

*Sonderdruck aus*

Gero Hoch / Hilde Schröteler-von Brandt /  
Volker Stein / Angela Schwarz (Hg.)

## **Vielfalt als Chance**

Mit 53 Abbildungen

**V&R unipress**

ISSN 0938-7161

ISBN 978-3-8471-0688-3

ISBN 978-3-8470-0688-6 (E-Book)

ISBN 978-3-7370-0688-0 (V&R eLibrary)



---

## Inhalt

Gero Hoch, Hilde Schröteler-von Brandt, Angela Schwarz & Volker Stein Vielfalt als Chance. Zur Einleitung in das Heft . . . . .	9
Jürgen Strothmann Identität als Frage von Recht und Kultur. Das Römische Reich als »Vielvölkerstaat« . . . . .	15
Petra Lohmann Einheit und Vielheit. Miscellen zur Chiffre des Turms bei Michel de Montaigne und seinem Einfluss auf Thomas Bernhard . . . . .	31
Marijana Erstić Vielfalt in einem deutschsprachigen »Dalmatien«-Narrativ. Der Roman <i>Olivas Garten</i> (2013) von Alida Bremer . . . . .	45
Sandra Nuy Film als politisches Probehandeln? Über den israelischen Spielfilm <i>Ajami</i> (2009) . . . . .	53
Tobias Scheidt »Man kommt in eine andere Welt« – Historische Grenzen und regionales Wissen in »Südwestfalen« . . . . .	61
Thomas Meyer Spiel ohne Grenzen – Liebesglück im Internet . . . . .	77
Arnd Wiedemann & Julian Quast Vielfalt in der Geldanlage – Chancen und Risiken für Investoren am deutschen Zertifikatemarkt . . . . .	93

Gustav Bergmann & Jonas Keppeler Vielfalt und kritische Reflexion – Über die Bedeutung einer Pluralen Ökonomik . . . . .	105
Carsten Hefeker Vielfalt in der Ökonomie . . . . .	123
Anke Schüll & Natalia Maslan Big Data – Datenberg voller Chancen . . . . .	135
Robert Brandt Die Vielfalt von Werkstoffkombinationen für den Fahrzeugleichtbau: Die Chance für die Mobilität der Zukunft . . . . .	147
Wolf-Dietrich Bukow Urbanität, Diversität und Mobilität. Neue Herausforderungen für eine nachhaltige und inklusive Stadtentwicklung . . . . .	163
Jürgen Steinbrecher Vielfalt im Mobilitätsverhalten – neue Trends bei jungen Menschen . . .	187
Stefanie Marr Kluge Frauen. Schöne Männer. Nur Mut! . . . . .	199
Juliane Gerland & Sisko Zielbauer Inklusionsforschung im Kunstlabor   Kunstforschung im Inklusionslabor	219
Katharina Miketta & Gabriele Weiß Die unbestimmte Vielfalt der Vielfalt. Erziehungswissenschaftliche Perspektiven auf Diversity-Management an der Hochschule . . . . .	229
Patrick Bredebach, Carolin Flender, Markus Kötter & Matthias Trautmann Vielfalt der Siegener Studierenden – am Beispiel des Workloads im Lehramtsbachelor . . . . .	247
Veronika Batzdorfer & Harry Kullmann Neue Vielfalt im Klassenzimmer – Multiprofessionelle Kooperation als Herausforderung inklusiver Schulen . . . . .	263

---

Iris Baumgardt	
Vielfalt im Klassenzimmer – Chancen und Herausforderungen auf dem Weg zur inklusiven Grundschule . . . . .	281
Anna-Maria Hintz, Michael Paal & Pascal Kleeberg	
Heterogenität als Chance und Herausforderung – Schulische Inklusion aus Sicht von Grundschul- und Förderlehrkräften . . . . .	289
Birgit Papke	
Vielfalt in Kindertageseinrichtungen – Tatsache, Chance und Bedingung frühkindlicher Bildungsprozesse . . . . .	307
Johannes Schädler & Martin F. Reichstein	
Irgendwann ist Schluss!? – Nebeneffekte der professionellen Unterstützung von Menschen mit herausforderndem Verhalten . . . . .	319
Michael Müller	
Warum es wichtig ist, wie wir Vielfalt bewerten. Individuelle Ursachen von gesellschaftlichen Ausgrenzungsprozessen . . . . .	333
Wolfgang Bergem	
Die Flüchtlingskrise als Identitätskrise. Multiple Identitäten als Voraussetzung und Merkmal erfolgreicher Integration von Migrantinnen und Migranten . . . . .	351
Rainer Geißler	
Ein Effekt der Flüchtlingskrise: Deutschland ist angekommen – von einem Gastarbeiterland über ein Zuwanderungsland wider Willen zu einem modernen Einwanderungsland . . . . .	361
Claus Grupen	
Vielfalt als Chance . . . . .	387



## **Vielfalt in der Geldanlage – Chancen und Risiken für Investoren am deutschen Zertifikatemarkt**

Vielfalt ist eine gute Sache, entspricht sie doch dem Streben eines jeden Individuums nach uneingeschränkter Individualität (vgl. Snyder/Fromkin 2012, S. 3). Dies gilt auch für die individuelle Geldanlage. Gerade in der aktuellen Zeit, in der Anleihen der Bundesrepublik Deutschland nur negative Renditen erwirtschaften, trägt eine erhöhte Produktvielfalt dazu bei, für jedes Anlagebedürfnis eine individuelle Lösung zu finden. Hier eröffnen Zertifikate Anlegern ein breites Spektrum an Alternativen. Insbesondere Investoren mit höherer Risikobereitschaft bieten sich Möglichkeiten, um auf die gesunkenen Ertragschancen zu reagieren (vgl. Rajan 2005a, S. 317). Vielfalt ist also grundsätzlich positiv zu bewerten. Kann Vielfalt aber auch negativ sein?

Dieser Beitrag analysiert die Chancen und Risiken des deutschen Zertifikatemarkts. Die Deutsche Bundesbank (2016) beschreibt Zertifikate als Wertpapiere, die einem Investor die Teilnahme an der Kursentwicklung eines Basiswerts verbriefen. Der Basiswert (beispielsweise eine Aktie, eine Währung, ein Zins, ein Rohstoff) dient als Berechnungsgrundlage für die Erfüllung und Bewertung des Zertifikats. Der Investor erwirbt also nicht den Basiswert selbst, sondern er schließt mit dem Emittenten (dem Verkäufer) einen Vertrag, je nach Konstruktion in bestimmter Form an der Wertentwicklung des Basiswerts teilzuhaben. Beispielsweise kann ein Anleger mit einem Zertifikat an der Kursentwicklung der BASF-Aktie partizipieren, ohne die Aktie selbst kaufen oder besitzen zu müssen. Zertifikate gehören damit zur Gruppe der Derivate, das heißt es sind Wertpapiere, deren Preise von den Preisen anderer Wertpapiere (den Basiswerten) abhängen. Sie können in ihrer Laufzeit begrenzt oder unbegrenzt sein (vgl. Deutsche Bundesbank 2016).

---

\* Univ.-Prof. Dr. Arnd Wiedemann, Universität Siegen, Fakultät III (Wirtschaftswissenschaften – Wirtschaftsinformatik – Wirtschaftsrecht), Lehrstuhl für Finanz- und Bankmanagement. Julian Quast, M.Sc., Universität Siegen, Fakultät III (Wirtschaftswissenschaften – Wirtschaftsinformatik – Wirtschaftsrecht), Lehrstuhl für Finanz- und Bankmanagement.

Zertifikate bedienen durch ihre vielfältigen Ausgestaltungsformen die Bedürfnisse unterschiedlichster Anlegertypen. Zum einen ermöglicht ihre individuelle Ausgestaltung Investoren, ein gewünschtes Rendite/Risiko-Profil zu generieren. Die Aussicht auf eine höhere Rendite ist allerdings stets auch mit einem höheren Risiko verbunden (vgl. Rajan 2005b). Zum anderen können mit Zertifikaten aber auch Risiken abgesichert werden (Hedging). Historisch betrachtet ist der Wunsch nach Risikoabsicherung auch der Auslöser für die Erfindung und den Einsatz von Zertifikaten gewesen.

## 1. Historische Meilensteine des Zertifikatehandels

Die ersten derivativen Kontrakte fanden bereits um 1700 v. Chr. in Mesopotamien Anwendung. Schon diese Kontrakte ähnelten den heute am Kapitalmarkt gehandelten Zertifikaten. Da die Wirtschaft zu jener Zeit stark landwirtschaftlich geprägt war, umfassten die gehandelten Derivate zum größten Teil Waren- und Rohstofftermingeschäfte, mit deren Hilfe Bauern schon vor der Ernte Verkaufspreise für ihre Erzeugnisse sichern konnten (vgl. Oldani 2008, S. 2–3).

Eine erste rechtliche Behandlung von Derivaten findet sich in den »Gesetzen von Hammurabi«. Diese sind eine Sammlung babylonischer Rechtssprüche aus dem 18. Jahrhundert v. Chr. In Paragraph 48 steht beispielsweise: »Wenn auf einem Mann eine Schuld lastet und ein Sturmwetter sein Feld überschwemmt und den Ernteertrag fortführt, oder aus Wassermangel kein Getreide auf dem Felde wächst, dann zahlt er in diesem Jahre dem Gläubiger kein Getreide, seine Schuld erlischt; auch zahlt er für dieses Jahr keine Zinsen« (vgl. Yale Law School 2008). Hierbei handelt es sich um eine frühe Form eines Wetterderivats. Sollte es aufgrund der genannten Wetterereignisse zu einem Ernteausfall kommen, muss der Schuldner seiner Zahlungspflicht nicht nachkommen. In den genannten Fällen kann er von dem gesetzlich verankerten Recht Gebrauch machen und muss nicht zahlen. Umgekehrt verfällt das Recht, wenn die Felder genug Ernte tragen. Im Gesetz ist also eine Option verankert, dem Bauern steht ein einseitiges Recht zu (vgl. Whaley 2006, S. 11). Derivate sind somit keine Erfindung der jüngeren Vergangenheit. Zu Beginn wurden sie vorwiegend zur Absicherung gegen Rohstoffpreisrisiken eingesetzt (vgl. Kummer 2012, S. 3 ff.).

Auch der erste große Finanzkollaps der Geschichte steht in Zusammenhang mit dem Einsatz von Derivaten. Ausgelöst durch den exzessiven Handel mit Tulpenzwiebeln kollabierte 1636/37 der Amsterdamer Finanzmarkt. Tulpen erfreuten sich einer hohen Beliebtheit in der Bevölkerung. Die Nachfrage stieg rasant an, wodurch die Preise für Tulpenzwiebeln stark anstiegen. Dies wollten auch Spekulanten nutzen. In Erwartung weiter steigender Preise kauften sie ebenfalls Tulpenzwiebeln, um diese später gewinnbringend weiterzuverkaufen.



Es wurden sogar Optionen auf zukünftige Lieferungen gehandelt. Diese verbrieften das Recht auf den zukünftigen Kauf von Tulpenzwiebeln zu einem vorab festgelegten Preis. Die Preise stiegen bis ins Frühjahr 1637. Dann setzte ein dramatischer Preissturz ein und die Optionen fielen um bis zu 95 % im Preis (vgl. Pierenkemper 2011, S. 145 ff.), weil der aktuelle Marktpreis für Tulpenzwiebeln unter dem in den Optionen festgelegten Kaufpreis lag und das verbrieftete Recht damit quasi wertlos war.

## **2. Die Entwicklung des Zertifikatemarkts – der rasante Aufstieg einer Anlageklasse bis zur Finanzkrise**

Wichtige Meilensteine in der Entwicklung des heutigen Zertifikatemarkts in Deutschland waren die Emission des ersten Indexzertifikats im Jahre 1990 sowie die Emission des ersten Discount-Zertifikats im Jahre 1995. Seine bedeutendste Wachstumsphase erlebte der Zertifikatemarkt zu Beginn der 2000er Jahre. Rückläufige Aktienkurse sowie der Zusammenbruch des neuen Marktes führten dazu, dass vermehrt alternative Anlagemöglichkeiten gefragt waren. Insbesondere das Bedürfnis nach Sicherheit stand bei Investoren im Vordergrund (vgl. Weyand 2010, S. 67). Diesen Wunsch nach Sicherheit bedienten strukturierte Zertifikate. Sie ermöglichten es Investoren, auch in einem Umfeld stagnierender oder fallender Aktienkurse ansprechende Renditen zu erwirtschaften (vgl. Vambrie 2010, S. 103), und boten gleichzeitig attraktivere Renditechancen als festverzinsliche Anlagen (vgl. Brechmann et al. 2008, S. 13).

Wie kann das gehen – ist doch gerade der Kapitalmarkt dafür bekannt, dass man nichts geschenkt bekommt, das heißt eine höhere Rendite stets mit höheren Risiken verbunden ist? Des Rätsels Lösung liegt in der Strukturierung der Zertifikate. Vergleichbar mit einer Pizza können Zertifikate aus den unterschiedlichsten Bestandteilen von Finanzprodukten zusammengesetzt werden. Benötigt wird eine Grundkonstruktion (der Pizzateig), bevor der Financial Engineer (d. h. die das Produkt verkaufende Bank, der Koch) loslegen und das vom Kunden gewünschte Rendite/Risiko-Profil (d. h. den Belag, Schinken, Salami, Thunfisch, Zwiebeln usw.) zusammenstellen kann. Und genauso, wie der Gast zuerst eine Speisekarte gereicht bekommt, um sich die gewünschte Pizza auszusuchen, und der Koch dann weiß, was er zubereiten soll, muss auch jeder Investor im Vorfeld seine Risikopräferenzen kennen, um das geeignete Produkt auswählen zu können, denn jedes Zertifikat weist ein ganz spezifisches Risiko/Chancen-Profil auf.

Bei der Wahl einer Pizza ist die Sache vergleichsweise einfach. Wer eine scharfe Pizza mag, bestellt vielleicht eine Pizza Peperoni oder extra Chilischoten.

Und wer keine Zwiebeln mag, der sollte keine Pizza mit Zwiebeln bestellen. Doch kennt ein Investor genau die mit einem individuellen Zertifikat einhergehenden Risiken? Ist das Rendite/Risiko-Profil für ihn klar verständlich? Fakt ist, dass im Zuge der letzten Finanzmarktkrise Zertifikate gerade deshalb in die Kritik und in den Fokus der Öffentlichkeit gerieten, weil Investoren falsche Vorstellungen von den mit der Anlage verbundenen Risiken hatten (vgl. Baule/Wiedemann 2012, S. 1).

Insbesondere die Insolvenz der Investmentbank Lehman Brothers führte zu massiven Verwerfungen in der Finanzbranche. Die von Lehman begebenen Zertifikate hatten gerade risikoscheue Anleger angesprochen, da sie eine attraktive Rendite bei garantierter Rückzahlung des Kapitalbetrages am Laufzeitende boten. Was den meisten Anlegern allerdings beim Kauf nicht bewusst war: dass sie das Geschäft nicht mit dem Unternehmen abgeschlossen hatten, das im Zertifikat als Basiswert zugrunde lag, sondern mit dem Emittenten. Der Ausfall des Emittenten (hier: Lehman Brothers) führte dazu, dass die ausgegebenen Zertifikate wertlos wurden, weil dieser durch die Insolvenz nicht mehr in der Lage war, seinen Zahlungsverpflichtungen nachzukommen (vgl. Mildner/Fuchs 2010, S. 41).

Die teils sachlich berechnete, aber mitunter auch unsachliche Kritik an Zertifikaten führte zu einem großen Imageschaden, der sich in einem rapide sinkenden Marktvolumen widerspiegelte. Hauptkritikpunkt war meist die fehlende Markt- und Produkttransparenz und die mangelnde Verständlichkeit von Zertifikaten (vgl. Knüppel 2010, S. 53ff.). Dies führte zu einem verstärkten Vermögensabzug. Von 142 Mrd. Euro im Oktober 2007 halbierte sich das Marktvolumen fast auf 78,2 Mrd. Euro im Februar 2009. Die sinkende Nachfrage führte allerdings nicht dazu, dass sich auch die Anzahl der angebotenen Zertifikate verringerte. Im Gegenteil, die Anzahl der angebotenen Produkte stieg im gleichen Zeitraum um fast 50 % von 260.711 Stück auf 380.903 (Abb. 1).

Exemplarisch für die fehlende Produkttransparenz sei ein Bonuszertifikat dargestellt, das von Lehman Brothers im Jahr 2007 ausgegeben wurde. Das Zertifikat bezog sich als Basiswert auf den Euro Stoxx 50, einen Aktienindex, der 50 der führenden europäischen Unternehmen umfasst. Ein Bonuszertifikat ist ein Derivat, das Investoren einen Sicherheitspuffer in Form einer Bonuschwelle bietet. Steigt der Kurs des Euro Stoxx 50 oder geht der Kurs nur moderat zurück, liegt der Kurs des Basiswerts während der gesamten Laufzeit also stets oberhalb der festgelegten Schwelle, so erhält der Käufer des Bonuszertifikats am Laufzeitende mindestens das vorher festgelegte Bonusniveau. Wird die Bonuschwelle während der Laufzeit jedoch einmal unterschritten, verfällt die Chance auf den Bonusbetrag (vgl. Wiedemann et al. 2006, S. 33). Bonuszertifikate sind daher insbesondere in Marktphasen mit geringer Volatilität interessant, denn

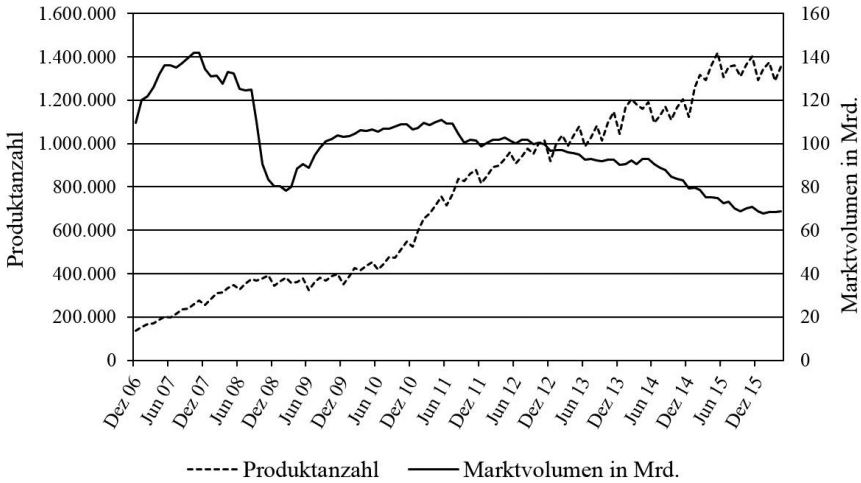


Abb. 1: Entwicklung der Produktanzahl und Volumina im Zertifikatemarkt

dann kann mit ihnen eine höhere Rendite als mit einer Direktinvestition in den entsprechenden Basiswert erzielt werden.

Das von Lehmann begebene Bonuszertifikat wurde in einem 97 Seiten langen Basisprospekt beschrieben (vgl. Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht 2007). In diesem Prospekt wurden zunächst grundlegende Begriffe definiert, dann Risikohinweise gegeben und zuletzt die Anleihebedingungen erläutert, unter anderem die Rückzahlungsbeträge und -bedingungen (vgl. Märker/Hillesheim 2009, S. 66). Schon der schiere Seitenumfang macht die Komplexität deutlich, die mit dem Handel von Zertifikaten einhergeht. Für Privatanleger ist es daher schon eine besondere Herausforderung, die Funktionsweise eines Zertifikats vollumfänglich zu verstehen: Von welchen Marktfaktoren hängt der Wert des Produkts ab? Wie genau verändert er sich bei Veränderungen eben dieser?

### 3. Vielfalt am Zertifikatemarkt

Die Vielfalt am Zertifikatemarkt kann aus unterschiedlichen Blickwinkeln betrachtet werden. Drei Perspektiven sind offenkundig (Abb. 2): Wer sind die Verkäufer der Zertifikate (Emittenten), wer sind die Käufer von Zertifikaten (Investoren) und was für Geschäfte werden gehandelt (Produkte)? Seit den 1990er Jahren bis 2007 verzeichnete der Zertifikatemarkt ein rasantes Wachstum. Umfasste der Markt zu Beginn der 1990er Jahre lediglich ein Volumen von einigen hundert Millionen Euro, wuchs er bis 2007 auf über 140 Mrd. Euro (vgl.

Krüger 2010, S. 126 und Abb. 1). Dieser Anstieg war unter anderem möglich durch den einfachen Zugang für private Investoren zu diesen Produkten. So ist die Anzahl der Investoren an der Privatanlegerbörse in Stuttgart von 1995 bis 2009 um 100 % angestiegen (vgl. Weyand et al. 2010, S. 247). Aber auch institutionelle Anleger nutzten vermehrt das umfangreiche Produktangebot.

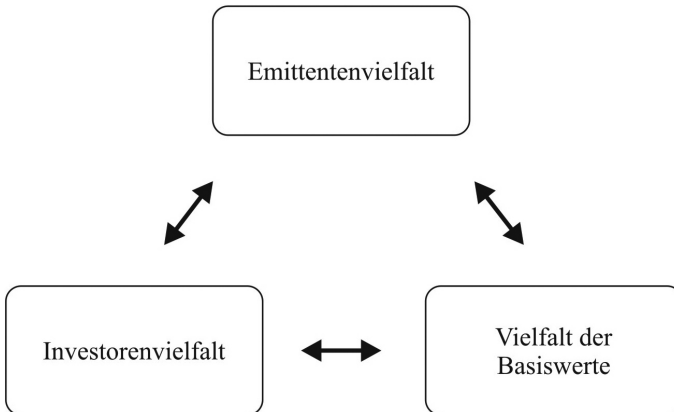


Abb. 2: Ausprägungsformen der Vielfalt am Zertifikatemarkt

Die gestiegene Nachfrage nach strukturierten Finanzprodukten führte auch zu einer erhöhten Vielfalt unter den Emittenten. Verfügten im März 2007 die vier größten Emittenten von Zertifikaten noch über einen Anteil von 67 % am Gesamtmarkt, liegt ihr Anteil mittlerweile nur noch bei knapp über 50 %. Der Zertifikatemarkt bewegt sich von einem Markt mit einigen wenigen Anbietern und hohen Marktanteilen hin zu einem Markt mit einer Vielzahl von Anbietern und geringeren Marktanteilen (vgl. Derivate Forum 2007; Deutscher Derivate Verband 2016a).

#### 4. Produktvielfalt am Beispiel der Bayer AG

Die immense Vielfalt am Zertifikatemarkt sei exemplarisch am Beispiel von Produkten auf den Basiswert der Aktie der Bayer AG veranschaulicht. Am 01. Juli 2016 gab es 11.522 Zertifikate, die sich auf die Bayer AG als Basiswert beziehen. Sofern sich ein Investor also grundsätzlich für den Basiswert Bayer AG entschieden hat, kann er je nach seiner Risikoneigung unter 11.522 Angeboten das für ihn passende auswählen. Folgt man der Produktklassifizierung des Deutschen Derivate Verbands (2016c), muss sich ein Investor zuerst für eine »Hauptart« und anschließend eine Untergruppierung entscheiden. Der Deutsche Derivate Verband unterscheidet je nach Risiko/Chancen-Profil zwischen

Anlage- und Hebelprodukten. Wie der Name »Hebelprodukt« schon zum Ausdruck bringt, sind diese deutlich risikoreicher als Anlageprodukte, bieten aber umgekehrt auch die Möglichkeit auf höhere Renditen bei geringeren Kapitaleinsätzen. Als nächstes muss sich ein Investor entscheiden, ob er für den ausgewählten Basiswert, hier die Bayer AG, Wertzuwächse oder Wertverluste erwartet. Anschließend gilt es noch die präferierte Laufzeit des Zertifikats und, wenn es sich um ein Zertifikat mit Optionen handelt, den Basispreis (auch Strike-Preis genannt) festzulegen (vgl. Wiedemann 2013a, S. 161 ff.). Letzterer gibt die Wertgrenze an, die je nach erwarteter Wertentwicklung über- oder unterschritten werden muss, damit das Zertifikat in die Gewinnzone kommt.

Das umfangreiche Produktangebot wird zudem noch um die Möglichkeit erweitert, sich ein Zertifikat selber zu strukturieren. Dies ermöglicht es einem Investor, sich ein Produkt zu bauen, das genau seinem individuellen Rendite/Risiko-Profil und seinem individuellen Anlagehorizont entspricht. Hat der Anleger sich das gewünschte Rendite/Risiko-Profil zusammengestellt, erhält er vom Emittenten für »sein« Zertifikat einen Preis sowie die maximale Rendite und den verfügbaren Risikopuffer genannt (vgl. Langer 2010, S. 117). Diese Möglichkeit bietet den maximalen Gestaltungsfreiraum und eröffnet ein unbeschränktes Produktuniversum. Gleichzeitig stellt sich aber die Frage, ob diese Produktvielfalt auch kontraproduktiv sein kann.

## 5. Die Grenzen der Vielfalt am Zertifikatemarkt

Wie aufgezeigt, bietet der Zertifikatemarkt maßgeschneiderte Lösungen für Investoren, die ihr Rendite/Risiko-Profil genau kennen und über das entsprechende Produktverständnis verfügen. Die Zertifikatevielfalt stößt dann an ihre Grenzen, wenn Letzteres bei den Kunden nicht gegeben ist. Dann ist weniger vielleicht mehr. Es stellt sich auch grundsätzlich die Frage, ob die Aufklärung über potenzielle Risiken alleine Aufgabe der Emittenten (d. h. der Produktanbieter) ist oder ob nicht auch potenzielle Anleger in der Pflicht sind, sich das entsprechende Fachwissen anzueignen. Soll ausschließlich über verstärkte Governance-Vorgaben für die Emittenten sichergestellt werden, dass Investoren umfangreiche Informationen über das Produkt erhalten, oder müssten nicht auch Investoren aus eigener Motivation heraus interessiert sein, die Funktionsweise des Zertifikats, das sie kaufen möchten, zu verstehen?

In Folge der Finanzkrise wurden die Emittenten gesetzlich dazu verpflichtet, Produktinformationsblätter zu veröffentlichen, die die Kunden über die wesentlichen Daten, Risiken und Kosten des jeweiligen Produktes aufklären (vgl. Baule et al. 2015, S. 334). Diese Maßnahme sollte dazu dienen, der hohen Komplexität und Intransparenz von Zertifikaten entgegenzuwirken. Des Wei-

teren verpflichtete sich der 2008 gegründete Deutsche Derivate Verband (DDV), in dem sich die 18 führenden Emittenten derivativer Wertpapiere zusammengeschlossen haben, zu mehr Transparenz und weniger Komplexität. Wörtlich schreibt der Verband: »Wesentliche Aufgabe des Verbandes ist es, Marktstandards zu setzen und Projekte wie den Derivate Kodex, das Zertifikate-Rating und die Beraterschulung voranzutreiben, die den Schutz der Anleger gewährleisten und die die Transparenz und Verständlichkeit der Zertifikate verbessern. Das sind die Grundpfeiler der Selbstregulierung der Branche, und hier ziehen Politik und Banken an einem Strang« (Deutscher Derivate Verband 2008, S. 1). Zudem soll die Wirkungsweise von Zertifikaten mitsamt ihren Vor- und Nachteilen erläutert werden, um das verlorengegangene Vertrauen der Kunden in Zertifikate durch erhöhte Transparenz wieder zurückzugewinnen (vgl. Deutscher Derivate Verband 2008, S. 1).

Dieser Anspruch spiegelt sich in der Umsetzung eines Fairness-Kodex wider. Hier verpflichten sich die Mitglieder des DDV zu einer fairen Gestaltung ihrer Produkte. Die Anleger sollen über die Chancen und Risiken der jeweiligen Zertifikate informiert werden. Zu mehr Transparenz soll zudem die Einführung der Risikokennzahl »Value at Risk« führen, die den Anlegern eine unabhängige Risikoeinstufung des Produkts ermöglichen soll (vgl. Deutscher Derivate Verband 2013, S. 9).

Der Value at Risk beschreibt den geschätzten, maximalen Wertverlust des Zertifikats, der mit einer bestimmten Wahrscheinlichkeit bei einer vorgegebenen Haltedauer unter üblichen Marktbedingungen nicht überschritten wird (vgl. Jorion 2007, S. 17; Wiedemann 2013b, S. 7ff.). Die Angaben des Derivateverbands beziehen sich auf eine Haltedauer von 10 Tagen und eine Wahrscheinlichkeit von 99 %. Der errechnete Value at Risk wird anschließend in verschiedene Risikoklassen eingeteilt, die wieder unterschiedlichen Anlegerprofilen zugeordnet werden können (Tab. 1) (vgl. Deutscher Derivate Verband 2016b).

Risikoklasse	Value at Risk ( in %)	Anlegerprofil
1	$0 < \text{VaR} \leq 2,5$	sicherheitsorientiert
2	$2,5 < \text{VaR} \leq 7,5$	begrenzt risikobereit
3	$7,5 < \text{VaR} \leq 12,5$	risikobereit
4	$12,5 < \text{VaR} \leq 17,5$	vermehrt risikobereit
5	$17,5 < \text{VaR} \leq 100$	spekulativ

Tab. 1: Zuordnung der Value at Risk-Werte zu Risikoklassen und Anlegerprofilen

Ein Value at Risk von 5 % bedeutet beispielsweise, dass bei einer Anlage von 10.000 Euro der Wertverlust des erworbenen Zertifikats unter üblichen Marktbedingungen innerhalb der nächsten 10 Tage mit einer Wahrscheinlichkeit von 99 % 500 Euro nicht überschreitet. Ein potenzieller Investor erhält so einen einfachen Überblick, ob das entsprechende Produkt seinem Risikoprofil entspricht. Die Value at Risk-Kennzahl ermöglicht auch Investoren ohne explizites Fachwissen eine Risikoeinschätzung ihres Investments.

Allerdings ist die Nutzung der Value at Risk-Kennzahl als Entscheidungsgrundlage zur Investitionsbeurteilung ebenfalls mit Risiken verbunden. Zum einen besteht generell die Gefahr, dass ein Investor die Kennzahl falsch interpretiert und glaubt, dass sein Verlust innerhalb der nächsten 10 Tage 500 Euro nicht überschreiten kann. Dies ist natürlich falsch, denn die Kennzahl beinhaltet bei einer Aussagewahrscheinlichkeit von 99 % immer auch ein Restrisiko von 1 %, dass der Verlust doch größer als 500 Euro ausfällt. Ferner beinhaltet jede Risikokennzahl auch ein Modellrisiko (vgl. Stein/Wiedemann 2016a; 2016b). Dieses bezeichnet den potenziellen Verlust, der als Folge einer Investitionsentscheidung entsteht, die sich auf das Ergebnis eines Modells (hier des Value at Risk) stützt, das Fehler bei der Konzeption, Ausführung oder Nutzung aufweist (vgl. CRD IV 2013, S. L 176/351). In diesem Kontext zielt das Modellrisiko darauf ab, dass der Value at Risk falsche Ergebnisse liefert und auf dieser Basis falsche Entscheidungen getroffen werden.

Konträr zum Ansatz der hohen Produktvielfalt für sämtliche Anleger steht die Forderung, dass Privatanleger grundsätzlich keinen Zugang zum Zertifikatemarkt haben sollten (vgl. van Randenborgh 2010). Diese basiert auf der These, dass private Anleger die Risiken von Zertifikaten nicht adäquat beurteilen können und aufgrund von Informationsasymmetrien gegenüber den Emittenten per se benachteiligt sind. Das Problem der Informationsasymmetrie besteht aber generell und ist keine spezifische Erscheinung des Zertifikatemarkts. Auch wird gefordert, dass Zertifikate lediglich zum Zwecke der Absicherung erlaubt sein sollen und nicht zur Spekulation (vgl. van Randenborgh 2010, S. 76 ff.). Dies verkennet allerdings, dass ein Zertifikat stets beide Seiten beinhaltet und es sehr schwierig sein dürfte, in jedem Einzelfall festzustellen, ob ein Absicherungszweck vorliegt.

## 6. Fazit

Der Zertifikatemarkt hat sich in den frühen 2000er Jahren rasant entwickelt. Sowohl das Marktvolumen als auch die Produktanzahl sind enorm angestiegen. Die Wachstumsraten erhielten im Zuge der Finanzkrise einen ersten Dämpfer. Seitdem ist der Handel mit Zertifikaten rückläufig, das Produktangebot nimmt

aber dennoch immer weiter zu. Dies steigert insbesondere die Produktvielfalt, so dass heutzutage fast beliebige Risiko/Chancen-Profile bedient werden können. Diese Vielfalt und das ausdifferenzierte Angebot an Zertifikaten sind grundsätzlich positiv zu beurteilen. Die oftmals geübte Kritik an der Unübersichtlichkeit und Intransparenz der verschiedenen Produkte konnte in Teilen durch regulatorische Maßnahmen und Standardisierungsprozesse der Emittenten vermindert werden. Die Chancen und Risiken der Vielfalt am Zertifikatenmarkt fasst Tab. 2 zusammen.

Chancen der Zertifikatevielfalt	Risiken der Zertifikatevielfalt
Ursprüngliche Intention: Absicherung, aber auch Spekulation möglich	Geringe Produkttransparenz aufgrund mangelnder Standardisierung
Breite Auswahl und individuelle Produkte	Unübersichtlichkeit
Anpassungsfähigkeit an die jeweilige Marktsituation	Vorwissen erforderlich
Anlagealternativen im Niedrig- und Negativzinsumfeld	Keine Einlagensicherung und damit verbunden keine Absicherung des Risikos eines Emittentenausfalls

Tab. 2: Chancen und Risiken der Zertifikatevielfalt

Im Ergebnis bleibt festzuhalten, dass Zertifikate den Markt für Geldanlagen bereichern, aber nur Investitionsmöglichkeiten für Anleger mit entsprechendem Vorwissen darstellen. Nur wenn der Investor in der Lage ist, die mit dem jeweiligen Zertifikat verbundenen Risiken adäquat einzuschätzen, kann er auch die damit verbundenen Chancenpotenziale nutzen.

## Literatur

- Baule, Rainer/Blonski, Philip/Demmer, Thomas/Wiedemann, Arnd (2015): Persuasion of individual investors by scenarios. *Schmalenbach Business Review* 67, S. 333–348.
- Baule, Rainer/Wiedemann, Arnd (2012): Die Regulierung der Emission strukturierter Finanzprodukte für Retail-Anleger. Hagen – Siegen.
- Brechmann, Arnd/Röder, Jürgen/Schneider, Stefan/Winkler, Dirk (2008): Erfolgsweg Zertifikate. Stuttgart.
- Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (2007): Basisprospekt Bonuszertifikat Lehman Brothers. [http://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/DE/Liste/Lehman/Lehman\\_Treasury/Basisprospekt\\_28082007/dl\\_Final\\_terms\\_vom\\_31102007\\_A0S116.pdf;jsessionid=1A61CEBEFD22FF8DFBD2C0C78F880775.1\\_cid381?\\_\\_blob=publicationFile&v=1](http://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/DE/Liste/Lehman/Lehman_Treasury/Basisprospekt_28082007/dl_Final_terms_vom_31102007_A0S116.pdf;jsessionid=1A61CEBEFD22FF8DFBD2C0C78F880775.1_cid381?__blob=publicationFile&v=1) (zuletzt abgerufen am 13.07.2016).
- CRD IV (2013): Richtlinie 2013/36/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 26. Juni 2013 über den Zugang zur Tätigkeit von Kreditinstituten und die Beaufsichtigung von Kreditinstituten und Wertpapierfirmen, zur Änderung der Richtlinie 2002/87/EG und zur Aufhebung der Richtlinien 2006/48/EG und 2006/49/EG. 27.06.2013.



- <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/PDF/?uri=CELEX:32013L0036&from=DE> (zuletzt abgerufen am 13.07.2016).
- Derivate Forum (2007): Derivatestatistik erweitert: Marktanteile der Emittenten erstmals separat ausgewiesen. Frankfurt am Main.
- Deutsche Bundesbank (2016): Glossareintrag Zertifikat. <https://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Glossareintraege/Z/zertifikat.html> (zuletzt abgerufen am 13.07.2016).
- Deutscher Derivate Verband (2008): Deutscher Derivate Verband gegründet – 18 Emittenten bilden größten Derivateverband Europas. Frankfurt am Main.
- Deutscher Derivate Verband (2011): Fairness Kodex. Frankfurt am Main.
- Deutscher Derivate Verband (2016a): Marktanteile von strukturierten Wertpapieren. Frankfurt am Main.
- Deutscher Derivate Verband (2016b): Risikokennzahl (VaR). <http://www.derivateverband.de/DEU/Transparenz/Risikokennzahl> (zuletzt abgerufen am 13.07.2016).
- Deutscher Derivate Verband (2016c): Kompass Strukturierte Produkte. [http://www.derivateverband.de/DEU/Publikationen/Kompass\\_Strukturierte\\_Produnkte](http://www.derivateverband.de/DEU/Publikationen/Kompass_Strukturierte_Produnkte) (zuletzt abgerufen am 13.07.2016).
- Jorion, Philippe (2007): Value at risk: The new benchmark for controlling market risk. New York.
- Knüppel, Hartmut (2010): Anlegerschutz und Produkttransparenz – zentrale Herausforderungen für die Zertifikatebranche. In: Löhndorf, Nils/Naumann, Stefan (Hrsg.), Zertifikate Reloaded – Transparenz, Vertrauen, Rendite – eine Anlageklasse positioniert sich neu. Wiesbaden, S. 53–66.
- Krüger, Jan (2010): Entwicklung und Herausforderungen in der Betreuung von Vertriebspartnern im Zertifikategeschäft. In: Löhndorf, Nils/Naumann, Stefan (Hrsg.), Zertifikate Reloaded – Transparenz, Vertrauen, Rendite – eine Anlageklasse positioniert sich neu. Wiesbaden, S. 121–136.
- Kummer, Steve (2012): The history of derivatives: A few milestones. Zürich.
- Lammersdorf, Christoph/Burghardt, Matthias/Wagener, Martin (2010): Euwax – das Marktmodell für den Handel mit verbrieften Derivaten. In: Löhndorf, Nils/Naumann, Stefan (Hrsg.), Zertifikate Reloaded – Transparenz, Vertrauen, Rendite – eine Anlageklasse positioniert sich neu. Wiesbaden, S. 247–265.
- Langer, Marcel (2010): Zertifikate – quo vadis? In: Löhndorf, Nils/Naumann, Stefan (Hrsg.), Zertifikate Reloaded – Transparenz, Vertrauen, Rendite – eine Anlageklasse positioniert sich neu. Wiesbaden, S. 105–120.
- Märker, Klaus/Hillesheim Rainer (2009): Brennpunkt Finanzkrise: Anlegerschutz in Deutschland. Zeitschrift für Rechtspolitik 42 (3), S. 65–69.
- Mildner, Thomas/Fuchs, Gernot (2010): Transparenz sichert Vertrauen. In: Löhndorf, Nils/Naumann, Stefan (Hrsg.), Zertifikate Reloaded – Transparenz, Vertrauen, Rendite – eine Anlageklasse positioniert sich neu. Wiesbaden, S. 41–52.
- Oldani, Chiara (2008): Governing global derivatives: Challenges and risks. Cornwall.
- Pierenkemper, Toni (2011): Von der Tulpenkrise zum Finanzmarktkollaps: das Allgemeine im Besonderen. Jahrbuch für Wirtschaftsgeschichte 52 (1), S. 139–160.
- Rajan, Raghuram G. (2005a): Has financial development made the world riskier? Cambridge.
- Rajan, Raghuram G. (2005b): The Greenspan era: Lessons for the future. Jackson Hole.

- Snyder, Charles R./Fromkin, Howard L. (2012): *Uniqueness – The human pursuit of difference*. New York.
- Stein, Volker/Wiedemann, Arnd (2016a): Risk governance: conceptualization, tasks, and research agenda. *Journal of Business Economics* 86 (8), S. 813–836.
- Stein, Volker/Wiedemann, Arnd (2016b): Das Risiko liegt im Risikomanagement. *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, 04.07.2016, S. 18.
- Vambrie, Andreas (2010): Zukunftsvorsorge und Zertifikate. In: Löhndorf, Nils/Naumann, Stefan (Hrsg.), *Zertifikate Reloaded – Transparenz, Vertrauen, Rendite – eine Anlageklasse positioniert sich neu*. Wiesbaden, S. 87–104.
- van Randenborgh, Wolfgang (2020): »Zertifikate« gehören nicht in die Hand privater Anleger – Zweifel an unvoreingenommener Anlageberatung der Banken. *Zeitschrift für Rechtspolitik* 43 (3), S. 76–79.
- Weyand, Heiko (2010): Nachhaltige Zertifikate. In: Löhndorf, Nils/Naumann, Stefan (Hrsg.), *Zertifikate Reloaded – Transparenz, Vertrauen, Rendite – eine Anlageklasse positioniert sich neu*. Wiesbaden, S. 67–86.
- Whaley, Robert E. (2015): *Derivatives: Markets, valuation, and risk management*. Hoboken, NJ.
- Wiedemann, Arnd (2013a): *Financial Engineering – Bewertung von Finanzinstrumenten*. 6. Aufl. Frankfurt am Main.
- Wiedemann, Arnd (2013b): *Risikotriade – Teil I: Messung von Zins-, Kredit- und operationellen Risiken*. 3. Aufl. Frankfurt am Main.
- Wiedemann, Arnd/Achtert, Peik/Betz, Heino (2006): *Emission und Vertrieb strukturierter Finanzprodukte*. Stuttgart.
- Yale Law School (2008): *The Code of Hammurabi*. Übersetzt von L. W. King. <http://avalon.law.yale.edu/ancient/hamframe.asp> (zuletzt abgerufen am 13.07.2016).