



ANALYSEMITTEILUNG

15. Dezember 2009

Scope Analysis bewertet Management Qualität großer Zertifikate-Emittenten

- Neues Management Rating erhöht Transparenz im Zertifikatemarkt weiter
- Risikokontrollsysteme der großen Häuser zufriedenstellend bis gut aufgestellt
 - Nachholbedarf bei der Informationsqualität

1. Executive Summary

Während die Produkte der Zertifikateanbieter inzwischen systematischen Qualitätsvergleichen unterzogen werden, bestand bisher kaum Transparenz in Bezug auf Strukturen, Emissions- und Risikokontrollprozesse der Zertifikatehäuser selbst. Diese Lücke schließt nun Scope Analysis mit dem neuen Management Rating, um den Intermediären ein weiteres Informationsinstrument zur Qualitätsbeurteilung an die Hand zu geben.

Zu diesem Zweck hat Scope Analysis in einem ersten Schritt 14 große Emittenten geprüft – dies in eigenem Auftrag und unabhängig von den Emittenten. In einem aufwändigen Beurteilungsverfahren wurden frei zugängliche Informationen sowie umfangreiche Datenlieferungen der Emittenten auf Basis strukturierter Abforderungen ausgewertet. Rund 80 Prozent der Assets under Management im deutschen Zertifikatemarkt liegen in Produkten der geprüften Emittenten.

Eine zentrale Rolle bei der Analyse spielte die Struktur der Unternehmen, die Kompetenz der jeweiligen Abteilungen sowie die quantitative und qualitative Aufstellung der Produktpaletten. Insgesamt zeigten die Emittenten eine hohe Professionalität in den Managementstrukturen und Produktionsprozessen sowie stringente Abläufe in der Risikokontrolle. Nachholbedarf stellte Scope Analysis insbesondere noch im Punkt Informationsqualität fest. Auffällig ist, dass auch kleinere Zertifikate-Anbieter höchsten Ansprüchen in der Risikokontrolle und dem Emissionsprozess genügen. Gleichzeitig geht eine hohe Kompetenz beim Management und in den Prozessen nicht zwangsläufig mit durchweg hoher Produktqualität einher.



ANALYSEMITTEILUNG

15. Dezember 2009

2. Ausgangssituation und Ratingprozedere

Um seinen Kunden die unterschiedlichen Strukturen, Prozesse und Produktqualitäten der wichtigsten Emissionshäuser transparent zu machen, nahm Scope Analysis in den vergangenen vier Monaten eine Bewertung von 14 großen Zertifikate-Anbietern hinsichtlich ihrer Managementqualitäten vor. Beurteilt wurde in diesem Zusammenhang, inwiefern das jeweilige Management durch seine Aufstellung in der Lage ist, bei seiner Emissionstätigkeit die Risiken der Kapitalanlageprodukte zu mindern und den Anlegern Chancen zu eröffnen.

In einem ersten Schritt hat Scope Analysis für das Management Rating relevante Daten einer Vorprüfung unterzogen und öffentlich zugängliche Informationen gesammelt. Mittels eines detaillierten Fragenkatalogs wurden daraufhin weitere Daten von den Emittenten angefordert. 10 der 14 zu bewertenden Anbieter haben diese in umfassendem Maß geliefert. In der sich anschließenden Analysephase wurden die Angaben der Emittenten ausgewertet. In Emittenteninterviews wurden die Angaben kritisch hinterfragt bzw. offene Fragen geklärt. Auf Basis dieser Daten wurde ein vorläufiger Ratingbericht erstellt und den Zertifikate-Anbietern Einsicht zur Überprüfung der Fakten ermöglicht. In der dritten und letzten Phase schließlich entschied das Ratingkomitee über die Ratingnoten.



Diese Phase diente zur Vorprüfung von Daten, der Ausarbeitung des Fragenkatalogs, dem Sammeln von öffentlich zugänglichen Informationen und der Terminabsprache mit den Emittenten.

In der Analyse-Phase wurden die Unterlagen der Emittenten ausgewertet, Interviews mit Verantwortlichen der Derivate-Abteilungen geführt und das Generieren von Informationen damit abgeschlossen. Der vorläufige Ratingbericht wurde erstellt.

In Phase III traf das Ratingkomitee auf Basis der Hauptanalyse die Entscheidung über die Gesamtbewertung. Der Ratingbericht wurde den jeweiligen Unternehmen zugeschickt und mit diesen bei Bedarf diskutiert. Schließlich wurde ein endgültiger Ratingbericht erstellt.

Abbildung 1: Der Ratingprozess im Überblick

3. Ratingmethodik

Die Bewertung erfolgte über drei Panels „Unternehmensstruktur“, „Kompetenz“ und „Performance“. Die Ratingergebnisse der einzelnen Panels fließen jeweils mit einer bestimmten Gewichtung ins Gesamtergebnis ein. Auf jedem Ratingpanel wurde eine Vielzahl von Einzelkriterien geprüft; die wichtigsten sind in der nachstehenden Graphik aufgeführt.

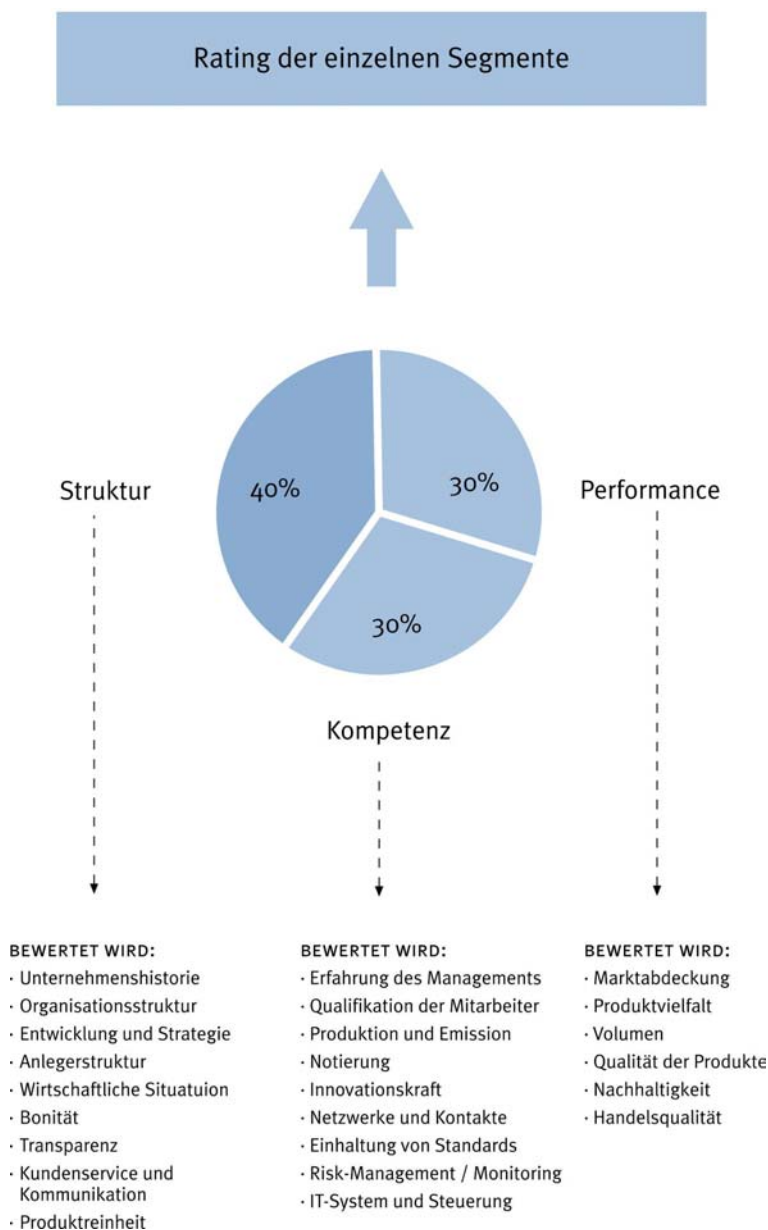


Abbildung 2: Die Ratingmethodik im Überblick



ANALYSEMITTEILUNG

15. Dezember 2009

3.1 Panel I - Unternehmensstruktur

Mit 40 Prozent am stärksten gewichtet wurde das Panel „Unternehmensstruktur“. Hier wurden u.a. die Bonität des Anbieters, seine Unternehmensentwicklung, Organisationsstruktur, Kundenservice und Transparenz abgefragt. Bei der Bonitätsbewertung greift Scope Analysis auf eigene Kennziffern zurück, die für jeden Emittenten aus den Ratings der Großagenturen und den aktuellen CDS-Werten ermittelt werden.

Scope prüfte darüber hinaus, ob der Emittent einer nachvollziehbaren Produktstrategie folgt, die konsequent durchgehalten wird. Ein weiteres Bewertungskriterium greift das Thema „Produktreinheit“ auf und fußt auf der Namensgebung sowie der Kategorisierung von Produkten. Scope Analysis bewertete, inwieweit die Nomenklatur der einzelnen Anbieter klaren Richtlinien folgt und gängigen Standards entspricht.

Beim Kundenservice prüfte Scope Analysis, ob die Anbieter in ihren Informationsmaterialien und ihrer Website hohen Qualitätsstandards genügen, die über die Vermittlung der Basis-Kennziffern ihrer Produktpalette hinausgehen.

3.2 Panel II - Kompetenz

Mit einem Gewicht von 30 Prozent floss das Panel „Kompetenz“ in die Bewertung ein. Hier prüfte Scope Analysis u.a. die Erfahrung des Managements und den Qualifikationsgrad der Mitarbeiter. Ebenfalls bewertete Scope Analysis die Emissionsprozesse und ihre Funktionsweise. Scope Analysis hinterfragte, ob der Emittent über klare Ablaufvorschriften verfügt, in denen z.B. Research, Compliance und Handel integriert sind und ein Produkt-Komitee bei neuartigen Strukturen eingeschaltet wird, um eine Einführung von Produkten mit zu hohen strukturellen Risiken zu verhindern. In die Analyse einbezogen wurde auch der Automatisierungsgrad. Gerade bei einer starken Emissionstätigkeit sollten auch die in Bezug auf die eigentliche Produktemission nachgelagerten Prozesse automatisch ablaufen und vollständig aufeinander abgestimmt sein, um Fehler zu minimieren.

Als weiterer wichtiger Punkt wurde das Risikomanagement der Anbieter bewertet. Scope analysierte den Aufbau des Compliance-Prozesses, die Definition der Risiko-Parameter, die Häufigkeit von Risikomessungen, die Höhe der Toleranzschwellen, die Periodizität von Risk Reportings sowie die regelmäßige Kontrolle des Handelsbuchs. Geprüft wurde auch, ob ausreichend Maßnahmen zur Risikominimierung in die Prozesse eingebunden sind, wenn sich Parameter markt- oder unternehmensbedingt bestimmten Toleranzschwellen nähern. Ebenfalls geprüft wurden die technischen Standards und die Frage, ob nach einem Ausfall der Systeme eine schnelle Wiederinbetriebnahme der Infrastruktur gewährleistet ist. Abgefragt wurde in diesem Zusammenhang die Regelmäßigkeit von Back-Ups und die Existenz von Parallelsystemen.

3.3 Panel III – Performance

Das dritte Ratingpanel „Performance“ steht insbesondere im Zeichen der Produktqualität und fand ebenfalls mit einer Gewichtung von 30 Prozent Eingang in die Gesamtnote. Auf diesem Panel wurde zum Einen die Produktpalette der Emittenten untersucht – sowohl die Vielfalt der Basiswerte als auch die Anzahl der



ANALYSEMITTEILUNG

15. Dezember 2009

verschiedenen Auszahlungsprofile. Zum Anderen ließ Scope Analysis an dieser Stelle die jeweiligen Ergebnisse aus den Scope Investment Ratings in die Bewertung mit einfließen. Überdurchschnittliche Bewertungen erhalten hier somit insbesondere die Anbieter, die nachhaltig gute Produktqualitäten darstellen können. Die Qualität eines Zertifikats bestimmt sich im Scope Investment Rating durch sein Chancen-Risiko-Verhältnis, die Handelsqualität und die Bonität des Emittenten.

3.3.1 Chancen-Risiko-Verhältnis eines Zertifikats

Die höchste Gewichtung innerhalb des Investment Ratings nimmt in der Regel das Chancen-Risiko-Verhältnis des betreffenden Zertifikats ein. Hierfür errechnet Scope Analysis die Renditeerwartung eines Zertifikats, indem alle möglicherweise eintretenden Renditen mit ihren Eintrittswahrscheinlichkeiten gewichtet werden. Die Renditeerwartung des Zertifikats wird dann dem Verlust-Risiko gegenübergestellt.

3.3.2 Handelsqualität

Für die Bewertung der Handelsqualität sind Spreadpolitik und Pricing der Emittenten ausschlaggebend. Beide Kriterien beobachtet Scope innerhalb des Investment Ratings laufend. Für das neue Management Rating wurden Spread- und Preispolitik des einzelnen Emittenten über den Zeitraum von einem Jahr zu einer Bewertung verdichtet. Die nachfolgenden Rankings zeigen, welche Emittenten auf Ein-Jahres-Sicht (2009) die niedrigsten Spreads und das faireste Pricing vorweisen können.

Ranking-Spread
1 UBS
2 Morgan Stanley
3 Commerzbank
4 Deutsche Bank
5 Vontobel
6 Sal. Oppenheim
7 BNP Paribas
8 Citigroup
9 Société Générale
10 WGZ Bank
11 ABN Amro
12 HSBC Trinkaus
13 Goldman Sachs
14 Hypo Vereinsbank

Tabelle 1: Emittenten mit dem niedrigsten Spread
im 360-Tage-Durchschnitt

Ranking-Pricing
1 Morgan Stanley
2 Vontobel
3 UBS
4 Deutsche Bank
5 Commerzbank
6 BNP Paribas
7 Sal. Oppenheim
8 ABN Amro
9 HSBC Trinkaus
10 Goldman Sachs
11 WGZ Bank
12 Hypo Vereinsbank
13 Société Générale
14 Citigroup

Tabelle 2: Emittenten mit dem besten Pricing
im 360-Tage-Durchschnitt

3.3.3 Peergroup-Vergleich

Als zusätzliche Information ordnet Scope Analysis im Bereich des Investment Ratings sämtliche bewertete Zertifikate individuellen Peergroups zu. Hier zeigt sich, ob das Produkt zu den Besten seiner Vergleichsgruppe zählt. Diese Ergebnisse haben auf das Investment Rating generell keinen Einfluss, da Scope Analysis dort einen absoluten Ansatz verfolgt. Trotzdem stellt der Peergroup-Vergleich für den Anleger eine wichtige Information dar



ANALYSEMITTEILUNG

15. Dezember 2009

und wird im Management Rating berücksichtigt. Dazu hat Scope Analysis über den Zeitraum von einem Jahr auf täglicher Basis für alle Zertifikate individuelle Peergroups ermittelt.

4. Die Ergebnisse im Einzelnen

4.1. Panel I - Unternehmensstruktur

Alle hier bewerteten Emittenten gehören zu international agierenden Banken mit teils langer Historie und bewährten Organisationsstrukturen. Darin ist auch das insgesamt hohe Niveau begründet, das Scope Analysis in diesem Bereich feststellen konnte. Nachholbedarf besteht in der Branche nach wie vor bei einer transparenten Kommunikation der Risiken. Über die Standard-Risikokennziffern hinaus fehlen in den Informationsmaterialien und Websites der Anbieter überwiegend Simulationstools für verschiedene Marktszenarien sowie eine detaillierte Beschreibung der Basiswerte, dies insbesondere bei Themen- und Strategiezertifikaten. Durch ihre Vermittlung von umfangreichem Backgroundwissen zur Funktionsweise von Zertifikaten heben sich Anbieter wie Goldman Sachs und HSBC Trinkaus positiv vom Marktdurchschnitt ab. Bei der Produktreinheit zeigte sich, dass sich inzwischen die meisten Anbieter bei der Einteilung und Benennung der Zertifikate an den vom Deutschen Derivate Verband (DDV) entwickelten standardisierten Produktklassen orientieren.

4.2 Panel II - Kompetenz

Insgesamt konnten alle Derivate-Abteilungen auf jahrelange Erfahrung und einen hohen Qualifikationsgrad der Mitarbeiter verweisen. Auffällig ist, dass alle Emittenten ihre Risikokontrolle verschärft haben. Diese beinhaltet bei allen eine strenge Beobachtung von Risikoparametern auf der Handelsebene. Bei der Emission von neuen Produkten zeigte sich, dass neben dem Handel insbesondere die Compliance einbezogen wird, um neue Produkte auf Kompatibilität mit der unternehmerischen Ausrichtung zu prüfen. Unterschiede zeigten sich in der Rolle des Research bei den einzelnen Emittenten. Beispielsweise weist HSBC Trinkaus ausdrücklich darauf hin, keine Hausmeinung „verkaufen“ zu wollen. Dagegen spielt das Research bei Häusern wie der Commerzbank, Vontobel und Goldman Sachs eine große Rolle.

4.3 Panel III - Performance

Die Spitzenplätze bei der Performance nehmen – betrachtet man alle hier ausschlaggebenden Kriterien – die Anbieter Commerzbank, Deutsche Bank und UBS ein (vgl. auch Ratingtabelle unter Gliederungspunkt 5 / Zusammenfassung). Die höchste Produktqualität und Nachhaltigkeit – das wichtigste Kriterium innerhalb dieses Panels – bringen UBS und Morgan Stanley. Anbieter wie Hypo Vereinsbank, HSBC Trinkaus, Citigroup und WGZ Bank fallen dagegen bei der Performance zurück. Die bei den letzten drei genannten Anbietern ebenfalls guten bis exzellenten Produktions- und Risikokontrollprozesse werden offenbar noch nicht voll im Sinne der Anleger bei der konkreten Produktgestaltung ausgeschöpft.



ANALYSEMITTEILUNG

15. Dezember 2009

5. Zusammenfassung

Die Ergebnisse der einzelnen Panels wurden für das Scope Management Rating zur Rating-Endnote verdichtet. Vier der angefragten Emittenten – ABN Amro, Deutsche Bank, Hypo Vereinsbank und Sal. Oppenheim - beantworteten den Fragenkatalog nicht und führten auch keine persönlichen Managementgespräche. Scope Analysis bewertet die Managementqualität in neun Stufen auf einer Skala von AAA bis D. Um mögliche Tendenzen aufzuzeigen, können die Ergebnisse durch Plus- oder Minuszeichen ergänzt werden.

Überwiegend können die geprüften Banken auf eine mehr- bis langjährige Erfahrung im Zertifikatebereich, auf internationales Marktresearch und große Handels- und Strukturierungsabteilungen mit hoher Kompetenz zurückgreifen. Entsprechend reichen die Bewertungsergebnisse der Anbieter von BBB bis AAA. Die höchste Managementqualität stellte Scope beim Zertifikate-Generalisten und Marktführer Commerzbank fest, dicht gefolgt von der UBS und der BNP Paribas. Die Commerzbank überzeugte im Rating durch Anlegerfreundlichkeit und Produktvielfalt. Die nachhaltig hohe Produktqualität der Bank fußt auf ihren reibungslosen Produktionsprozessen, die auf den hohen Produktoutput der Commerzbank abgestimmt sind. Die UBS überzeugte im Rating durch gutes Pricing, faire Spreadpolitik und außerdem durch eine serviceorientierte Informationsqualität. Auf dem Feld der internen Risikokontrolle schnitten die Zertifikatehäuser insgesamt befriedigend bis gut ab. Hier konnten auch kleinere Emittenten höchsten Ansprüche genügen. Die Kontrollsysteme folgen durchweg stringenten und nachvollziehbaren Abläufen. Auch in ihren Managementstrukturen und Produktionsprozessen sind die Anbieter professionell aufgestellt. Allerdings geht die festgestellte hohe Managementqualität nicht bei allen Häusern mit in einer gleichermaßen hohen und nachhaltigen Produktqualität einher. Potential für eine Leistungssteigerung bietet insbesondere noch die Informationspolitik der Anbieter. Das Angebot an Informationen kann mit den innerhalb der vergangenen Monate stark gewachsenen Anforderungen auf Anlegerseite noch nicht vollständig mithalten.

Anbieter	Gesamtbewertung	Panel-Bewertungen		
		Struktur	Kompetenz	Performance
ABN Amro*	A	A	BBB+	A
BNP Paribas	AA	AA-	AAA	A+
Citigroup	A	A	AA+	BBB+
Commerzbank	AAA	AA	AAA	AA+
Deutsche Bank*	A+	AA	BBB+	AA
Goldman Sachs	A+	AA	AA-	A
HSBC Trinkaus	AA	AA	AAA	BBB+
Hypo Vereinsbank*	BBB	BBB+	BBB	BBB
Morgan Stanley	BBB+	BBB+	BBB+	A
Sal. Oppenheim*	BBB	BBB+	BBB	A
Société Générale	AA-	AA-	AAA	A
UBS	AA	A	AAA	AA
Vontobel	A	A	A+	A-
WGZ Bank	A	AA	AA+	BBB

Tabelle 3: Die Ratingergebnisse im Überblick

*Bewertung erfolgte ausschließlich auf Basis öffentlich zugänglicher Informationen



ANALYSEMITTEILUNG

15. Dezember 2009

6. Ausblick

Die Bewertung des Managements von Emittenten strukturierter Anlagezertifikate erfolgt auf jährlicher Basis zu einem Stichtag, zu dem Informationen zusammengetragen, bewertet und zu einem Rating verdichtet werden. Gleichzeitig sieht der Ratingprozess über dieses jährliche Update hinaus ein kontinuierliches Monitoring vor, welches sich insbesondere auf bewertungsrelevante Fakten bezieht. Da diese auch innerhalb des Bewertungszeitraumes variieren können, werden die Emittenten laufend beobachtet.

Sollte ein bewertungsrelevantes Ereignis eintreten (z.B. Down-/Upgrade bei der Bonität, Änderung bei der Unternehmensstruktur u.ä.), so wird die neue Entwicklung umgehend analysiert. Das bestehende Management Rating wird in diesem Fall solange unter Beobachtung gestellt, bis das Ereignis geprüft ist. Sollte es bewertungsrelevant sein, wird das Rating aus Gründen der Transparenz und der zeitnahen Information für Intermediäre auch vor dem nächsten Bewertungsstichtag angepasst.

Das zum Stichtag 30. November 2009 erstmalig durchgeführte Management Rating beinhaltet einen Großteil aller relevanten Emittenten. Aus Gründen weiterer Transparenzerhöhung sollen im Laufe des kommenden Jahres sukzessive auch alle anderen Emittenten einem Management Rating unterzogen werden.

Die detaillierten Berichte zu den Management Ratings stehen Lizenzpartnern von Scope auf der Plattform www.scope-zertifikate.de zur Verfügung.



ANALYSEMITTEILUNG

15. Dezember 2009

Kontakt

Scope Analysis
Rosenthaler Straße 63 - 64
D - 10119 Berlin

Telefon +49 (30) 27891 0
Telefax: +49 (30) 27891 100
www.scope-group.com
info@scope.de

Informationen zur Scope Group

Die deutsche Ratingagentur Scope mit Sitz in Berlin und Frankfurt hat sich auf die systematische Recherche, Analyse und Bewertung von internationalen Kapitalanlagen und ihren Anbietern spezialisiert. Das Unternehmen setzt seinen Fokus auf das Rating von Offenen und Geschlossenen Fonds, Exchange Traded Funds, Zertifikaten sowie auf die Bewertung von Managementqualitäten. Kunden der Scope Group sind Kredit- und Allfinanzinstitute sowie Vermögensverwalter und Anlageberater.

Haftungsausschluss

Innerhalb des gesetzlich zulässigen Rahmens übernimmt Scope Analysis ausdrücklich weder für den Inhalt dieser Scope Analysis-Publikation noch für Schäden, die aus oder im Zusammenhang mit der Publikation entstehen, eine Haftung und schließt diese hiermit ausdrücklich aus. Dies und die nachfolgenden Ausführungen gelten für alle Informationen, Aussagen und Empfehlungen. Die zur Verfügung gestellten Informationen, Aussagen und Empfehlungen dienen ausschließlich der generellen Information. Hierauf sollten Sie sich hinsichtlich Ihrer Entscheidung für oder gegen eine Geldanlage nicht verlassen. Der Inhalt soll nicht als Anlageberatung gesehen werden und er stellt auch keine Anlageberatung dar. Kontaktieren Sie einen qualifizierten Finanzberater und lassen Sie sich umfassend beraten, bevor Sie sich für oder gegen eine Geldanlage entscheiden. Scope Analysis kann für Vollständigkeit und Richtigkeit der Informationen, Aussagen und Empfehlungen keine Garantie übernehmen, dennoch ist Scope Analysis in angemessener Weise bemüht, die Vollständigkeit und Richtigkeit sicherzustellen. Die Verwendung der Publikationen und der Informationen, Aussagen und Empfehlungen erfolgt auf eigenes Risiko. Für Verluste oder Schäden übernimmt Scope Analysis keine Haftung. Sie sind selbst dafür verantwortlich, die nötigen Schritte einzuleiten, um Richtigkeit und Vollständigkeit der Informationen, Aussagen und Empfehlungen zu überprüfen. Da es sich ausschließlich um generelle Informationen, Aussagen und Empfehlungen handelt, sind diese nicht auf die Verwendung in individuellen Fällen abgestimmt und können daher auch für konkrete Anlageentscheidungen ungeeignet sein. Für die in den Publikationen enthaltene Anzeigen und Verweise zu externen Publikationen und zu verbundenen Warenzeichen oder Unternehmen wird weder für diese noch für deren Inhalt, Informationen, Aussagen, Empfehlungen, Güter oder Dienstleistungen eine Gewähr übernommen. Für Verluste oder Schäden, die Ihnen aufgrund der Verwendung dieser Seiten entstehen, übernimmt Scope Analysis keine Haftung. Die Anzeigen und Verweise erfolgen lediglich um Ihnen zu diesen Informationen und Dienstleistungen Zugang zu ermöglichen, da diese gegebenenfalls für Sie interessant sein könnten.