

## ANLAGEPRAXIS

# Transparenz durch Zertifikate-Ratings

Das Angebot an Zertifikate-Ratings ist in den letzten Jahren gewachsen. Verschiedene Anbieter mit unterschiedlichen Geschäftsmodellen erstellen Analysen und bewerten eine Vielzahl von Zertifikaten. Ratings können einen wichtigen Beitrag zur Transparenz und Vergleichbarkeit leisten. Damit dienen sie dem Anlegerschutz. Erfüllen Zertifikate-Ratings diesen Anspruch? Sigrid Müller

→ **Keywords:** Wertpapiergeschäft, Anlegerschutz, Kapitalmarkt

Entscheidend für die Aussagekraft und Akzeptanz von Ratings sind zahlreiche Faktoren. Neben einer hohen Marktabdeckung sind dies vor allem die Methodik der Bewertung, die Verbreitung und öffentliche Zugänglichkeit sowie die Reputation des Rating-Unternehmens.

Für den deutschen Markt existieren verschiedene Zertifikate-Ratings. Die bekanntesten sind die Ratings der European Derivatives Group (EDG), des Instituts für Zertifikateanalyse (IZA) und von Scope. Im Rahmen einer vom Deutschen Derivate Verband in Auftrag gegebenen Studie wurde ein Vergleich dieser Ratings durchgeführt.<sup>1</sup> Die Untersuchung basiert auf den von EDG, IZA und Scope gelieferten Informationen bis einschließlich Dezember 2008. Untersucht werden die Methodik des Ratings, die einzelnen Komponenten sowie die Anforderungen an Ratingunternehmen.

### Methodik des Ratings

Unter einem Rating von Zertifikaten wird die Beurteilung und Klassifizierung von Zertifikaten und deren Emittenten anhand einheitlicher Maßstäbe verstanden. Bei den verwendeten Verfahren lassen sich quantitative, qualitative und hybride

Ratingmodelle unterscheiden. Die Zertifikate-Ratings von EDG und Scope sind quantitativ ausgerichtet. Das heißt, sie beruhen auf mathematischen und statistischen Verfahren, mit deren Hilfe die Klassifizierung erfolgt. Subjektive Beurteilungsverfahren wie Expertenurteile bilden die Grundlage des qualitativen Ratings

ihren Gewichtungen in ► 1 angegeben sind.

Bonität, Handel und Risiko sind Bestandteile aller drei Zertifikate-Ratings, wohingegen die Kosten und die Informationsbereitstellung durch den Emittenten nur von EDG bewertet werden. IZA verwendet hierbei die Bewertung von EDG. Bei der

„Liegen Ratings verschiedener Agenturen vor, so wirkt sich dies positiv auf die Bewertung aus. Sie führen zu einem Bonus.“

von IZA. Zusätzlich berücksichtigt IZA die EDG-Bewertungen.

Alle Zertifikate-Ratings verwenden ein Gütesiegel auf der Basis von Sternen, wobei die Skala von null bis fünf reicht. Während das Rating von IZA sich nur auf Neuemissionen erstreckt, beurteilen EDG und Scope Anlage- und Hebelprodukte auch im Zeitablauf. Die Ratings von EDG und Scope werden regelmäßig und zusätzlich bei starken Marktveränderungen aktualisiert. Dabei weist das Scope-Rating den geringsten Zeitabstand zwischen Aktualisierungen auf. Um zu einer Gesamtbewertung zu gelangen, setzen EDG, IZA und Scope bei der Beurteilung verschiedener Komponenten an, die mit

Gesamtbewertung gewichten EDG, IZA und Scope unterschiedlich. Bei EDG werden die Gewichtungen von einem unabhängigen Expertengremium bestimmt und bekanntgegeben. Hingegen sind die Gewichtungen des IZA- und Scope-Ratings nur in ihrer Tendenz bekannt. Als einziges Rating-Unternehmen behandelt EDG Anlage- und Hebelprodukte unterschiedlich.

Wie gehen die Rating-Unternehmen bei der Beurteilung der einzelnen Komponenten vor?

### Beurteilung des Emittentenrisikos

Zertifikate sind Inhaberschuldverschreibungen. Sie verbiefen den Rückzahlungsanspruch des Anlegers gegenüber

dem Emittenten, der bei Insolvenz des Emittenten wertlos ist. Damit stellt die Bonität des Emittenten eine wichtige Komponente des Ratings dar. Die Bonität wird auf Emittentenebene gemessen, das heißt, alle Zertifikate eines Emittenten erhalten die gleiche Bonitätsbewertung.

EDG verwendet zwei Verfahren zur Bestimmung der Bonität. Das erste Verfahren basiert auf dem Kreditrisiko, gemessen durch Credit Default Swaps (CDS) mit einjähriger Laufzeit für den Emittenten. Dabei handelt es sich um die Versicherungsprämie, die ein Sicherungsnehmer zu zahlen hat, um sich gegen das Risiko des Zahlungsausfalls des Emittenten abzusichern. Das zweite Verfahren zieht historische Häufigkeiten eines Zahlungsausfalls heran. Jede Bewertung trägt mit 50 % zur Gesamtbewertung der Bonität bei. Liegen für einen Emittenten keine CDS vor, wird eine fiktive Ermittlung auf Basis der vorhandenen Daten vorgenommen.

Die Daten für das erste Verfahren sind am Markt verfügbar. Für das zweite Verfahren ist eine statistische Analyse erforderlich. Sie greift zu auf die Ratings von Standard & Poor's, Moody's und Fitch. Zunächst wird eine Funktion der Ausfallhäufigkeiten in Abhängigkeit vom Rating der Ratingagenturen geschätzt. Damit lässt sich für jeden Emittenten aus dem Rating einer Agentur die Ausfallhäufigkeit bestimmen. Diese Ausfallhäufigkeit wird nach einem einheitlichen Standard bewertet. Da alle etablierten Ratings berücksichtigt werden, ergibt sich die Bewertung der Ausfallhäufigkeit insgesamt als Durchschnitt der Bewertungen für die einzelnen Ratingagenturen. IZA übernimmt vollständig die Bonitätsbewertung von EDG.

Auch Scope verwendet für die Bonität eines Emittenten die Ratings von Standard & Poor's, Moody's und Fitch. Liegt ein Rating für einen Emittenten nicht vor und gibt es Garantien des Mutterhauses, so wird dessen Rating verwendet. Die einzelnen Bewertungen werden von Scope zusammengefasst beurteilt. Liegen Ratings

▶ 1

### Komponenten des Ratings und ihre Gewichtung bei Anlage- und Hebelprodukten

Komponenten	EDG Anlage	EDG Hebel	IZA	Scope (Investment)
Bonität	10 %	5 %	übergewichtet	dynamisch
Handel	10 %	20 %	untergewichtet	niedrigstes Gewicht
Kosten	20 %	20 %	übergewichtet	-
Informationsbereitstellung	10 %	5 %	niedrigstes Gewicht	-
Risiko/Nutzen	50 %	50 %	-	-
Chancen/Risiko	-	-	-	höchstes Gewicht
Sonstige qualitative Faktoren	-	-	höchstes Gewicht	-

▶ 2

### Vergleich der Bewertung des Emittentenrisikos

	EDG	IZA	Scope (Investment)
Anteil Bewertung CDS	50 %	EDG	qualitativ
Anteil Bewertung Kreditwürdigkeit	50 %	EDG	qualitativ
Bewertung CDS	mathematisch	EDG	qualitativ
Bewertung Kreditwürdigkeit	mathematisch-statistisch	EDG	qualitativ
qualitative Elemente	nein	EDG	ja

▶ 3

### Vergleich der Bewertung der Liquidität

	EDG	IZA	Scope (Investment)
Anteil Bewertung Bid-Ask-Spread	50 %	übergewichtet	100 %
Anteil Bewertung Ausführungsgeschwindigkeit	50 %	untergewichtet	-
Bewertung Bid-Ask-Spread	mathematisch	EDG	zuzüglich Standardabweichung
Bewertung Ausführungsgeschwindigkeit	mathematisch	EDG	-

verschiedener Agenturen vor, so wirkt sich dies positiv auf die Bewertung aus. Sie führen zu einem Bonus. Entsprechend wird ein Abschlag vorgenommen, falls es für einen Emittenten nur ein einziges Rating gibt. Auch die aktuellen CDS (Senior, drei Jahre, Mittelwert) werden bei der Bonitätsbewertung berücksichtigt. Ein Vergleich der Bonitätsbeurteilung durch EDG, IZA und Scope findet sich in ▶ 2.

### Qualität des Handels

Ein Zertifikat wird als liquide bezeichnet, wenn es ohne Zeitverzug verkauft werden kann. Grundsätzlich gilt ein Markt für Zertifikate als liquide, wenn Anleger Zertifikate zu angemessenen Preisen ohne Zeitverzug kaufen oder verkaufen können. Alle drei untersuchten Unternehmen bewerten die Liquidität. Gemessen werden kann dies durch die Geld-Brief-

→ Spanne (Bid-Ask-Spread) und die Ausführungsgeschwindigkeit. Liquidität geht einher mit einer geringen Geld-Brief-Spanne und einer hohen Ausführungsgeschwindigkeit.

EDG betrachtet den Bid-Ask-Spread für jedes einzelne Zertifikat. Bestimmt wird der relative Bid-Ask-Spread, das heißt das Verhältnis von Bid-Ask-Spread zu Bid. Die Bewertung verläuft in drei Schritten. Im ersten Schritt werden ähnliche Zertifikate bestimmt und zu einer Vergleichsgruppe zusammengeführt. Abgestellt wird dabei auf den gleichen Basiswert und die Art des Produktes.

Im zweiten Schritt wird für jede Vergleichsgruppe der Median des relativen Bid-Ask-Spread bestimmt, der die Bezugsgröße für die Bewertung bildet. Im dritten Schritt wird mittels dieser Bezugsgröße durch eine einfache mathematische Formel die Bewertung vorgenommen. Die Bid-Ask-Spread werden täglich analysiert. In die Bewertung fließen die Daten der vorhergehenden zehn Tage ein.

Für die Beurteilung der Ausführungsgeschwindigkeit greift EDG zurück auf alle ausgeführten Handelsgeschäfte für Zertifikate der jeweils letzten zwei Monate. Untersucht wird die Ausführungsgeschwindigkeit für die Produktkategorie

Standardabweichung als Maß für die Schwankungsbreite berücksichtigt. Ein Vergleich der Liquiditätsbeurteilung durch EDG, IZA und Scope findet sich in ► 3.

### Kosten für den Anleger

Aus Anlegersicht sind Gebühren und Kosten eines Zertifikates äußerst bedeutsam. Die mit dem Kauf verbundenen Gebühren sind für Anleger einfach zu erfassen und zu vergleichen. Sie sind nicht Bestandteil der betrachteten Ratings. Die Preisstellung durch den Emittenten ist jedoch wegen der Komplexität in der Regel für einen Anleger nicht replizierbar. Hier ist die Beurteilung durch ein Rating hilfreich. Die Preisstellung durch den Emittenten findet explizit Eingang in die Beurteilung durch EDG. Da IZA diese Information von EDG bezieht, wird sie auch beim IZA-Rating verwendet. Scope erfasst die Preisstellung als Inputfaktor für die Renditen des Zertifikates.

EDG führt eine finanzmathematische Nachbewertung für jedes Zertifikat durch, die einen Modellpreis für das betreffende Zertifikat ergibt. Die Abweichung des tatsächlichen Preises vom Modellpreis wird bewertet. Es wird ein relativer Vergleich durchgeführt für Zertifikate mit ähnlichen Ausstattungsmerkmalen. Das Ergebnis der Analyse ist eine Rangordnung der Zertifi-

Optionskomponenten. Zahlreiche Zertifikate lassen sich in einfache Optionen zerlegen, für die auch die Bewertung unproblematisch ist. Komplexe Zertifikate hingegen machen den Einsatz von exotischen Optionen erforderlich. Die Preisbestimmung gestaltet sich in diesen Fällen schwieriger und erfordert spezielle Vorkehrungen bei der Bestimmung der Volatilität.

### Information über die Ausgestaltung

Für ein Zertifikat ist die Information über die Ausgestaltung essenziell. Dazu gehören Angaben über den Basiswert, die Auszahlungsszenarien und die Bonität. Gemäß Derivate Kodex des Deutschen Derivate Verbandes müssen Angaben in geeigneter und verständlicher Form zur Verfügung gestellt werden. EDG überprüft und bewertet dies durch eine repräsentative Befragung.

Für jeden Emittenten wird die Art und Güte der Informationsbereitstellung zu seinen Produkten auf der Grundlage eines Fragebogens ermittelt. Der Fragebogen behandelt Informationen zur Bonität, zum Produkt und zum Basiswert. Auch Fragen zur Benutzerfreundlichkeit der Internetdarstellung werden gestellt. Die Informationsbereitstellung wird auf Emittentenebene gemessen. Alle Zertifikate eines Emittenten erhalten somit die gleiche Bewertung.

IZA überprüft direkt die Qualität der Informationsbereitstellung anhand der Unterlagen der Emittenten. Zwei Analysten bewerten die Qualität des Marketingmaterials, des Termsheets und des Verkaufsprospekts. Auch bei der Beurteilung der Qualität der Struktur, des Produktnamens und der Provisionstransparenz spielt indirekt die Qualität der Informationsbereitstellung eine Rolle. Bei Scope wird die Qualität der Informationsbereitstellung nicht beurteilt.

### Wissenschaftliche Fundierung

Wie erfassen die Zertifikate-Ratings das Risikoprofil eines Produkts? EDG



**„Die Preisstellung durch den Emittenten ist wegen der Komplexität in der Regel für einen Anleger nicht replizierbar. Hier ist die Beurteilung durch ein Rating hilfreich.“**

und den Emittenten. Wieder wird ein relativer Vergleich für eine Vergleichsgruppe durchgeführt und die Bewertung durch eine einfache mathematische Formel vorgenommen.

IZA bezieht die Daten und die Bewertung zu Bid-Ask-Spread und Ausführungsgeschwindigkeit von EDG. Scope verwendet ebenfalls den Bid-Ask-Spread. Es wird eine Durchschnittsbildung über 20 Tage vorgenommen. Zusätzlich wird die

kate hinsichtlich der Größe der Abweichungen von ihrem jeweiligen Modellwert. Der Rang eines Zertifikates ist maßgeblich für die Bewertung seiner Kosten.

Die finanzmathematische Nachbewertung beruht auf den Erkenntnissen der Optionspreistheorie. Dazu wird jedes Zertifikat zerlegt in Optionskomponenten, auf die die Optionspreistheorie angewandt werden kann. Der Modellpreis des Zertifikates ergibt sich somit aus den Preisen der

→ verwendet das Konzept Value at Risk (VaR) zur Erfassung des Risikos eines Zertifikates. Bezogen auf ein Anlagevermögen von 10.000 € wird der Verlust berechnet, der innerhalb der nächsten zehn Tage mit einer Wahrscheinlichkeit von 99 % nicht überschritten wird. Zertifikate werden entsprechend der Höhe ihres VaR in fünf Klassen eingeteilt. So umfasst zum Beispiel die Risikoklasse 1 alle Zertifikate mit einem VaR kleiner oder gleich 250. Hier ist der Verlustbetrag gering. Diese Klasse ist

entspricht es dem in der Risikotheorie wohletablierten Shortfallerwartungswert. Dieses Risiko geht zusammen mit dem Chancenpotenzial (mögliche positive Renditen gewichtet mit ihren Eintrittswahrscheinlichkeiten) in die Bewertung ein.

Bei der separat ausgewiesenen Risikoklassifizierung wird dieses Verlustrisiko mit dem VaR und der Bonität des Emittenten zusammengeführt, um zu einer Gesamtbewertung des Risikoprofils entsprechend von fünf Risikoklassen zu

allen Unterschieden im Detail durch ein hohes Niveau aus. Sie leisten somit einen zentralen Beitrag zur Transparenz und Vergleichbarkeit von Zertifikaten und bieten den Anlegern eine gute Grundlage für ihre Investitionsentscheidungen. Sie dienen somit dem Anlegerschutz. Auch der Wettbewerb zwischen den Rating-Unternehmen hilft letztlich dem Schutz der Anleger.

Neben Anlegern profitieren auch Anlageberater und Emittenten von der Transparenz, die mit einem Rating verbunden ist. Für Anlageberater vereinfacht sich ihre Tätigkeit bei gleichzeitiger Reduktion des Haftungsrisikos aus Falschberatung. Emittenten erzielen durch das Rating eine höhere Akzeptanz ihrer Produkte. Die Information potenzieller Kunden und Vertriebspartner wird erleichtert.

Die Akzeptanz von Zertifikate-Ratings wird umso stärker sein, je größer die Abdeckung des Marktes für Zertifikate ist. Insbesondere ist die Einbeziehung aller Strukturen wichtig. Ratings dienen auch der Eingrenzung der Produktvielfalt auf gute und für den Anleger geeignete Produkte. Eine Bewertung, die unterschiedliche Anlegerpräferenzen berücksichtigt, führt zu mehr Transparenz. Die laufende Überwachung eines Zertifikates während der Laufzeit wird erleichtert.

Ein Rating sollte alle wesentlichen quantitativen und qualitativen Faktoren umfassen. Die Methodik und die Ergebnisse müssen klar kommuniziert werden. Auch ist eine ständige Qualitätsprüfung mit einem umfangreichen Backtesting essenziell. Die Akzeptanz eines Ratings hängt aber nicht zuletzt von der Unabhängigkeit und fachlichen Expertise des bewertenden Unternehmens ab. ▣

**Autorin:** Prof. Dr. Sigrid Müller ist Professorin für Betriebswirtschaftslehre und Direktorin des Instituts für Finanzierung an der Humboldt-Universität zu Berlin.

**„Liquidität geht einher mit einer geringen Geld-Brief-Spanne und einer hohen Ausführungsgeschwindigkeit.“**

attraktiv für einen sicherheitsorientierten Anleger. Die Risikoklassen 2 bis 5 sind geeignet für begrenzt risikobereite, risikobereite, vermehrt risikobereite bzw. spekulative Anleger.

Die Bestimmung des VaR erfolgt anhand der in der Wissenschaft etablierten Standards und in Übereinstimmung mit den bankaufsichtlichen Standards Basel II und Derivate-Verordnung. Die VaR-Berechnungen gehen von einer Haltedauer von zehn Tagen aus. Zusätzlich werden auch VaR-Werte für eine Haltedauer von einem Jahr als Indikation ermittelt. Die Bewertung eines Zertifikates für die unterschiedlichen Risikoklassen erfolgt durch eine einfache mathematische Struktur, die grundlegende ökonomische Prinzipien umsetzt. Ein Zertifikat wird die Höchstbewertung erzielen, wenn es perfekt zum Anlegertyp passt, und die Bewertung wird fallen, je mehr sich das Risikomaß VaR des Zertifikates den benachbarten Risikoklassen nähert. IZA übernimmt vollständig diese Risikobewertung von EDG.

Scope erfasst das Risiko eines Zertifikates auf zweierlei Weise. Beim Rating (Investment Rating) werden die möglichen negativen Renditen gewichtet mit ihren Eintrittswahrscheinlichkeiten in der Komponente Risiko zusammengefasst. Damit

gelangen. Dabei geht das Verlustrisiko mit der höchsten Gewichtung in die Bewertung ein. VaR und Bonität erhalten eine niedrigere Gewichtung. Die Bonität wird dynamisch gewichtet: Je schlechter die Bonität, umso stärkeres Gewicht wird dieser Komponente zugewiesen. Die VaR-Berechnungen gehen von einer 99 % Wahrscheinlichkeit und einer Haltedauer von maximal einem Jahr aus. Bei Zertifikaten mit Restlaufzeit unter einem Jahr wird dieser Wert herangezogen, für Restlaufzeiten über einem Jahr wird VaR für die Haltedauer von einem Jahr berechnet.

Grundsätzlich wird mit dem VaR-Konzept – wie bei jedem anderen Risikomaß – implizit eine spezielle Risikopräferenz eines Anlegers unterstellt. Ein für alle Anleger zutreffendes Risikomaß existiert nicht.

### Fazit

Das Angebot an Zertifikaten ist umfangreich. Aus Anlegersicht ist daher ein unabhängiges und objektives Rating für die Anlageentscheidung hilfreich. Es erleichtert die Beurteilung der Qualität eines Produkts, es erhöht die Vergleichbarkeit verschiedener Produkte und grenzt die Wahlmöglichkeiten ein. Die Zertifikate-Ratings von EDG, IZA und Scope zeichnen sich bei