Die Kategorisierung strukturierter Produkte im deutschen und Schweizer Derivatemarkt

Bachelorarbeit

in

Corporate Finance

am

Institut für schweizerisches Bankwesen

der Universität Zürich

bei

Prof. Dr. R. Volkart

Verfasser: Alexander Christen

Abgabedatum: 18.07.2008

Executive Summary

Problemstellung

Die Umsätze von strukturierten Produkten im deutschen, wie auch im Schweizer Derivatemarkt haben in den letzten Jahren ein markantes Wachstum an den Tag gelegt. Mit der Zunahme der Handelsumsätze ist auch die Anzahl und Vielfalt der handelbaren Produkte stark angestiegen. So waren in der Schweiz gegen Ende April 2008 fast 25'000 strukturierte Produkte auf der Handelsplattform der Scoach Schweiz AG handelbar, während in Deutschland zum gleichen Zeitpunkt sogar 320'000 Produkte zum Handel zugelassen waren. Mittlerweile gibt es Produkte auf die unglaublichsten Basiswerte, wie auf Lebendrind, Orangensaft oder CO_2-Emissionsrechte, um nur einige Beispiele anzuführen.

Die hohe Anzahl und die grosse Auswahl an unterschiedlichsten derivativen Produkten führten rasch zu einer Unübersichtlichkeit in den Derivatemärkten, wenn es darum ging, ein geeignetes Produkt für die Investition auszuwählen. Unterschiedliche Bezeichnungen verschiedener Emittenten für jeweils denselben Produkttyp, waren bei der Auswahl des Finanzinstruments auch nicht gerade hilfreich. Um diesen Umständen entgegenzuwirken, werden strukturierte Produkte heute nach der Emission einem Klassifizierungssystem zugeordnet, das Produkte mit identischer Funktionsweise (ungeachtet der emittentenindividuellen Namensgebung) in derselben Produktkategorie aufführt. Diese Zuordnung unterstützt die Produkte-Organisation, Übersicht, Transparenz und ermöglicht teilweise sogar marktübergreifende Produktanalysen und -vergleiche.

Die Zuteilung eines strukturierten Produkts in ein Klassifizierungssystem mit anschliessender Detailklassifizierung ist grundsätzlich ein Schritt in die richtige Richtung, im Sinne eines transparenten und übersichtlichen Derivatemarktes. Allerdings haben sich in den verschiedenen Derivatemärkten unterschiedliche, voneinander unabhängige Klassifizierungssysteme entwickelt, welche innerhalb des eigenen Marktes zwar konsistent, allerdings mit anderen Märkten (z.B. im Rahmen einer Europäisierung der Derivatemärkte) nicht kompatibel sind, da andere Strukturen, Regularien oder Produkttypen vorherrschen.

So hat sich im Schweizer Derivatemarkt das Klassifizierungssystem des Schweizerischen Verbandes für Strukturierte Produkte (basierend auf dem Payoff-Ansatz) etabliert, während im deutschen Markt unterschiedliche Systeme zur Anwendung gelangen. Deutschland klassifiziert strukturierte Produkte entweder nach dem Klassifizierungssystem des Deutschen Derivate Verbandes (basierend auf dem Value-at-Risk-Ansatz) oder aber nach einem eigenen, oftmals börsenplatzspezifischen System.

Die Verwendung von unterschiedlichen Klassifizierungssystemen zwischen Deutschland und der Schweiz und innerhalb von Deutschland selbst, ist für die Übersicht und Transparenz nicht förderlich. Quervergleiche von strukturierten Produkten zwischen Deutschland und der Schweiz und innerhalb von Deutschland, sind für den Anleger wenn überhaupt nur sehr schwer und mit fundierten Produktkenntnissen durchführbar.

Die vorliegende Arbeit widmet sich dieser Problematik. Absicht ist es, unter Berücksichtigung einer Harmonisierung der Klassifizierungssysteme zwischen Deutschland und der Schweiz das idealtypische Klassifizierungssystem für die beiden Märkte zu finden, sofern ein solches existiert, dieses zu entwickeln und als Resultat dieser Arbeit im Detail darzulegen. Sollte kein solches Klassifizierungssystem exisiteren, wird die Arbeit detailliert begründen, weshalb dem so ist.

Vorgehen

In einem ersten Schritt wird der Leser an die Problematik der Klassifizierung von strukturierten Produkten herangeführt, indem Basiswissen erarbeitet wird. Es wird kurz auf die Entstehungsgeschichte der Derivate eingegangen sowie Eckdaten über die Derivatemärkte Deutschland und Schweiz vermittelt, um das Verständnis für die Beliebtheit und Produktevielfalt von derivativen Instrumenten zu bilden. Der Einführungsteil verweist auf ausgewählte Literatur, bei Interesse, resp. Vertiefung innerhalb eines Teilgebiets dieser Arbeit, ebenfalls wird auf aktuelle Marktstatistiken der Derivatebörsen zurückgegriffen.

In einem zweiten Schritt erfolgt eine Abgrenzung. Das bedeutet, dass nur auf eine Auswahl an verschiedenen Klassifizierungssystemen der beiden Märkte für die Analyse zurückgegriffen wird. Die Auswahl der Klassifizierungssysteme erfolgt nach einem jeweils identischen Muster, das erlaubt, zwischen marktrelevanten und

unwichtigen Klassifizierungssystemen zu unterscheiden. Bei den so erarbeiteten Klassifizierungssystemen wird auf die Entstehung, den theoretischen Hintergrund und die Funktionsweise eingegangen.

Im dritten Schritt werden die in Schritt zwei vorgestellten Klassifizierungssysteme auf deren Stärken und Schwächen untersucht. Dieser Abschnitt bildet die Basis für die Bestimmung des idealtypischen Klassifizierungssystems für beide Derivatemärkte. Für die Niederschrift dieses Teils werden auch die Ergebnisse ausgeteilter Fragebögen an ausgewählte Emittenten und Verbände aus dem deutschen und Schweizer Derivatemarkt herangezogen.

Aufgrund der in Schritt drei gewonnenen Erkenntnisse wird dann im letzten Schritt das für die beiden Märkte idealtypische Klassifizierungssystem bestimmt und dessen Funktionsweise erklärt. Am Ende der Arbeit wird das erarbeitete System schliesslich einer kritischen Prüfung unterzogen, bei welcher die Stärken und Schwächen diskutiert werden.

Theoretische Grundlagen

Auf dem Gebiet der Klassifizierung von strukturierten Produkten existiert keine Literatur im klassischen Sinn, d.h. es gibt keine Bücher im Sinne von Grundlagen, welche die Vorgehensweise bei der Klassifizierung, geschweige denn die Entstehung eines Klassifizierungssystems wissenschaftlich darlegen. Dennoch weisen zwei in dieser Arbeit vorgestellte Klassifizierungssysteme einen theoretischen Hintergrund auf, der in der Literatur zu finden ist: Die „Swiss Derivative Map“ basiert auf dem Payoff-Ansatz, der in zahlreichen Finanzbüchern beschrieben ist. Dasselbe gilt für den Value-at-Risk-Ansatz, der bei der Risikoklassifizierung des DDV Anwendung findet.

Beide Ansätze werden in dieser Arbeit ausführlich erklärt, um dem Leser das Basiswissen für die spätere Analyse der Klassifizierungssysteme zu vermitteln.

Resultate

Analysen und Vergleiche der untersuchten Klassifizierungssysteme haben ergeben, dass heute noch kein idealtypisches Klassifizierungssystem für die Derivatemärkte Deutschland und Schweiz existiert. Alle untersuchten Systeme weisen zwar individuelle Stärken auf, besitzen aber auch erhebliche Schwächen und sind zu marktspezifisch, so dass sie für ein mögliches idealtypisches Klassifizierungssystem nicht in Frage kommen.

So vermittelt z.B. die „Swiss Derivative Map 2008“ des SVSP durch ihre Auszahlungsprofile dem Anleger die speziellen Eigenschaften und Funktionen eines strukturierten Produktes, da sie aber Produkte nach den Auszahlungsprofilen zu Laufzeitende einordnet, verhindert sie eine dynamische Klassifizierung und somit Vergleiche und Entscheide für den Anleger auf Basis aktueller Daten. Zusätzlich ist es für weniger erfahrene Anleger unmöglich, anhand von Auszahlungsprofilen eine korrekte Risikoeinschätzung für ein entsprechendes Produkt vorzunehmen.

Im Gegensatz zur „Swiss Derivative Map 2008“ erlaubt die dynamische Risikoklassifizierung anhand des Value-at-Risk (VaR) eines Produktes dem Anleger eine korrekte Risikoeinschätzung für ein entsprechendes Produkt auf Basis aktueller Daten vorzunehmen. Dafür weist die Risikoklassifizierung aber aufgrund des Fehlens von Informationen bezüglich den Eigenschaften und der Funktionsweise eines Produktes eine erhebliche Schwäche auf.

Ein Klassifizierungssystem, dass dem Anleger Informationen bezüglich den Eigenschaften und Funktionen eines Produktes vermittelt und gleichzeitig eine korrekte Risikoeinschätzung auf Basis aktueller Daten ermöglicht, existiert weder im deutschen noch im Schweizer Derivatemarkt.

Das Resultat der vorliegenden Arbeit ist ein mögliches idealtypisches Klassifizierungssystem für den deutschen und Schweizer Derivatemarkt, das nebst den Kriterien der Übersichtlichkeit, Verständlichkeit, Objektivität, Aussagekraft und Klassifizierungskonsistenz auch die Anforderungen an die oben beschriebene Problematik erfüllt.