

Rating für Ratings

Das Angebot an Zertifikaten ist umfangreich. Aus Anlegersicht ist daher ein unabhängiges und objektives Rating für die Anlageentscheidung hilfreich. Erfüllen Zertifikate-Ratings diesen Anspruch?

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 wurden diese Ratings verglichen. Die Untersuchung basiert auf den von EDG, IZA und Scope gelieferten Informationen bis einschließlich Dezember 2008. Analysiert wurden die Methodik des Ratings, die einzelnen Komponenten sowie die Anforderungen an Ratingunternehmen.

Quantitativer vs. qualitativer Ansatz

Die Zertifikate-Ratings von EDG, IZA und Scope zeichnen sich bei allen Unterschieden im Detail durch ein hohes Niveau aus. EDG, IZA und Scope stellen Informationen zur Produktqualität von Anlage- und Hebelprodukten in Form eines Gütesiegels auf der Basis von Sternen zur Verfügung. Die Skala reicht dabei von null bis fünf. 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. Das Zertifikate-Rating von IZA, welches nur Neuemissionen abdeckt, ist qualitativ ausgerichtet. Es verwendet subjektive Beurteilungsverfahren wie Expertenurteile, berücksichtigt jedoch zusätzlich die quantitativen Bewertungen von EDG. 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 in der Tabelle aufgeführt sind.

Handel, Bonität 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. Die jeweilige Gesamtbewertung ergibt sich gewichtet aus den einzelnen Bewertungen. Dabei gewichten EDG, IZA und Scope unterschiedlich. Bei EDG werden die Gewichtungen von einem unabhängigen Expertengremium bestimmt und be-

VERGLEICH UND BEWERTUNG DER RATINGKOMponentEN

Komponenten	EDG	IZA	Scope (Investment)
Produktisiko	abgebildet	EDG	abgebildet
Bonität	sehr gute Umsetzung	EDG	gute Umsetzung
Gebühren	nein	qualitativ	nein
Kosten	vollständig erfasst	EDG	nein
Liquidität	sehr gute Umsetzung	EDG	gute Umsetzung
Information Emittent	repräsentative Befragung	qualitativ	nein
Derivate Kodex	erfasst	erfasst	teilweise erfasst
Aktualisierung	mindestens vierzehntäglich	einmalig	täglich

Quelle: S. Müller

kanntgegeben. Die Gewichtungen des IZA- und Scope-Ratings sind hingegen nur in ihrer Tendenz bekannt.

Unterschiede im Detail

Die Bonität des Emittenten stellt eine wichtige Komponente des Ratings dar, da Zertifikate Inhaberschuldverschreibungen sind. Sie verbrieften den Rückzahlungsanspruch des Anlegers gegenüber dem Emittenten, der bei Insolvenz des Emittenten wertlos ist. EDG verwendet zwei Verfahren zur Bestimmung der Bonität. Das erste Verfahren basiert auf dem Kreditrisiko, gemessen durch Credit Default Swaps 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 und baut auf den Ratings von Standard & Poor's, Moody's und Fitch auf. Jede Bewertung trägt mit 50 Prozent zur Gesamtbewertung der Bonität bei. Scope nutzt die Ratings von Standard & Poor's, Moody's und Fitch und eigene Berechnungen, in die auch Credit Default Swaps einfließen.

Aus Anlegersicht sind Gebühren und Kosten eines Zertifikats äußerst bedeutsam. In der Regel ist die Preisstellung durch den Emittenten wegen der Komplexität für den Anleger nicht replizierbar. Hier ist die Beurteilung durch ein Rating hilfreich. Die Preisstellung durch den Emittenten wird durch EDG in der Komponente „Kosten“ eines Zertifikats berücksichtigt. Da IZA diese Information von

Zentraler Beitrag zur Transparenz

Die Zertifikate-Ratings von EDG und Scope sind wissenschaftlich fundiert. Ihnen liegen jedoch verschiedene wissenschaftliche Methoden zugrunde. EDG verwendet zwei Ansätze: Zum einen wird für jedes Zertifikat ein Benchmark-Preis bestimmt. Er ergibt sich durch eine vollständige Nachbewertung der Preisstellung. Zudem wird das Verlustrisiko des Zertifikats bestimmt durch Value at Risk, ein einfaches Konzept aus dem Bankenbereich. Die wissenschaftliche Fundierung des EDG-Ratings ist ausgezeichnet. Die Abbildung der Zertifikate gelingt vollständig. Die Grundlage des Ansatzes von Scope ist die Zerlegung der erwarteten Rendite eines Zertifikats bei Fälligkeit in eine positive Komponente, welche die Chancen erfasst, und eine negative Komponente, die die Risiken misst. Jedes Zertifikat wird hinsichtlich seines Chancen- und Risikopotentials bewertet. Das Scope-Rating verfügt damit über eine sehr gute wissenschaftliche Fundierung. Allerdings können im gewählten Modellansatz komplexe Zertifikate nicht vollständig abgebildet werden – daher werden Anpassungen vorgenommen. Sowohl EDG als auch Scope besitzen eine sehr gute Datenbasis, mit deren Hilfe sie ihren Rating-Ansatz sehr gut umsetzen.

Die Zertifikate-Ratings von EDG, IZA und Scope leisten einen zentralen Beitrag zur Transparenz und Vergleichbarkeit von Zertifikaten und bieten den Anlegern eine gute Grundlage für ihre Investitionsentscheidungen. 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 potentieller Kunden und Vertriebspartner wird erleichtert. Die Ratings von Zertifikaten liefern somit einen Mehrwert.

Prof. Dr. SIGRID MÜLLER ist Professorin für Betriebswirtschaftslehre und Direktorin des Instituts für Finanzierung an der Humboldt-Universität zu Berlin.