglich der Marktrendite negativ, über die CAPM Formel soll jedoch ein positiver Erwartungswert angenommen werden. Dies kann sachlogisch insofern begründet werden, dass ein Anlagegut mit einem negativen Erwartungswert nicht für die Portfolio Selection berücksichtigt wird. Dennoch nützt der Index dem Investor taktisch, um Schwächephasen des Marktes im Portfolio teilweise zu kompensieren.

Die relative Optimierung baut auf der absoluten Optimierung auf. Hierbei wird ein nach Markowitz bereits effizient aufgebautes Marktportfolio zugrunde gelegt. Dieses strategische Portfolio dient als Benchmark und wird wie folgt beschrieben angepasst. Es wird untersucht, welches im Vergleich zur Benchmark aktive Risiko ein Fondsmanager eingeht und welchen aktiven Ertrag er genießen kann.¹¹⁴ Der Investor akzeptiert sowohl Risiko und Rendite der Benchmark. Der Portfolio Manager ist demzufolge ausschließlich für die zusätzliche Rendite und das zusätzliche Risiko verantwortlich.¹¹⁵

4.3.2 Optimierungsrestriktionen

Sowohl für die absolute als auch relative Optimierung werden einige Bedingungen und Restriktionen vorausgesetzt. So werden Leerverkäufe nicht berücksichtigt. Dadurch wird verhindert, dass der Solver negative Portfolioanteile ausrechnet. Des Weiteren soll vermieden werden, dass über das verfügbare Budget mittels Kredite weitere Anteile erworben werden. Daher wird eine Budgetrestriktion eingeführt, nach der die einzelnen Bestandteile genau 100 % betragen müssen.¹¹⁶

Die vorgestellten Optimierungen neigen dazu, einige Einzelwerte bei der Portfoliobildung stark über zu gewichten und andere überhaupt nicht zu berücksichtigen. Das als Corner Solution bekannte Problem soll eingedämmt werden, indem jeder Wert mit mindestens 5 % im Portfolio berücksichtigt wird, gleichzeitig aber den Anteil von 40 % nicht überschreiten darf.¹¹⁷

Bei der absoluten Optimierung werden drei Portefeuilles aufgestellt. Das Minimum-Varianz-Portfolio (MVP), das Maximum-Ertrags-Portfolio (MEP) und das Tangentialportfolio (TP). Während das erste Portfolio das geringste Risiko aufweisen soll, steht bei der zweiten Zusammenstellung die Ertragsmaximierung im Vordergrund. Das Tangentialportfolio hingegen soll das beste Risiko-Chance Profil enthalten. Dazu wird die erwartete Sharpe Ratio der Vermögensaufteilung optimiert. Es ergeben sich diesen Vorgaben entsprechende Zielfunktionen für die jeweiligen Portfolios.

$$(11) \quad ZF_{MVP} = \sigma_P^2 \rightarrow \min!$$

$$(12) \quad ZF_{TP} = \frac{\mu_P - r_0}{\sigma_P} \rightarrow \max!$$

¹¹⁴ Vgl. Schopf, Michael (2009), S. 39 f.

¹¹⁵ Vgl. Poddig, Thorsten u.a. (2004), S. 199.

¹¹⁶ Vgl. Schopf, Michael (2009), S. 28.

¹¹⁷ Vgl. Poddig, Thorsten u.a. (2004), S. 144 f.

$$(13) \quad ZF_{MEP} = \mu_P \rightarrow \max!^{118}$$

Bei der relativen Optimierung wird das Maximum aus aktiver Rendite abzüglich des aktiv vom Portfoliomanager eingegangenen Risikos errechnet.¹¹⁹

$$(14) \quad ZF_{rel Op} = \mu_{PA} - \sigma_{PA}^2 \rightarrow \max!^{120}$$

4.3.3 Portfolioaufstellung

Das Ergebnis des Optimierungsprozesses zeigen die beiden nachfolgenden Abbildungen. Abbildung 13 veranschaulicht hier das Resultat der absoluten Optimierung. Verglichen werden die jeweiligen Einzelwerte mit effizient diversifizierten (MVP, TP, MEP) und naiv diversifizierten Portfolios. Gleichzeitig wurde ein effizientes Portefeuille gebildet, das die oben beschriebenen Gewichtsgrenzen (5 % Minimum und 40 % Maximum pro Einzeltitel) berücksichtigt.

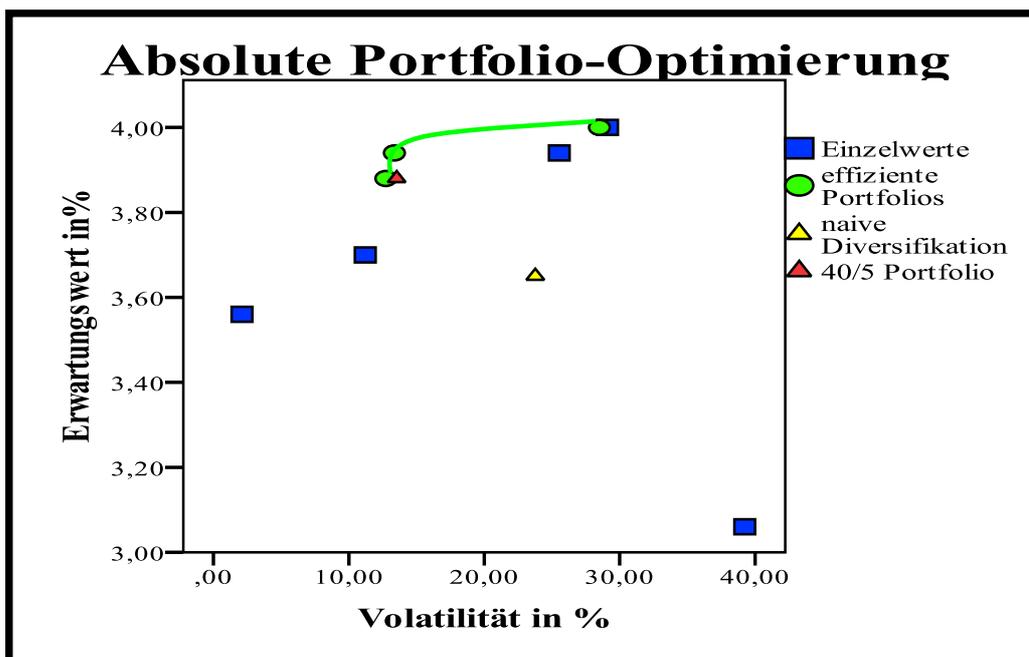


Abbildung 13: Absolute Portfolio-Optimierung

Quelle: Eigene SPSS Darstellung (siehe Datencenter Optimierung).

Zunächst fällt auf, dass die effizienten Portfolios bei einer Verbindung eine Linie bilden würden, die der Effizienzlinie von Markowitz in Abbildung 10 gleicht. Zudem dominieren zwei der drei effizienten Portfolios das naiv diversifizierte Portfolio, bei dem jeder der fünf Einzelwerte 20 % des Portfolios ausmacht. Ausgehend von den erwarteten Parametern

¹¹⁸ Vgl. Poddig, Thorsten u.a. (2004), S. 108.

¹¹⁹ Der Risikoaversionsparameter wird in diesem Fall 1 gesetzt und spielt somit keine Rolle.

¹²⁰ Vgl. Schopf, Michael (2009), S. 40.

liefert eine Portfolio Optimierung dementsprechend ein besseres Ergebnis als eine wahllose Zusammenstellung. Das Portfolio mit den Gewichtsrestriktionen schneidet erwartungsgemäß leicht schlechter ab verglichen mit einem effizienten Portfolio ohne diese Restriktionen. Doch wie sehen die Gewichte innerhalb der Portfolios aus? Tabelle 6 gibt Aufschluss über die Zusammensetzung. Ohne die Gewichtsrestriktion würden in keinem Fall alle Einzelwerte berücksichtigt werden und teilweise würde das Portfolio nur aus einem Wert bestehen. So ist das 40/5 Portfolio deutlich ausgewogener, auch wenn es nicht auf der Effizienzlinie gelegen ist.¹²¹

Tabelle 6: Portfoliozusammensetzung bei absoluter Optimierung
Quelle: Eigene Darstellung (siehe Datencenter Optimierung).

	Garantie	Bonus	Discount	Outperformance	Reverse Index
MVP	21,2 %	54,2 %	-	24,6 %	-
TP	8,5 %	50,9 %	-	40,6 %	-
MEP	-	-	-	100 %	-
40/5 P	5 %	40 %	10 %	40 %	5 %

Das Ergebnis der relativen Optimierung in Abbildung 15 unterscheidet sich von dem der absoluten Optimierung.

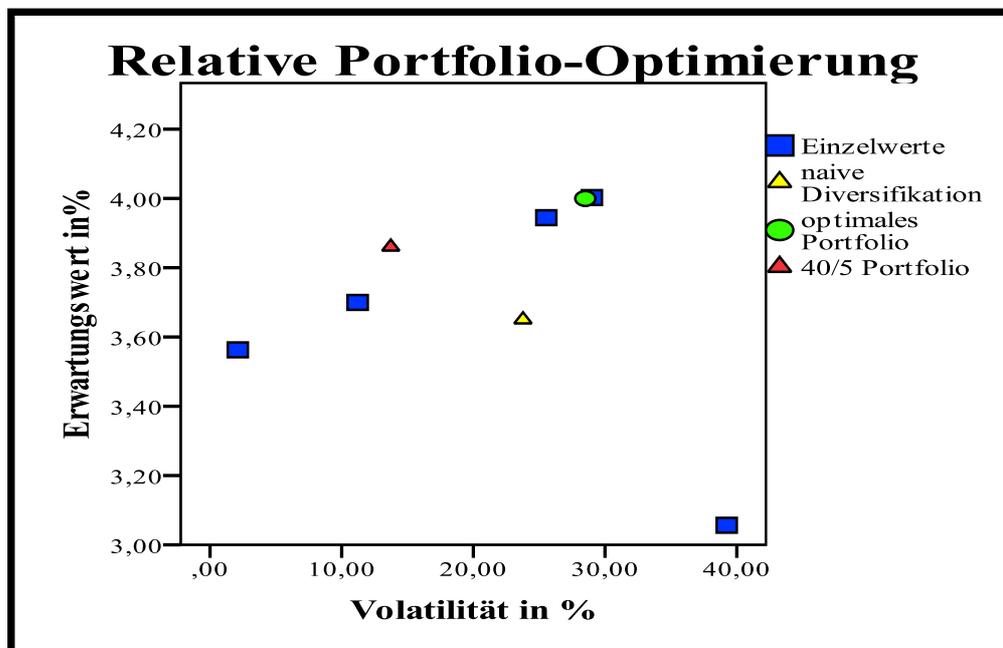


Abbildung 14: Relative Portfolio-Optimierung
Quelle: Eigene SPSS Darstellung (siehe Datencenter Optimierung).

¹²¹ Hierbei wurde nur ein 40/5 Portfolio angegeben, da bei allen betrachteten Zielfunktionen dieselben Anteilswerte ausgerechnet worden sind.

Das Portfolio mit der Gewichtsrestriktion dominiert auch hier das naiv diversifizierte Portfolio. Das optimale Portfolio ohne diese Restriktion hingegen besteht lediglich aus dem Outperformanceindex. Es weist im Gegensatz zum naiv diversifizierten Portfolio mehr erwartete Rendite, aber auch ein höheres Risiko auf. Tabelle 7 zeigt wie die Einzelwerte bei der relativen Optimierung verteilt sind. Während das optimale Portfolio hier dem MEP bei der absoluten Optimierung entspricht, unterscheidet sich das Portfolio mit der Gewichtsrestriktion leicht.

Tabelle 7: Portfoliozusammensetzung bei relativer Optimierung
Quelle: Eigene Darstellung (siehe Datacenter Optimierung).

	Garantie	Bonus	Discount	Outperformance	Reverse Index
Optimales P	-	-	-	100 %	-
40/5 P	5 %	31,5 %	18,5 %	40 %	5 %

4.3.4 Kritische Beurteilung

Die hier vorgestellten Verfahren sind in der Literatur oftmals kritisch hinterfragt worden. Ein Hauptkritikpunkt betrifft die schwache Prognostizierbarkeit der Renditen, Volatilitäten und Korrelationen. Unpräzise Erwartungswerte diesbezüglich sorgen für verzerrte Ergebnisse in den Portefeuilles. Das Verfahren neigt ferner zum Aufbau von Extrempositionen und liefert schon bei kleinen Veränderungen der geschätzten Inputparameter völlig andere Ergebnisse.¹²² Die durchgeführten Untersuchungen bestätigten diese Thesen. Zudem müssen neben dem eigentlichen Optimierungsprozess noch „...anlegerspezifische, rechtliche oder vom Portfoliomanager technisch motivierte Restriktionen ..“¹²³ beachtet werden. Zusätzlich unterliegen die Ergebnisse dieser Optimierung bestimmten Einschränkungen. So wurden Leerverkäufe und eine Verschuldung für den Aufbau von Positionen über 100 % des Gesamtportfoliogewichts ausgeschlossen. Investoren können jedoch in der Realität von solchen Geschäften oftmals Gebrauch machen.

Einen weiteren Kritikpunkt stellen die kurzen Indexhistorien dar. So erstrecken sich die Zeitreihen bisher über einen Zeitraum über vier Jahre; der Reverse Index lässt sich sogar nur zwei Jahre zurückverfolgen. Hier müsste dieselbe Optimierung mit einer deutlich längeren Kurshistorie durchgeführt werden, um die Prognosegüte zu erhöhen. Schließlich ergab sich bei der Wahl des Zeitraumes für den EuroStoxx 50 ein Problem. Seit der Aufla-

¹²² Vgl. Poddig, Thorsten u.a. (2004), S. 200 f.

¹²³ Schopf, Michael (2009), S. 37.

ge 1999 weist der Index nach wie vor eine negative Performance auf. Lediglich die Wahl des oben genannten Zeitraumes ermöglichte eine Rendite, die über der des risikolosen Zinses lag. Das zeigt zudem, dass die kräftigen Kurseinbrüche aus dem Jahr 2008 bereits aus praktischer Sicht die klassische Portfoliotheorie infrage stellen. Selbst nach Erachten des Sachkenners spielen die hier aufgeführten Optimierungen eine eher untergeordnete Rolle, da Fonds in der Regel eher einem Schwerpunkt unterliegen oder aber Anlageentscheidungen je nach aktueller Markteinschätzung bzw. nach Bauchgefühl erfolgen.¹²⁴

Auf der anderen Seite hat es sich gezeigt, dass beispielsweise eine absolute Optimierung zu deutlich besseren Ergebnissen führt als eine naive Diversifikation. Für den Zertifikatefondsmanager, der verschiedene Zertifikategattungen in sein Portfolio aufnehmen kann, könnte eine Optimierung im Zusammenhang mit verschiedenen weiteren Verhaltensregeln durchaus sinnvoll sein.¹²⁵ Bedingung hierfür wären Zeitreihen über einen längeren Zeitraum der betrachteten Einzelwerte.

5. Zertifikatefonds in Deutschland

5.1 Marktüberblick

Nachdem die theoretischen Grundlagen von Zertifikaten und der Fondsanlage gelegt worden sind, sollen in diesem Kapitel tatsächlich handelbare Investmentfonds mit dem Schwerpunkt Zertifikate in den Fokus gestellt werden. Alle für dieses Kapitel wesentlichen Berechnungen sind in der Excel Datei Datencenter Zertifikatefonds enthalten.

5.1.1 Betrachtung der Grundgesamtheit

Für die Analyse des Marktes für Zertifikatefonds in Deutschland wurden die Fondssucher von den Internetfinanzportalen www.onvista.de und www.finanzen.net verwendet. Dieser Schritt war notwendig, weil offizielle Fondslisten von Zertifikatefonds von Branchenverbänden wie dem BVI, Aufsichtsbehörden wie der BaFin oder Fondsratingagenturen wie Morningstar nicht existieren.¹²⁶ Die Recherche bei den o.g. Onlineportalen ergab unter der Fondskategorie jeweils 62 Zertifikatefonds. Jedoch befanden sich unter diesen Ergebnissen gleichsam unterschiedliche Fonds, sodass sich schließlich eine Untersuchungsgesamtheit von 94 Fonds ergab. Das zeigt, dass anscheinend unterschiedliche Auffassungen darüber

¹²⁴ Vgl. Böhm, Christian (2010), Frage 5 (siehe Anlage 1 im Anhang).

¹²⁵ Hierbei könnten z.B. die subjektive Meinung des Fondsmanagements einfließen oder aber eine Orientierung anhand weiterer Parameter wie der erwarteten Volatilität erfolgen.

¹²⁶ Entsprechende Nachfragen nach einer offiziellen Liste der Fonds blieben bei den Institutionen erfolglos.

bestehen, ab wann von einem Zertifikatefonds gesprochen werden kann.¹²⁷ Somit kann zumindest der Privatanleger nicht schlüssig nachvollziehen, welche Eigenschaften ein Investmentfonds aufweisen muss, damit er als Zertifikatefonds gilt.

Das nächste Argument, welches für einen relativ intransparenten Markt spricht, ist die Tatsache, dass von den 94 Fonds nur 67 einer Analyse unterzogen werden konnten. 27 Fonds und damit mehr als ein Viertel der Suchergebnisse schieden aufgrund verschiedener Ursachen aus.¹²⁸ Eine effiziente Auswahl wird somit erschwert und ein interessierter Anleger muss dementsprechend mehr Zeitaufwand bei der Recherche einkalkulieren.

5.1.2 Auflagdatum, Schwerpunkt und Volumina

Zertifikatefonds sind im Vergleich zu anderen Fondskategorien eine junge Gattung der Investmentfonds. Die Abbildung 15 zeigt, dass die meisten Fonds zwischen den Jahren 2006 und 2008 gegründet worden sind.

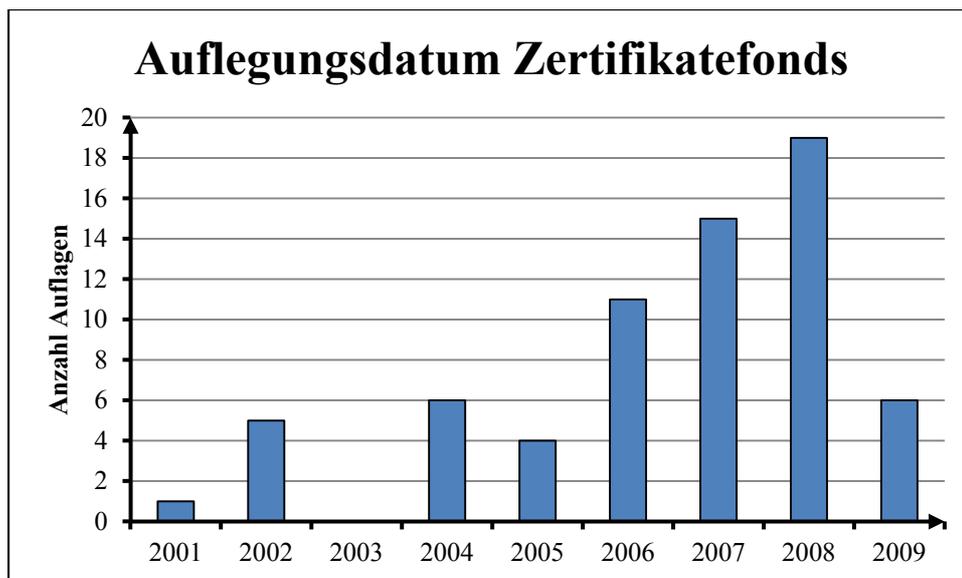


Abbildung 15: Verteilung des Auflagedatums bei Zertifikatefonds
Quelle: OnVista / finanzen.net (2010), eigene Darstellung (siehe Datencenter Zertifikatefonds).

Dieser Effekt war zum einen auf die damals wachsende Popularität von Zertifikaten allgemein zurückzuführen. Zum anderen jedoch ist der Boom von Zertifikatefonds im Jahr 2008 gleichfalls auf steuerliche Gründe zurückzuführen. Die Ursache liegt in der in diesem Zeit-

¹²⁷ Nachfragen bei den Datenlieferanten der Finanzportale blieben ebenfalls erfolglos, da diese Lieferanten selbst keine Klassifizierung der Fonds vornehmen.

¹²⁸ Begründet werden kann dies durch teilweise oder vollständig fehlende Informationen zu den Fonds (16 Stück) und durch die Tatsache, dass es keine Zertifikatefonds sind (zwei Fonds). Des Weiteren bildeten sieben Fonds lediglich andere Anteilklassen von bereits untersuchten Fonds ab und zwei Fonds sind erst seit wenigen Monaten auf dem Markt und können deshalb noch nicht beurteilt werden.

raum beschlossenen Abgeltungsteuer. Zertifikate wurden in der Gestalt benachteiligt, dass sie bereits früher der neuen Besteuerung unterlagen. Im Rahmen eines Fonds jedoch blieben die aus den Anlagevehikeln erzielten Kursgewinne nach einer Haltedauer von über einem Jahr steuerfrei, sofern der Fonds vor dem 01.01.2009 erworben worden ist.¹²⁹ Das genannte Argument wurde auch zielgerichtet dazu benutzt, um den Absatz solcher Fonds zu steigern.¹³⁰ Der Absturz der Gründungen im Jahr 2009 lässt sich auf das sehr negative Kapitalmarktumfeld nach dem Zusammenbruch der Lehman Brothers Inc. und den in diesem Zusammenhang in Verruf geratenen Zertifikaten zurückführen.¹³¹

Des Weiteren stellt sich die Frage, auf welchen Anlageschwerpunkt sich die Fonds spezialisiert hatten und welche Volumina sie erreichen konnten. In den beobachteten Fonds waren 3.160 Mio. € an Anlegergeldern gebunden.¹³² Der vorab genannte Betrag ist im Vergleich zu anderen Fondskategorien eine kleine Summe, da z.B. allein in Aktienfonds mit dem Schwerpunkt Deutschland per Mai 2010 35.064 Mio. € investiert waren.¹³³ Wie sich dieses Volumen auf die einzelnen Zertifikatekategorien aufteilt, lässt sich in der Grafik 16 ablesen.

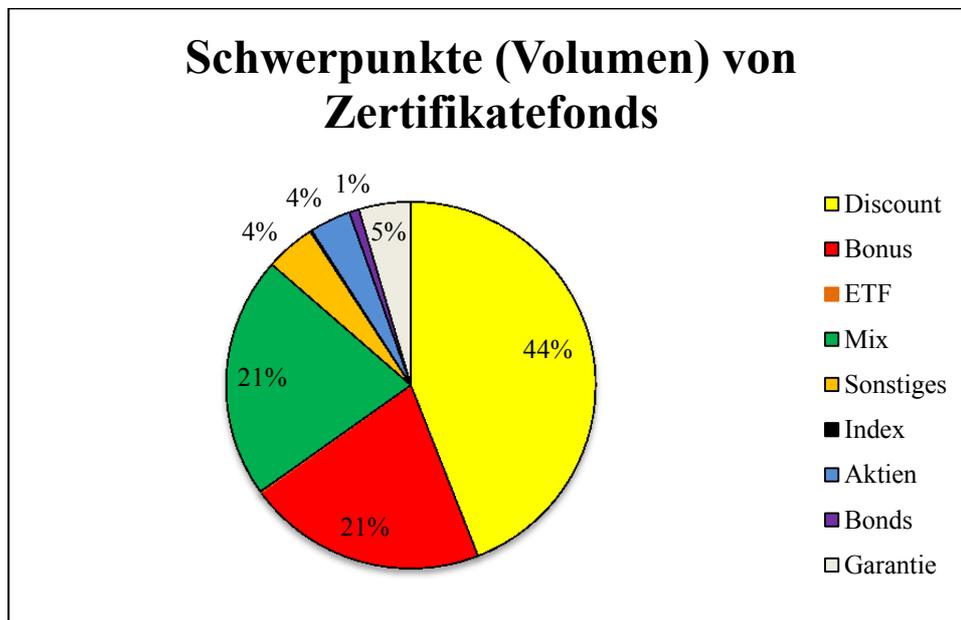


Abbildung 16: Schwerpunkt der Zertifikatefonds anhand von Volumina
Quelle: OnVista / finanzen.net (2010), eigene Darstellung (siehe Datencenter Zertifikatefonds).

¹²⁹ Vgl. Brechmann, Arnd u.a. (2008), S. 41 f.

¹³⁰ Vgl. Blechner, Notker (2008), 1. Abschnitt im Hauptframe (siehe Internetverzeichnis).

¹³¹ Mit der Lehman Brothers Inc. fiel erstmals ein namhafter Emittent von Zertifikaten aus.

¹³² Zeitpunkt: Hauptsächlich in der zweiten Jahreshälfte 2009 – ein genauer Stichtag der Beobachtungswerte existiert nicht, da die Fonds zu unterschiedlichen Zeiten bilanzieren.

¹³³ Vgl. BVI (Hrsg.) (2) (2010), S. 3 (siehe Internetverzeichnis).

Es fallen ungefähr 44 % des Gesamtvolumens auf Discountfonds, jeweils ca. 21 % auf Bonusfonds oder Fonds, die unterschiedliche Zertifikatekategorien handeln. Hierbei sei betont, dass dies lediglich die Schwerpunkte betrifft. Die Fonds können laut Investmentgesetz und je nach Verkaufsprospekt auch Wertpapiere halten, bei denen es sich nicht um Zertifikate oder Zertifikaten ähnliche Strukturen handelt.

5.1.3 Fondszusammensetzung

Für Anleger, die am Erwerb von strukturierten Fonds interessiert sind, ist die Zusammensetzung des Fondsvermögens von Bedeutung. In Artikel 2 der Richtlinie zur Festlegung von Fondskategorien gemäß § 4 Abs. 2 Investmentgesetz ist vorgeschrieben, dass mindestens 51 % des Fondsvermögens in der Kategorie angelegt sein müssen, die dem Fonds seine Bezeichnung verleiht. Das muss aus den Vertragsbedingungen bzw. der Satzung hervorgehen.¹³⁴ Folgerichtig lässt sich vermuten, dass die untersuchten Fonds, die explizit als Zertifikatefonds aufgeführt sind, mehrheitlich Zertifikate in ihrem Portfolio halten.

In welche Titel und Instrumente investierten die Fondsmanager das ihnen zur Verfügung stehende Vermögen? Die Abbildung 17 zeigt den durchschnittlichen Anteil unterschiedlicher Anlagevehikel am Nettoinventarwert der Fonds.¹³⁵

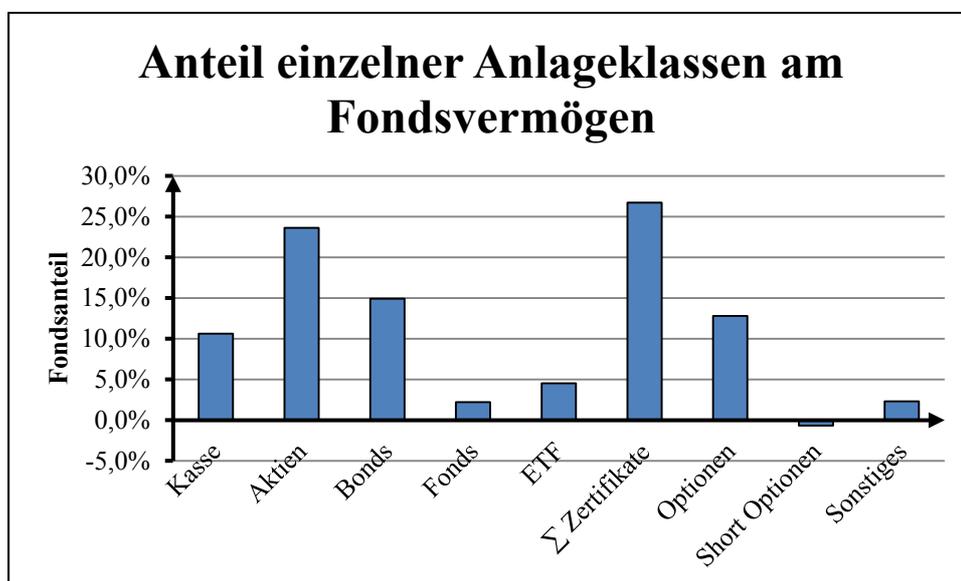


Abbildung 17: Verteilung einzelner Anlageklassen am Fondsvermögen bei Zertifikatefonds
Quelle: OnVista / finanzen.net (2010), eigene Darstellung (siehe Datencenter Zertifikatefonds).

¹³⁴ Vgl. BaFin (2004), Artikel 2 (siehe Internetverzeichnis).

¹³⁵ Dafür wurden die Rechenschaftsberichte der Fonds analysiert. Die meisten Rechenschaftsberichte stammten aus dem zweiten Halbjahr des Jahres 2009. Vereinzelt waren Berichte zu diesem Zeitraum nicht abrufbar.

Zwar können die einzelnen Anteile von Fonds zu Fonds stark schwanken, dennoch vermittelt die Grafik einen Eindruck von den untersuchten Fonds. Zunächst fällt auf, dass die Summe der Zertifikate in den Portefeuilles im Schnitt mit knapp 27 % die größte Klasse darstellt. Dennoch wird deutlich, dass in Zertifikatefonds nur etwas mehr als ein Viertel des Kapitals durch Zertifikate selbst abgebildet wird. Oftmals werden die Strategien, wie beispielsweise die Discountstrategie, direkt ausgeübt. Dabei werden die einzelnen Bestandteile des Zertifikats direkt gekauft. Dies erklärt den relativ hohen Anteil von Aktien und Anleihen in den Portfolios. Die Strategie wird also folglich über die Basiswerte im Zusammenhang mit verschiedenen Optionsgeschäften realisiert.

Mit Hinblick auf die Transparenz lässt sich bemängeln, dass die Zusammensetzung des Sondervermögens in den Rechenschaftsberichten undurchsichtiger als z.B. in Aktienfonds erscheint. Kann ein Anleger bei einem Aktienfonds die Einzelwerte genau eruieren, so fällt dies oftmals bei Zertifikatefonds ungleich schwerer. Es handelt sich bei vielen Instrumenten um exotische Strategien und Geschäfte, die zusätzlich häufig OTC abgeschlossen worden sind. Zertifikatefonds können grundsätzlich beinahe alle Finanzinstrumente erwerben, wenn es der Verkaufsprospekt erlaubt.¹³⁶ Zusammenfassend lässt sich sagen, dass die gewählten Strategien sehr divergent umgesetzt werden und Zertifikate selbst in den Portfolios der Zertifikatefonds keine dominante Rolle spielen. Der Name Zertifikatefonds scheint indes irreführend, weil diese Fonds beinahe jede Geschäftsart tätigen können.¹³⁷ Böhm sieht besonders die Vertriebspraktiken von Zertifikaten und Zertifikatefonds in den Bankfilialen in diesem Zusammenhang kritisch. Hier seien Zertifikatefonds mit einer unrealistischen Erwartungshaltung an Kunden verkauft worden, in deren Risikoprofil diese Produkte nicht gepasst hätten.¹³⁸

Im nächsten Schritt soll anhand eines Beispiels die Entwicklung der Assetaufteilung im Zeitraum März 2008 bis Juni 2009 aufgezeigt werden. Dazu wird der FSKAG Strategie H&H Fonds (WKN: A0M6MU) untersucht. Hierbei handelt es sich laut Verkaufsprospekt um ein gemischtes Sondervermögen laut Investmentgesetz.¹³⁹ Dieser Fonds fällt unter die Kategorie der Zertifikatefonds, weil mindestens 51 % des Anlagevermögens in Zertifikate

¹³⁶ Vgl. Böhm, Christian (2010), Frage 3 (siehe Anlage 1 im Anhang).

¹³⁷ Vgl. ebenda.

¹³⁸ Vgl. ebenda, Frage 6 und 9.

¹³⁹ Vgl. Frankfurter Service KAG (Hrsg.) (2010), S. 7 (siehe Internetverzeichnis).

angelegt sein müssen.¹⁴⁰ Ein Blick auf die Entwicklung der Fondszusammensetzung in der Abbildung 18 lässt einige Vorteile von Zertifikatefonds deutlich werden.

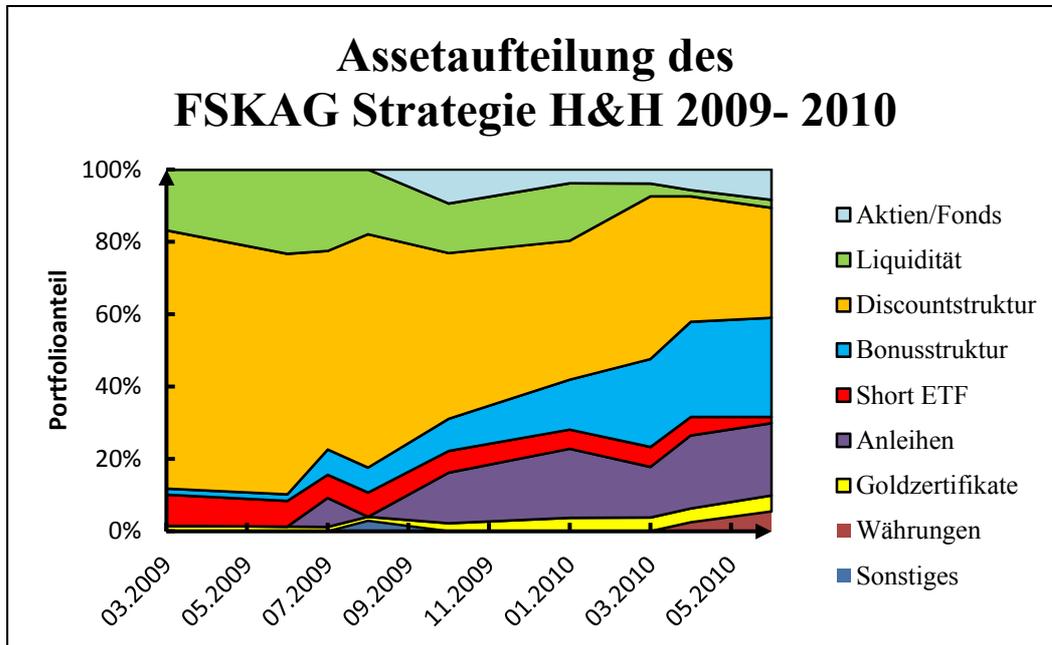


Abbildung 18: Assetaufteilung eines Beispielfonds März 2009 – Juni 2010

Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an Assetverteilung (siehe beigegefügte Excel-Datei).

So kann der Fonds allein aufgrund der Vielzahl der eingesetzten Instrumente deutlich expliziter und variabler auf Marktgegebenheiten reagieren als z.B. ein reiner Aktienfonds. Je nach Erwartung des Fondsmanagements können dementsprechend generierte Marktmeinungen expliziter umgesetzt werden und z.B. über Short ETF's ebenso auf fallende Kurse gesetzt oder eine Währungsstrategie ausgeübt werden. Zudem ist es möglich, dass die zur jeweiligen Marktlage optimalen Zertifikate im Portfolio flexibel über- oder untergewichtet werden.¹⁴¹ Anfang 2009 waren aufgrund der hohen erwarteten Volatilität Discountstrukturen attraktiv und dementsprechend stark gewichtet. Mit der zunehmenden Beruhigung der Märkte wurde jedoch der Anteil der Bonuszertifikate sukzessive erhöht, da die Gefahr des Berührens der Schwelle nun deutlich abnahm. Des Weiteren besteht laut Fondsmanager des FSKAG Strategie H&H Fonds gegenüber Einzelinvestments der Vorteil, dass das Emittentenrisiko aufgrund der Streuung auf unterschiedliche Emittenten deutlich reduziert werden kann.¹⁴²

¹⁴⁰ Vgl. Vgl. Frankfurter Service KAG (Hrsg.) (2010), S. 10 (siehe Internetverzeichnis).

¹⁴¹ Vgl. Böhm, Christian (2010), Frage 4 (siehe Anlage 1 im Anhang).

¹⁴² Vgl. ebenda, Frage 10.

5.2 Performance von Zertifikatefonds

5.2.1 Wertentwicklung und Volatilität

Die entscheidende Frage zur Qualitätsbeurteilung stellt die Untersuchung der Performance dar. Um die Fonds beurteilen zu können, werden die Sondervermögen in den Jahren 2008 und 2009 analysiert. In diesem Beobachtungszeitraum sind sowohl ein sehr schlechtes Börsenjahr als auch ein Jahr von steigenden bzw. zum Jahresende stagnierenden Kursen enthalten. Zunächst einmal soll Tabelle 8 Aufschluss über beobachtete Kennzahlen geben.

Tabelle 8: Risiko-Ertrags Kennzahlen Zertifikatefonds
Quelle: Bloomberg, eigene Berechnung (siehe Datencenter Zertifikatefonds).

	2008	2009
Anzahl Fonds	39	52
Performance (Min.)	-50,82 %	-2,02 %
Performance (Ø)	-27,92 %	14,00 %
Performance (Max.)	-3,6 %	32,75 %
Volatilität (Min.)	3,45 %	1,06 %
Volatilität (Ø)	23,83 %	14,50 %
Volatilität (Max.)	49,71 %	32,35 %

Zum Vergleich: Der EuroStoxx 50 erzielte 2008 eine Performance von -43,5 % bei einer Volatilität von 39,12 %. Im darauffolgenden Jahr konnte der europäische Index 16,94 % Performance erzielen und die Renditen schwankten dabei mit einer Intensität von 27,79 %. Grundsätzlich lässt sich feststellen, dass im Mittel die Fonds im Jahr 2008 eine bessere, wenn auch negative Performance aufwiesen bei einer geringeren Volatilität. Im Jahr 2009 hingegen schnitten die untersuchten Zertifikatefonds schlechter ab, schwankten aber im Mittel auch in diesem Jahr geringer. Die Abtragung der einzelnen Fondsrenditen und –volatilitäten für 2008-2009 in ein Streupunktdiagramm in der Abbildung 19 stützt die Beobachtungswerte aus der Tabelle 8. Die Mehrzahl der abgetragenen Fonds ist gekennzeichnet durch ein geringeres Schwankungsrisiko im Vergleich zum Marktindex. Das führt im schlechten Börsenjahr 2008 zu deutlich abgedeckten Verlusten, aber gleichzeitig im Jahr 2009 nur zu einer begrenzten Partizipation an der allgemeinen Aufwärtsbewegung der Märkte. Vetter führt dies auf die Struktur von Zertifikaten zurück. So sind die Sanktionen für Fehleinschätzungen aufgrund von Rabatten oder Risikopuffern oftmals geringer.¹⁴³

¹⁴³ Vgl. Vetter, Thorsten (2008), 2. Abschnitt im Hauptframe (siehe Internetverzeichnis).

Auffällig ist, dass der statistische Zusammenhang zwischen der Performance und der Volatilität sich von 2008 zu 2009 umkehrt. Korrelierten Renditen 2008 noch deutlich negativ mit der Volatilität, so dreht sich die Korrelation 2009 um. In dem zweiten Beobachtungsjahr ist für Volatilität und Renditen ein deutlich positiver statistischer Zusammenhang ersichtlich.

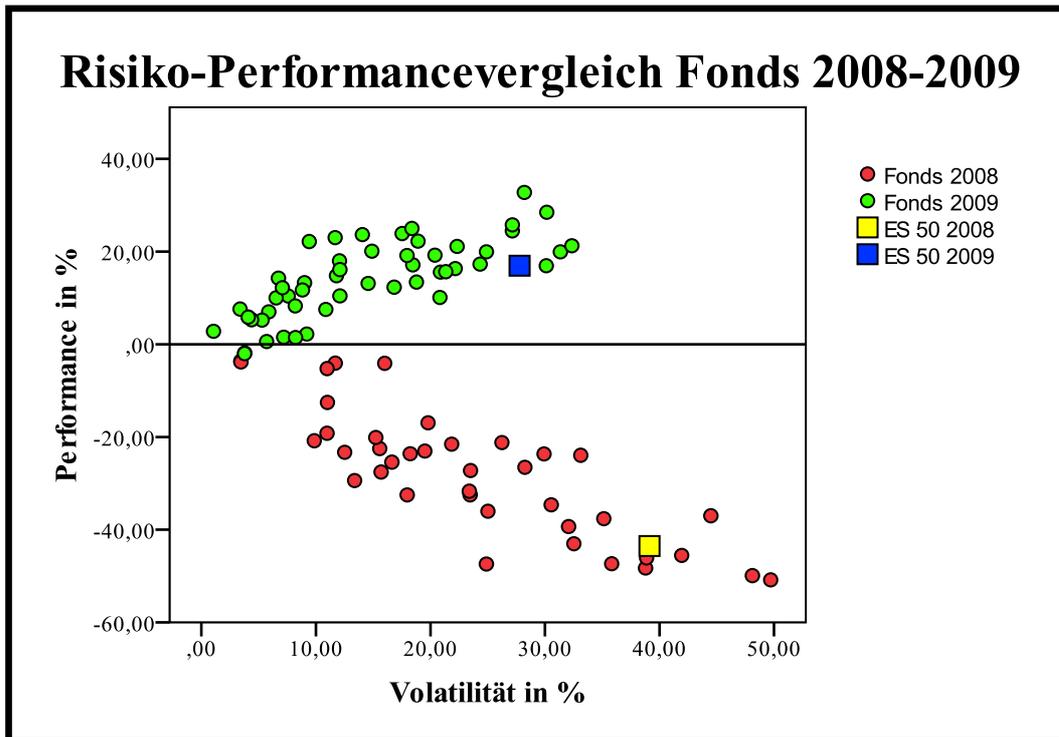


Abbildung 19: Risiko-Performancevergleich Zertifikatefonds vs. EuroStoxx 50 2008-2009
Quelle: Bloomberg, eigene Berechnung und SPSS Darstellung.

5.2.2 Sharpe Ratio

Zur Beurteilung der Performance sollen neben der Rendite und der Volatilität auch risikojustierte Kennzahlen zum Einsatz kommen. Als erstes erfolgt die Analyse der Sharpe Ratio in der Abbildung 20. Für das Jahr 2008 fiel die Sharpe Ratio für alle beobachteten Fonds negativ aus, da keiner den risikolosen Zins schlagen konnte. Auf eine Darstellung wurde daher verzichtet.

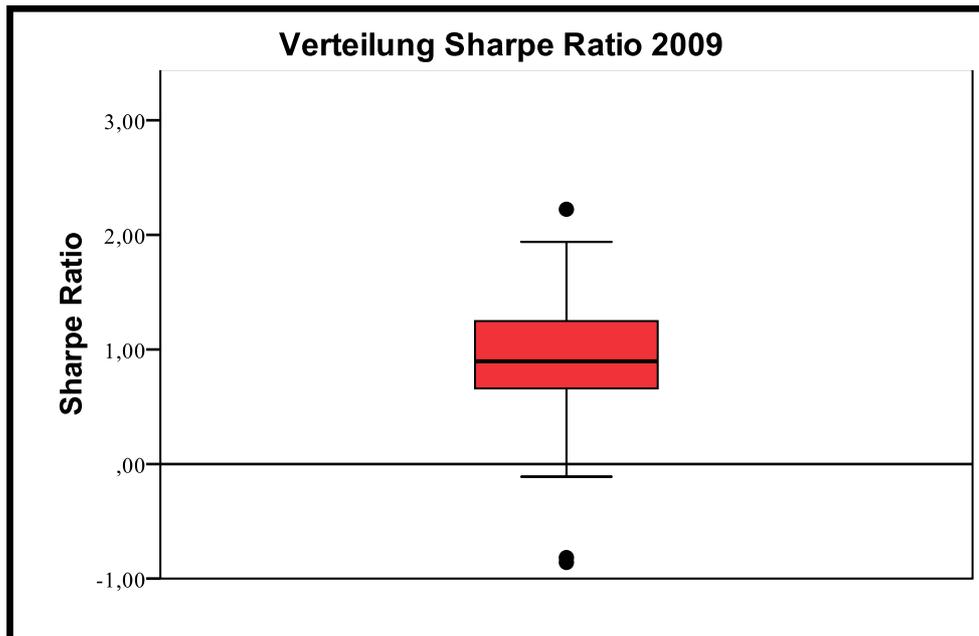


Abbildung 20: Verteilung der Sharpe Ratio der Zertifikatefonds für 2009
Quelle: Bloomberg, eigene Berechnung und SPSS Darstellung

Im Jahr 2009 konnten über 94 % eine positive Sharpe Ratio erzielen und somit den risikolosen Zinssatz schlagen. Von den 52 Fonds jedoch gelang es risikojustiert fast der Hälfte der Sondervermögen eine Sharpe Ratio von über eins auszuweisen. Es lässt sich für das Jahr 2009 festhalten, dass eine Vielzahl der Fonds in Bezug auf die Performance den risikolosen Zins überboten haben. Zudem waren 50 % der Fonds risikoadjustiert attraktiver als eine Anlage im 3-Monats EURIBOR.

5.2.3 Information Ratio

Die Sharpe Ratio weist einige Nachteile auf. So werden risikoreiche Portfolios benachteiligt, da eine hohe Standardabweichung kaum eine Sharpe Ratio von über eins zulässt. Besonders problematisch sind Portfolios, die eine geringere Performance als der risikolose Zins brachten.¹⁴⁴ Hier verliert die Maßzahl viel ihrer Aussagekraft und ergibt „... sogar völlig verwirrende, falsche Ergebnisse in der Rangfolge, die sogar die klare Lage nach der bekannten Effizienzregel auf den Kopf stellen würden.“¹⁴⁵ Daher soll eine weitere Kennzahl zur Beurteilung der untersuchten Fonds herangezogen werden.

Hierbei handelt es sich um die Information Ratio (IR). Die Information Ratio ist ein Maß, mit dem sich ex post die Qualität eines Fondsmanagers bestimmen lässt.

¹⁴⁴ Vgl. Garz, Hendrik u.a. (2002), S. 331 ff.

¹⁴⁵ Ebenda, S. 333.

$$(15) \quad IR = \frac{\alpha_p}{\omega_p}$$

Die Information Ratio setzt den aktiven Ertrag α_p ins Verhältnis zum relativ zur Benchmark eingegangenen aktiven Risiko ω_p .¹⁴⁶ Der aktive Ertrag entspricht der Überrendite eines Investments gegenüber der Benchmark. Die Formeln 16 und 17 zeigen, wie sich aktiver Ertrag und aktives Risiko zusammensetzen.

$$(16) \quad \alpha_p = R_p - R_{BM}$$

$$(17) \quad \omega_p = \sigma * (R_p - R_{BM})$$

Beim aktiven Risiko handelt es sich um den Tracking Error. Dieser berechnet sich mithilfe des Produkts aus Standardabweichung und aktivem Risiko.¹⁴⁷ Erst im Vergleich liefert diese Verhältniszahl ein relatives Qualitätsurteil ab. „Eine IR von über 1 gilt als exzellent, eine IR von 0,75 als sehr gut und eine IR von 0,5 als gut.“¹⁴⁸

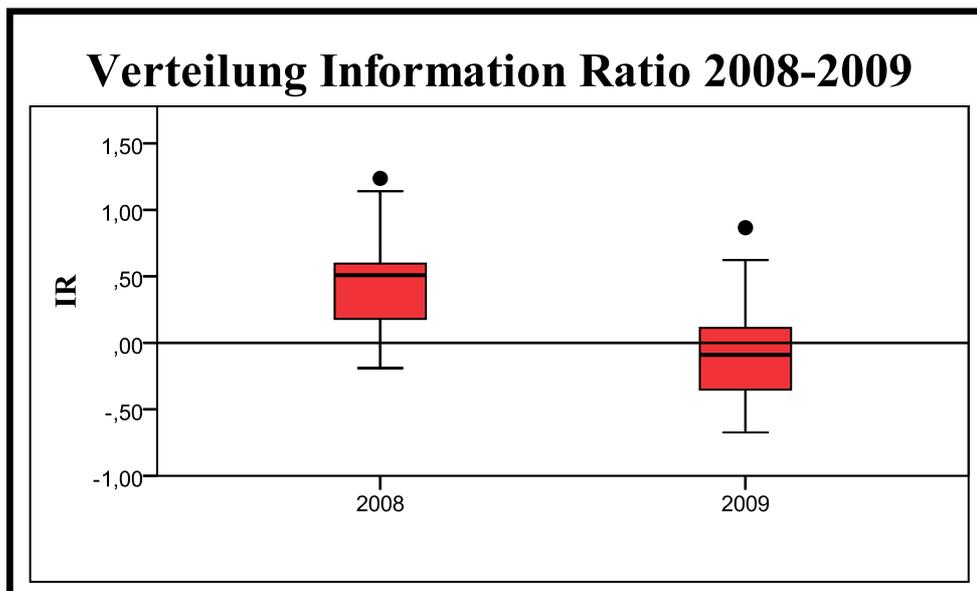


Abbildung 21: Verteilung Information Ratio Zertifikatefonds 2008-2009
Quelle: Bloomberg, eigene Berechnung und SPSS Darstellung.

Bei der Analyse der Verteilung der Information Ratio werden die vorab festgestellten Beobachtungen bestätigt. Im Jahr 2008, in welchem der EuroStoxx 50 ca. 45 % verlor, konnten fast alle Zertifikatefonds besser abschneiden. In der Folge erzielten über 75 % der Sondervermögen eine positive Information Ratio. Etwa die Hälfte der Fonds konnte mindestens eine gute IR von 0,5 aufweisen; vereinzelte Fonds sogar eine exzellente IR Kennzahl. Im Jahr 2009 hingegen konnten die meisten Fonds den Aktienmarkt in Form des

¹⁴⁶ Vgl. Albrecht, Peter / Maurer, Raimond (2008), S. 369 f.

¹⁴⁷ Vgl. Schopf, Michael (2009), S. 13 ff.

¹⁴⁸ Ebenda, S. 15 f.

EuroStoxx nicht schlagen. Über 50 % der Fonds liegen hier im negativen Wertebereich und kein Fonds schaffte eine Information Ratio von eins zu erreichen. Die Abbildung 21 zeigt die IR für den Beobachtungszeitraum.

5.2.4 Vergleich mit Zertifikateindizes

Durch die im dritten Kapitel vorgestellten Zertifikateindizes lassen sich Zertifikatefonds, die sich auf einen entsprechenden Schwerpunkt spezialisiert haben, mit dem jeweiligen Index als Benchmark vergleichen. Bei den untersuchten Fonds betrifft dies die Bonus- und Discountfonds. Die Performance, die Volatilität und die Sharpe Ratio dienen wiederum als Vergleichsmaßstab. Für die Werte der untersuchten Fonds wurde zuvor jeweils das arithmetische Mittel gebildet. In Tabelle 9 bzw. Tabelle 10 erfolgt die Gegenüberstellung von Bonus- bzw. Discountstrukturen.

Tabelle 9: Vergleich Bonusindex mit Bonusfonds 2008-2009
Quelle: Bloomberg, eigene Berechnung (siehe Datencenter Zertifikatefonds).

	Performance		Volatilität		Sharpe Ratio	
	Index	Fonds	Index	Fonds	Index	Fonds
2008	-43,00 %	-47,13 %	46,10 %	40,90 %	-1,03	-1,29
2009	11,42 %	17,12 %	30,81 %	22,49 %	0,33	0,77

Grundsätzlich lässt sich für beide Zertifikatekategorien festhalten, dass der entsprechende Index im Jahr 2008 im Schnitt die Zertifikatefonds outperformte bei einer leicht höheren Volatilität. Im Jahr 2009, in einem insgesamt freundlichen Marktumfeld, performten die Zertifikatefonds im Mittel besser als die jeweilige Zertifikatebenchmark. In dieser Weise fällt ebenfalls das Ergebnis der Vergleichsanalyse der Sharpe Ratio aus. Weder Fonds noch Indizes konnten für den Zeitraum 2008-2009 jedoch eine Sharpe Ratio von über eins erreichen.

Tabelle 10: Vergleich Discountindex mit Discountfonds 2008-2009
Quelle: Bloomberg, eigene Berechnung (siehe Datencenter Zertifikatefonds).

	Performance		Volatilität		Sharpe Ratio	
	Index	Fonds	Index	Fonds	Index	Fonds
2008	-13,05 %	-23,36 %	25,36 %	24,56 %	-0,7	-1,29
2009	7,14 %	13,82 %	13,57 %	15,67 %	0,44	0,76

Es wird insgesamt deutlich, dass die Fondsmanager der untersuchten Sondervermögen in einem Umfeld sinkender Marktnotierungen schlechter abschneiden als die publizierten

Indizes et vice versa. Dementsprechend scheinen beim Clustering vergleichsweise konservative Derivate in den Index zu gelangen, wohingegen die Fondsmanager risikoorientiertere Strategien ausübten.

Hierbei muss berücksichtigt werden, dass es sich bei dem Beobachtungszeitraum von zwei Jahren um einen knapp bemessenen Vergleichszeitraum handelt. Eine spätere Untersuchung mit einer längeren Untersuchungshistorie könnte die getroffenen Beobachtungen validieren.

5.3 Rating und Kosten

Eine weitere Möglichkeit, die Güte von Fonds zu bewerten, besteht über das Qualitätsurteil von Fondsratingagenturen. Die Fondsratingagentur Morning Star ratet Fonds in fünf Kategorien.¹⁴⁹ Ihr Werturteil soll ebenfalls in die Analyse des Marktes mit einbezogen werden. Zunächst fällt auf, dass nur für etwas mehr als ein Drittel (34 %) ein Rating von Morning Star erstellt worden ist. Das liegt vor allem daran, dass viele Zertifikatefonds noch keine drei Jahre alt sind und somit nicht geratet werden. Für Anleger, die ein Fondsrating bei der Auswahl ihres Investments heranziehen, stellt dies ein Problem dar. In dem Fall besteht die Schwierigkeit hinsichtlich der Vergleichbarkeit. Bei den beurteilten Fonds hingegen fällt eine relative Gleichverteilung unter den einzelnen Ratingklassen auf, sodass bei diesen Fonds das Rating als ein Auswahlkriterium herangezogen werden kann.

Ein Investor, der in seinem Depot Investmentfonds hält, muss verschiedene Kosten beachten. Es wird zum einen ein Ausgabeaufschlag beansprucht, der bei Erwerb des Fonds gezahlt wird. Die Höhe des Ausgabeaufschlags hängt oftmals vom genutzten Vertriebskanal des Käufers ab. Bei Aktienfonds kann der Ausgabeaufschlag zwischen 3 % - 6 % betragen.¹⁵⁰ Bei den beobachteten Zertifikatefonds lagen die Ausgabeaufschläge bis zu 6 %. Der Median bei den untersuchten Kosten ist bei 4 % gelegen. Im Vergleich unterscheiden sich Aktienfonds und Zertifikatefonds nicht signifikant voneinander. Von deutlich höherem Interesse sind für den langfristigen Anleger aber die laufenden Kosten, die das Investment verursacht. Bei Investmentfonds wird diese Rate als Total Expense Ratio (TER) bezeichnet.¹⁵¹ Wiederum sollen hier Aktienfonds, bei denen die TER zwischen 1,89 % und 2,4 %

¹⁴⁹ Grundzüge des Ratings befinden sich in der Anlage 3 im Anhang.

¹⁵⁰ Vgl. Dembowski, Anke (2007), S. 68.

¹⁵¹ Vgl. BVI (Hrsg.) (2010), 1. Abschnitt im Hauptframe (siehe Internetverzeichnis).

p.a. betragen kann, als Vergleichsmaßstab gelten.¹⁵² Der Mittelwert der TER von Zertifikatefonds beträgt hier 1,68 % p.a. und liegt damit unter dem Durchschnitt dessen, was für Aktienfonds als normal erachtet werden kann.

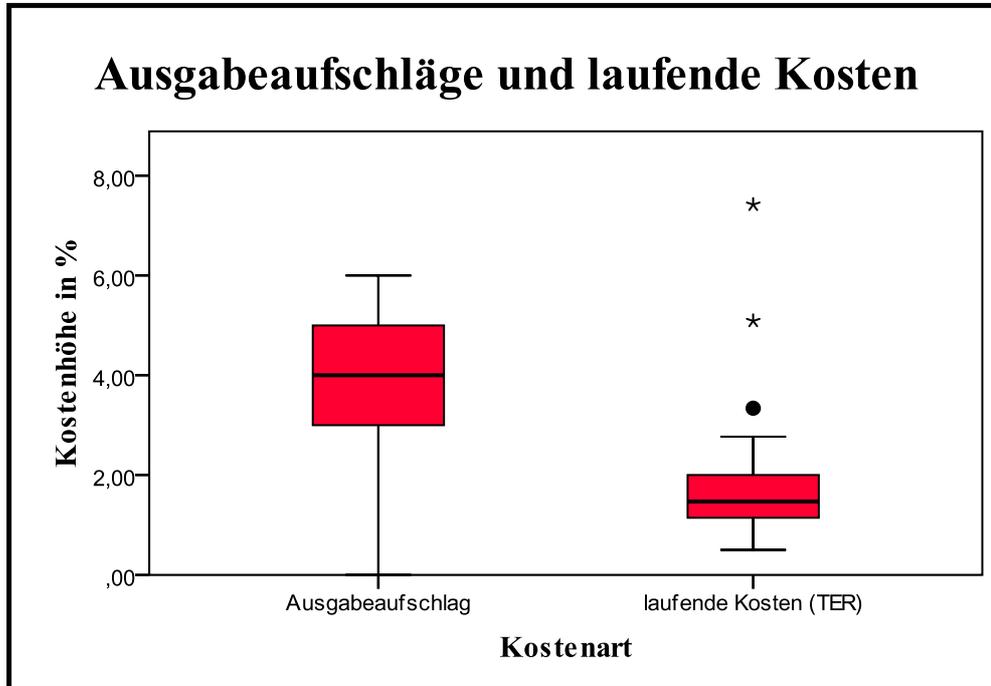


Abbildung 22: Verteilung Ausgabeaufschläge und laufende Kosten (TER) bei Zertifikatefonds
Quelle: Bloomberg, eigene Berechnung und SPSS Darstellung.

Der in der Abbildung 22 dargestellte Boxplot zeigt sowohl die Ausgabeaufschläge als auch die TER der Untersuchungsmenge. Insgesamt lässt sich feststellen, dass Zertifikatefonds weder von der Kostenstruktur noch vom Rating Besonderheiten im Vergleich zu klassischen Aktienfonds aufweisen. Jedoch fallen bei Zertifikaten, die von Emittenten herausgegeben werden, zusätzliche Kosten an, z.B. in Form einer Geld-Brief-Spanne.¹⁵³ Diese aber spielen laut Böhm nur eine untergeordnete Rolle verglichen mit den Gesamtkosten.¹⁵⁴

¹⁵² Vgl. Dembowski, Anke (2008), S. 46.

¹⁵³ Vgl. Handelsblatt (2009), 22. Abschnitt im Hauptframe (siehe Internetverzeichnis).

¹⁵⁴ Vgl. Böhm, Christian (2010), Frage 8 (siehe Anlage 1 im Anhang).

6. Fazit

Das Ziel dieser Abhandlung war es, die Fondskategorie Zertifikatefonds in Hinblick auf ihre Qualität zu beurteilen. Dabei fiel auf, dass keine einheitliche Definition für Zertifikatefonds existiert und Institutionen dementsprechend jeweils unterschiedliche Fonds in diese Kategorie sortieren. Gleichzeitig sind die Strategien der einzelnen Fonds sehr facettenreich. Die dabei genutzten Instrumente unterscheiden sich erheblich voneinander. Unter dem Gesichtspunkt der Transparenz ergeben sich insgesamt erhebliche Mängel. Investoren wissen oft erst nach intensiver Recherche, wie und worin der jeweilige Fonds die angelegten Gelder investiert. Unter dem Aspekt von Marketing und Vertrieb wird es in Zukunft darauf ankommen, inwieweit die Fonds es schaffen, dem Investor offen und transparent ihre Anlagepolitik zu schildern. Der bereits eingesetzte Trend „Keep it simple“ wird auch in Zukunft bedeutsam bleiben. Eine Möglichkeit, der oftmals mangelhaften Transparenz zu begegnen, wäre z.B. eine einheitliche Definition des Begriffes Zertifikatefonds. Hier könnte der Branchenverband BVI in Zusammenarbeit mit den einzelnen Fonds erarbeiten, welche Kriterien die Sondervermögen aufweisen müssen, um unter diese Kategorie zu fallen. Es lässt sich resümieren, dass die Einfachheit und Transparenz nicht nur bei Zertifikaten selbst, sondern auch bei Zertifikatefonds mittlerweile einen wichtigen Erfolgsfaktor darstellen. Die veröffentlichten Zertifikateindizes repräsentieren dabei einen wesentlichen Schritt zur Information und Sensibilisierung des Privatanlegers. Gleiches gilt für die Bemühungen der Zertifikateemittenten, die in den letzten Jahren ihre Aktivitäten bezüglich der Anlegeraufklärung intensiviert haben.

Während der Performanceanalyse wurde erkennbar, dass Zertifikatefonds attraktive Risiko-Rendite-Profile aufweisen können. Die meisten Fonds waren in beiden Untersuchungsperioden von geringerer Volatilität und somit geringerem Risiko gekennzeichnet. Gleichzeitig konnten die Fonds 2008 in der Mehrheit den Aktienmarkt in Form des EuroStoxx 50 deutlich schlagen und performten 2009 nur unwesentlich schlechter. Diese Beobachtungen werden von den Untersuchungen bestätigt. Es ist erkennbar, dass Zertifikatefonds ein anderes Verhältnis von Risiko und Rendite ausweisen als klassische Aktienindizes. Die eingangs beleuchtete einseitige Kritik muss vor diesem Hintergrund relativiert werden.

Bezüglich der Portfoliotheorie zeigte sich, dass der von Markowitz beschriebene Diversifikationseffekt durchaus zu attraktiveren Portfolioallokationen führen kann. Gleichzeitig

jedoch offerierten sich diverse Schwachstellen in den vorgestellten Modellen, die eine präzise Anwendung nur eingeschränkt möglich machen.

Insgesamt lässt sich feststellen, dass Zertifikatefonds entgegen der medialen Meinung bei einem entsprechenden Anlegerprofil als Anlage geeignet sind. Es darf dabei jedoch nicht vergessen werden, dass sehr genau differenziert werden muss, welche Strategie der jeweilige Fonds auf welche Art und Weise ausübt. Eine intensive Beschäftigung mit einzelnen Fonds scheint vor diesem Hintergrund unabdingbar. In Zukunft wird es für die Zertifikatefonds darauf ankommen, dass sie in der Lage sind, ihr Produkt verständlich und nachvollziehbar zu vermarkten. Hier werden darüber hinaus die Banken und Vermögensberater eine erhebliche Rolle spielen. An ihnen liegt es, dem Endkunden die Konzepte der einzelnen Fonds mitsamt ihrer Risiken und Chancen unmissverständlich und objektiv darzulegen.

Literaturverzeichnis

Albrecht, Peter / Maurer, Raimond (2005):

Investment- und Risikomanagement – Modelle, Methoden, Anwendungen, Stuttgart, 2., überarbeitete und erweiterte Auflage, 2005.

Albrecht, Peter / Maurer, Raimond (2008):

Investment- und Risikomanagement – Modelle, Methoden, Anwendungen, Stuttgart, 3., überarbeitete und erweiterte Auflage, 2008.

Brechmann, Arnd u.a. (2008):

Erfolgsweg Zertifikate - Strukturierte Produkte in der Beratungspraxis, Stuttgart, 1. Auflage, 2008.

Breuer, Wolfgang u.a. (1999):

Portfoliomanagement – Theoretische Grundlagen und praktische Anwendungen, Wiesbaden, o. Jg., 1999.

Dembowski, Anke (2007):

Profi-Handbuch Investmentfonds - Grundlagen - Auswahl - Anlagestrategien, Regensburg, Berlin, 4., vollkommen neu bearbeitete Auflage, 2007.

Dembowski, Anke (2008):

Schnellkurs Investmentfonds - Praktischer Leitfaden für Privatanleger, Regensburg, 6., neu bearbeitete Auflage, 2008.

Deutsche Börse AG (Hrsg.) (2007):

Börse von A bis Z, Frankfurt am Main, 2007.

Finke, Robert (2005):

Grundlagen des Risikomanagements, Weinheim, 1. Auflage, 2005.

Garz, Hendrik u.a. (2002):

Portfolio-Management Theorie und Anwendung, Frankfurt am Main, 1. Auflage, 2002.

Goldman Sachs International (Hrsg.) (2010):

Zertifikatekompass, Frankfurt am Main, o. Jg., 2010.

Hang, Robert / Leopold, Marc (2007):

Markowitz Portfolio Selection und Estimation Risk, o. O., 1. Auflage, 2007.

Janos, Juraj / Hunziker, Stefan (2010):

Rendite und Risiken von Zertifikaten - Beurteilung und Bewertung strukturierter Finanzprodukte, Berlin, o. Jg., 2010.

Lintner, John (1965):

The Valuation of Risk Assets and the Selection of Risky Investments in Stock Portfolios and Capital Budgets, in: The Review of Economics and Statistics, 01/1965, Vol. 47, S. 13-37.

Markowitz, Harry (1952):

Portfolio Selection, in: The Journal of Finance, 01/1952, Vol. 7, S. 77-91.

Pfeifer, Andreas (2004):

Praktische Finanzmathematik, Frankfurt am Main, 3., überarbeitete und erweiterte Auflage, 2004.

Poddig, Thorsten u.a. (2004):

Portfoliomanagement – Konzepte und Strategien, Bremen, o. Jg., 2004.

Preißner, Andreas (2008):

Erfolgreich investieren in Zertifikate, Heidelberg, o. Jg., 2008.

Riedel, David (2006):

Finding the Hot Spots: 10 Strategies for Global Investing, Hoboken, New Jersey, o. Jg., 2006.

Schmidt, Sebastian (2008):

Handbuch der Zertifikate, Berlin, 4. Auflage, 2008.

Schopf, Michael (2009):

Aktives und passives Portfoliomanagement für Asset Manager, o.O., 1. Auflage, 2009.

Schwanfelder, Werner (2008):

Börsenwissen für erfolgreiche Investments: Analyse, Strategie, Timing, Frankfurt am Main, o. Jg., 2008.

Sharpe, William (1964):

Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk, in: The Journal of Finance, 03/1964, Vol. 19, S. 425-442.

Spremann, Klaus (2006):

Portfoliomanagement, München, 3. Auflage, 2006.

Weyand, Heiko (2010):

Zertifikate: Neue Provisionsmodelle und mehr Transparenz in der Beratung, in: Kreditwesen, 11/2010, S. 27-29.

Winkler, Dennis (2008):

Profi-Handbuch Zertifikate, Regensburg, o. Jg., 2008.

Internetverzeichnis

BaFin (2004):

Richtlinie zur Festlegung von Fondskategorien gemäß § 4 Abs. 2 Investmentgesetz (InvG), 12/2004, abgerufen am 15.06.2010, http://www.bafin.de/cln_161/nn_724240/SharedDocs/Aufsichtsrecht/DE/Richtlinien/rl__041212__fondskategorien.html.

Bayer, Christian (2010):

Derivatetrends - wohin bewegt sich die Derivatewelt, hrsg. von Smart Investor, 04/2010, abgerufen am 21.06.2010, http://www.wisonet.de/webcgi?START=A60&DOKV_DB=ZECO&DOKV_NO=SINVEB7E6E54F0165B43A8F9472EB7E10E73&DOKV_HS=0&PP=1.

Blechner, Notker (2008):

Sind Zertifikatefonds eine Mogelpackung?, auf boerse.ARD.de, hrsg. von Hessischer Rundfunk, 28.03.2008, abgerufen am 01.07.2010, http://www.boerse.ard.de/content.jsp?key=dokument_284604.

BNP Paribas (Hrsg.) (2010):

Outperformancezertifikate, 03/2010, abgerufen am 01.07.2010, http://www.derivate.bnpparibas.com/DE/MediaLibrary/Document/Backend/Brochures/BRO_Outperformance%20_update_deu.pdf.

Braun, Andreas (2010):

Zertifikate in der Vertrauenskrise, auf boerse.ARD.de, hrsg. von Hessischer Rundfunk, 06/2010, abgerufen am 03.07.2010, http://boerse.ard.de/content.jsp?key=dokument_313610.

BVI (Hrsg.) (2010):

Lexikon, 2010, abgerufen am 30.06.2010, <http://www.bvi.de/de/lexikon/t/index.html>.

BVI (Hrsg.) (2) (2010):

BVI Investmentstatistik zum 31.05.2010, 07/2010, abgerufen am 17.07.2010, http://www.bvi.de/de/statistikwelt/Investmentstatistik/download/2010_05_31_Investmentstatistik.pdf.

Commerzbank AG (Hrsg.) (2009):

Safe Zertifikate Produktinformationen, 12/2009, abgerufen am 01.07.2010, http://portal.commerzbank.de/cocoon/retail/SiteContent/1/1/2/151/55/SafeZertifikate_PI_0110_neu.pdf.

Commerzbank AG (Hrsg.) (2010):

Discountzertifikate Produktinformationen, 01/2010, abgerufen am 01.07.2010, http://portal.commerzbank.de/cocoon/retail/SiteContent/1/1/2/738/1/Disco_PI_0110.pdf.

Deutsche Bank AG (Hrsg.) (2010):

Diskont-Zertifikate-Studie März 2010, 03/2010, abgerufen am 26.06.2010, http://www.xmarkets.de/DE/binaer_view.asp?binaernr=5138.

Deutscher Derivate Verband (Hrsg.) (2007):

Der Deutsche Markt für derivative Produkte, 12/2007, abgerufen am 01.07.2010, http://www.deutscher-derivate-verband.de/DE/MediaLibrary/Document/2007-12_Marktvolumen.pdf.

Deutscher Derivate Verband (Hrsg.) (2010):

Marktvolumen von derivativen Wertpapieren, 04/2010, abgerufen am 01.07.2010, <http://www.deutscher-derivate-verband.de/DE/MediaLibrary/Document/PM/04%20PM%20Marktvolumen%20April%202010.pdf>.

DZ Bank (2010):

Trendbarometer Zertifikate 2010 – Studie zum deutschen Zertifikatemarkt, 06/2010, erhalten am 28.06.2010. Die Studie ist im Internet nicht abrufbar, wurde aber auf dem Datenträger beigefügt.

Edele, Harald / Reibis, Florian (2007):

Neue Wege im Portfoliomanagement, 02/2007, abgerufen am 01.07.2010, http://www.wiso-net.de/webcgi?START=A31&DOKM=1893614_ZWIW&WID=45342-5100309-72929_9.

European Derivates Group (2009):

Leitfaden zu den Zertifikateindizes, 12.10.2009, abgerufen am 14.06.2010, <http://www.scoach.de/DE/Showpage.aspx?pageID=87>.

European Derivates Group (2) (2010):

EDG Index Report Februar 2010: Scoach Bonus Index, 26.03.2010, abgerufen am 20.06.2010, <http://www.scoach.de/DE/Showpage.aspx?pageID=87>.

Feingold, Benjamin (2010):

Verloren im Zertifikatedschungel, auf boerse.ARD.de, hrsg. von Hessischer Rundfunk, 06/2010, abgerufen am 03.07.2010, http://boerse.ard.de/content.jsp?key=dokument_261774.

Finanzen.net (2010):

Fondssucher, 06/2010, abgerufen am 10.06.2010, http://www.finanzen.net/fonds/fonds_suchergebnis.asp.

Frankfurter Service KAG (2010) (Hrsg.):

FSKAG Strategie H&H - 05/2010 - ausführlicher Verkaufsprospekt einschließlich Vertragsbedingungen, 05/2010, abgerufen am 07.07.2010, http://www.comdirect.de/inf/fonds/detail/uebersicht.html?ID_NOTATION=20719519.

Handelsblatt (2007):

Es fehlt elementares Finanzwissen, 29.11.2007, erhalten am 10.06.2010, http://www.handelsblatt.com/_d=HB110729214,_p=1174,_t=ft_archive.

Handelsblatt (2009):

Wie Anleger hohe Kosten senken können, 01.06.2009, abgerufen am 14.07.2010, <http://www.handelsblatt.com/finanzen/zertifikate-nachrichten/wie-anleger-hohe-kosten-senken-koennen;2304185;0>.

HSBC Trinkaus & Burkhardt AG (Hrsg.) (2007):

Zertifikate und Optionsscheine, 12/2007, abgerufen am 04.07.2010, <http://www.hsbc-zertifikate.de/!GetDefaultIndexPage?sessionId=BsPhnVScjqamIxaHBN4kYxqznKeXGtEvKk7&Lang=D&Country=germany&#>.

Kryklund, Johanna (2009):

Diversifikation hat nicht ausgedient, hrsg. von Euro am Sonntag, 08/2009, abgerufen am 25.06.2010, http://www.wiso-net.de/webcgi?START=A60&DOKV_DB=ZECO&DOKV_NO=EUSO66543647&DOKV_HS=0&PP=1.

Morningstar Deutschland GmbH (Hrsg.) (2010):

Das Morningstar Rating, 10/2006, abgerufen am 25.06.2010, http://corporate.morningstar.com/de/documents/MethodologyDocuments/FactSheets/DE_MorningstarRatingForFunds_FactSheet.pdf.

Die wesentlichen Auszüge des Dokuments befinden sich in der Anlage 3 des Anhangs.

OnVista (2010):

Fondssuche, 06/2010, abgerufen am 10.06.2010, http://fonds.onvista.de/filter-suche/index.html?TYPE=KRITERIEN&WITH_QUOTES=DLY&SORT=NAME_INSTRUMENT&BLOCKSIZE=50&ID_INVESTMENT_FOCUS=5657.

Scoach Europa AG (Hrsg.) (2009):

Indizes für den Zertifikatemarkt, 03/2009, abgerufen am 20.06.2010, <http://www.scoach.de/DE/Showpage.aspx?pageID=87>.

Seidel, Bettina (2010):

Abzocke mit Zertifikaten, auf boerse.ARD.de, hrsg. von Hessischer Rundfunk, 06/2010, abgerufen am 03.07.2010, http://boerse.ard.de/content.jsp?key=dokument_266366.

Stoxx Limited (2010):

EuroStoxx 50 Index, 06/2010, abgerufen am 15.07.2010, http://www.stoxx.com/download/indices/factsheets/sx5e_fs.pdf.

Vetter, Thorsten (2008):

Zertifikatefonds auf dem Prüfstand, 2008, abgerufen am 21.06.2010, <http://www.finanzen.net/nachricht/fonds/Zertifikatefonds-auf-dem-Pruefstand-105815>.

Anhang

Anlage 1: Gesprächsprotokoll

Telefoninterview mit Christian Böhm

Interviewpartner: Christian Böhm, Hansen und Heinrich AG

Datum: 07.07.2010

1) Was war der Grund für die Gründung des Fonds?

- Steuerliche Gründe waren wichtig – Bestandsschutz der Zertifikate im Fondsmantel vor der Abgeltungsteuer
- Sachliche Komprimierung: Statt viele einzelne Kundendepots mit vielen verschiedenen Strukturen nur noch ein professionell gemanagter Fonds

2) Sie betreiben auch eine Vermögensverwaltung. Welchen Kunden empfehlen Sie diesen Fonds? Welche Risikobereitschaft sollte er mitbringen?

- Grundsätzlich jedem Kunden, der bereit ist ein Marktrisiko einzugehen – auch konservativen Kunden (ab Risikoklasse II)
- Gilt bei der Vermögensverwaltung Hansen & Heinrich AG als Basisinvestment

3) Sie haben z.B. den Anlagegrundsatz, dass 51% des Fondsvermögens Zertifikate sein müssen – stellt dies eine gesetzliche Vorschrift dar?

- NEIN! Dies wird lediglich über die Verpflichtung im Verkaufsprospekt vorgeschrieben
- Strukturierte Fonds können schließlich beinahe alle erlaubten Geschäfte tätigen, sofern diese im Verkaufsprospekt auch zugelassen sind

4) Legen Sie einen Anteil von Discountern, Bonusstrukturen etc. am Fondsvermögen fest? Wenn ja – variiert dieser (z.B. je nach Marktmeinung) oder bleibt er fest bestehen?

- Anteil der jeweiligen Struktur sehr variabel – es kommt jeweils auf die explizite Meinung des Managements über Einzelwerte darauf an
- Keine Gebundenheit an Quoten einzelner Zertifikatekategorien

5) Wie läuft der Prozess der Asset Allocation ab – wonach bestimmen Sie z.B. den Anteil Kasse oder Anleihen etc. und nach welchen Kriterien erfolgt schließlich die Einzeltitelauswahl? Spielen klassische Optimierungsverfahren eine Rolle?

- Einschätzung erfolgt je nach Marktlage
- Nach dem Marktcheck wird sich Meinung gebildet (meistens über begrenztes Anlageuniversum, da viel Indexstrukturen abgebildet werden)
- Wichtig ist Bauchgefühl – die persönliche aktive Einschätzung muss ins allgemeine Bild passen
- die Einzeltitelauswahl erfolgt dann über Informationsseiten wie der EUWAX oder Finanztreff.de – ggf. auch über Emittenten direkt
- auch Zertifikateratings, wie z.B. das EDG Rating spielen dabei eine Rolle
- Es werden keine absoluten oder relativen Optimierungen angewendet bei der Portfolioaufstellung

6) Wenn ich Aktienfonds kaufe, kann ich im Rechenschaftsbericht genau nachschauen welche Aktien der Fondsmanager gekauft hat und somit auch das Risiko einschätzen – in Zertifikatefonds sind verschiedene Zertifikate, ETFs, Optionen – in wie weit blickt der Anleger da noch durch – ist das nicht zu intransparent?

- Gefahr ist groß, dass kaum Informationen zu den Fonds und keine Informationen zu dessen Bestandteile existieren
- Kritik: oftmals erfolgt(e) Vertrieb von Zertifikatefonds von Banken an den Bedürfnisprofilen der Kunden vorbei

7) Es gibt keine offizielle Liste von Zertifikatefonds – wann lässt sich überhaupt von einem Zertifikatefonds sprechen?

- Es gibt keine offizielle Liste, da diese Fonds zu individuell und variantenreich ausgestaltet sind – der Name „Zertifikatefonds“ ist hier irreführend

- 8) Es fallen bei einem Zertifikatefonds neben Research und Verwaltungsgebühren etc. auch noch die Kosten an, die der Emittent für sich vereinnahmt – haben Ihre Erfahrungen gezeigt, dass dementsprechend diese erhöhten Kosten sich durch die Risiko Chance Profile von Zertifikaten wieder ausgleicht?**
- Die Kosten bei klassischen Strukturen halten sich in Grenzen – eher untergeordnete Bedeutung
 - Wichtig zu wissen, bei welchen Strukturen welche Preise realistisch erscheinen
- 9) Viele Anleger und auch die Presse zeigten sich von den Zertifikatefonds eher enttäuscht – warum?**
- Negative Erfahrung aufgrund zweierlei Faktoren:
 - Erstens: Anlegererwartung war infolge der Vertriebspolitik der Banken zu groß – die komplizierten Strategien (z.B. komplexe Alphastrategien) enttäuschten
 - Zweitens: Durch Ausfall von Lehman Brothers fiel erstmals ein Emittent aus – gilt als Sündenfall schlechthin
- 10) Welche Lehren kann ein Zertifikatefonds aus den letzten 2-3 Jahren ziehen – was sind die Maximen, die ein Zertifikatefonds einhalten muss?**
- Wurde gelernt: Bezüglich der Vertriebsproblematik noch nicht, da Vertrieb von solchen Strukturen und Fonds sehr provisionsträchtig
 - Aber: „keep it simple“ – Einfachheit der Strukturen wird wichtiger
 - Aufgrund der negativen Behaftung des Wortes Zertifikat erfolgten einige Umbenennungen, auch wurden Fonds, deren Strategie nicht aufging geschlossen oder zusammengelegt
 - Comeback der Klasse ist durchaus möglich – Zertifikatefonds haben ihre Berechtigung – wichtig sind Offenheit und Transparenz
 - Denn auch viele Vorteile von Zertifikatefonds: Risikostreuung bezüglich der Emittenten und viel versiertere Umsetzungen von Marktmeinungen sind möglich

Zur Person: Herr Böhm leitet den FSKAG Strategie H&H Zertifikatefonds.

Anlage 2: Der risikolose Zins

Es stellt sich die Frage, welcher Zins als risikoloser Zins geeignet ist. Zur Auswahl sollen der 3 Monats EURIBOR und der 3 Monats Interbanken Swapsatz stehen. Ein Vergleich der beiden Raten zeigt, dass zwar vor der Krise der Interbankensatz stets niedriger als der EURIBOR war. Aber gerade in der Krise Ende 2008 und Anfang 2009 lagen die Aufschläge des Swapsatzes teilweise über zehn Basispunkte gegenüber dem 3 Monats EURIBOR. Es kann also nicht eindeutig geklärt werden, welche der beiden Zinsraten als die risikolose bzw. risikolosere betrachtet werden kann. Obwohl der EURIBOR als risikoloser Zinssatz durchaus umstritten ist, soll er dennoch bewusst verwendet werden mangels Alternativen. Abbildung 23 zeigt die Spreads zwischen den eben vorgestellten Alternativen.

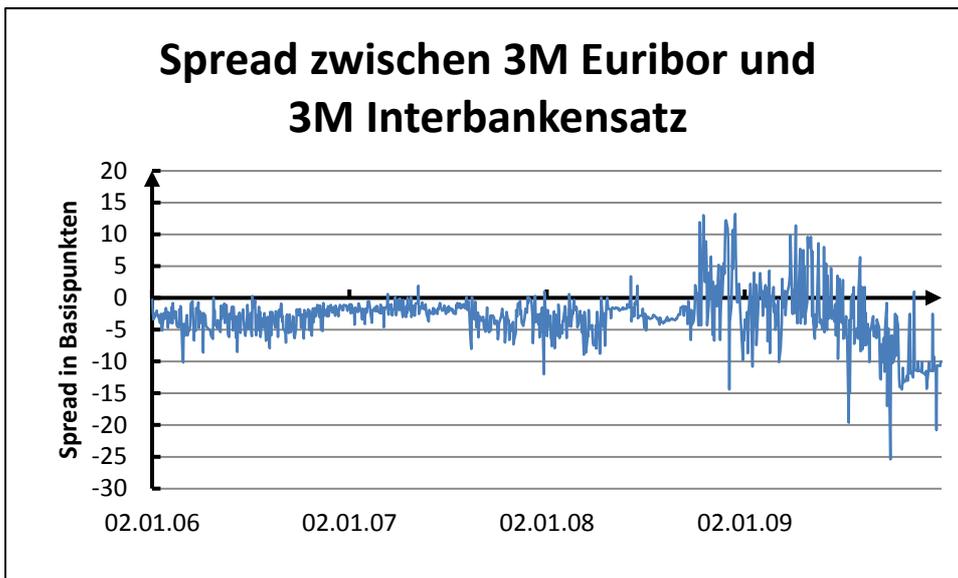


Abbildung 23: Entwicklung Spread zwischen 3M EURIBOR und Interbankenswapsatz
Quelle: Bloomberg, eigene Berechnung und Darstellung.

Anlage 3: Grundzüge des Morningstar-Ratings

Das Morningstar Rating beruht auf:

- Morningstar Kategorien
- Kosten
- Risikoangepassten Renditen

Die Sterne

Nach Abschluss der Berechnungen können Fonds in ihren jeweiligen Kategorien klassifiziert werden. Die Sterne werden wie folgt vergeben:

Top 10%

Folgende 22.5%

Mittlere 35%

Folgende 22.5%

Flop 10%

Diese Berechnungen werden jeden Monat durchgeführt und können daher Schwankungen aufweisen, genau wie auch die relative Wertentwicklung der Fonds schwanken kann.

Erhalten alle Fonds ein Rating?

Nicht unbedingt. Eine Reihe von Faktoren schließt ein Rating aus, so z.B.:

- Der Fonds existiert seit weniger als drei Jahren.
- Ausreichende Informationen für eine verlässliche Kategorisierung sind nicht erhältlich.
- Der Fonds hat schwerwiegende und langfristige Veränderungen in der Anlageausrichtung vorgenommen, wodurch die Wertentwicklungshistorie irrelevant wird.
- Es gibt zu wenige vergleichbare Fonds, um eine sinnvolle Klassifizierung durchzuführen.

Quelle: Morningstar Deutschland GmbH (Hrsg.) (2006).