

**Christian Köker**

# Der Retailmarkt für strukturierte Anlageprodukte in Deutschland

Produkte, Marktteilnehmer und rechtliche Aspekte

**Diplomarbeit**

## **Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek:**

Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek: Die Deutsche Bibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über <http://dnb.d-nb.de/> abrufbar.

Dieses Werk sowie alle darin enthaltenen einzelnen Beiträge und Abbildungen sind urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung, die nicht ausdrücklich vom Urheberrechtsschutz zugelassen ist, bedarf der vorherigen Zustimmung des Verlanges. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Bearbeitungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen, Auswertungen durch Datenbanken und für die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronische Systeme. Alle Rechte, auch die des auszugsweisen Nachdrucks, der fotomechanischen Wiedergabe (einschließlich Mikrokopie) sowie der Auswertung durch Datenbanken oder ähnliche Einrichtungen, vorbehalten.

Copyright © 2006 Diplom.de  
ISBN: 9783832495923

**Christian Köker**

# **Der Retailmarkt für strukturierte Anlageprodukte in Deutschland**

**Produkte, Marktteilnehmer und rechtliche Aspekte**



---

Christian Köker

# **Der Retailmarkt für strukturierte Anlageprodukte in Deutschland**

*Produkte, Marktteilnehmer und rechtliche Aspekte*

Diplomarbeit  
Fachhochschule Düsseldorf  
Fachbereich Wirtschaft  
Januar 2006



Diplomica GmbH \_\_\_\_\_  
Hermannstal 119k \_\_\_\_\_  
22119 Hamburg \_\_\_\_\_

Fon: 040 / 655 99 20 \_\_\_\_\_  
Fax: 040 / 655 99 222 \_\_\_\_\_

agentur@diplom.de \_\_\_\_\_  
www.diplom.de \_\_\_\_\_

ID 9592

Köker, Christian: Der Retailmarkt für strukturierte Anlageprodukte in Deutschland -  
Produkte, Marktteilnehmer und rechtliche Aspekte  
Druck Diplomica GmbH, Hamburg, 2006  
Zugl.: Fachhochschule Düsseldorf, Diplomarbeit, 2006

---

Dieses Werk ist urheberrechtlich geschützt. Die dadurch begründeten Rechte, insbesondere die der Übersetzung, des Nachdrucks, des Vortrags, der Entnahme von Abbildungen und Tabellen, der Funksendung, der Mikroverfilmung oder der Vervielfältigung auf anderen Wegen und der Speicherung in Datenverarbeitungsanlagen, bleiben, auch bei nur auszugsweiser Verwertung, vorbehalten. Eine Vervielfältigung dieses Werkes oder von Teilen dieses Werkes ist auch im Einzelfall nur in den Grenzen der gesetzlichen Bestimmungen des Urheberrechtsgesetzes der Bundesrepublik Deutschland in der jeweils geltenden Fassung zulässig. Sie ist grundsätzlich vergütungspflichtig. Zuwiderhandlungen unterliegen den Strafbestimmungen des Urheberrechtes.

Die Wiedergabe von Gebrauchsnamen, Handelsnamen, Warenbezeichnungen usw. in diesem Werk berechtigt auch ohne besondere Kennzeichnung nicht zu der Annahme, dass solche Namen im Sinne der Warenzeichen- und Markenschutz-Gesetzgebung als frei zu betrachten wären und daher von jedermann benutzt werden dürften.

Die Informationen in diesem Werk wurden mit Sorgfalt erarbeitet. Dennoch können Fehler nicht vollständig ausgeschlossen werden, und die Diplomarbeiten Agentur, die Autoren oder Übersetzer übernehmen keine juristische Verantwortung oder irgendeine Haftung für evtl. verbliebene fehlerhafte Angaben und deren Folgen.

Diplomica GmbH  
<http://www.diplom.de>, Hamburg 2006  
Printed in Germany

## Inhaltsverzeichnis

<b>Inhaltsverzeichnis .....</b>	<b>I</b>
<b>Abbildungsverzeichnis .....</b>	<b>V</b>
<b>Tabellenverzeichnis .....</b>	<b>V</b>
<b>Abkürzungsverzeichnis .....</b>	<b>VI</b>
<b>1 Einführung .....</b>	<b>1</b>
1.1 Der Markt für Zertifikate in Deutschland.....	1
1.2 Ziel der Arbeit .....	2
1.3 Aufbau und Gang der Untersuchung .....	2
<b>2 Begriffsbestimmung und Grundlagen.....</b>	<b>4</b>
2.1 Strukturierte Anlageprodukte .....	4
2.2 Zertifikat im Sinne dieser Arbeit.....	5
2.3 Retailmarkt.....	6
2.4 Funktionen der Basiskomponenten .....	6
2.4.1 Basiskomponenten des Kassamarktes .....	7
2.4.1.1 Aktien.....	7
2.4.1.2 Währungen .....	8
2.4.1.3 Anleihen.....	8
2.4.2 Basiskomponenten des Terminmarktes .....	9
2.4.2.1 Standard-Optionen .....	12
2.4.2.1.1 Long Call .....	12
2.4.2.1.2 Short Call .....	13
2.4.2.1.3 Long Put.....	14
2.4.2.1.4 Short Put .....	16
2.4.2.2 Exotische Optionen.....	17
2.4.2.2.1 Kurspfadunabhängige Optionen.....	18
2.4.2.2.2 Kurspfadabhängige Optionen.....	21

<b>3 Produkte .....</b>	<b>26</b>
3.1 Partizipationszertifikate .....	28
3.1.1 Funktionsweise und Einsatzmöglichkeiten .....	28
3.1.2 Konstruktion .....	31
3.2 Discountzertifikate .....	32
3.2.1 Funktionsweise und Einsatzmöglichkeiten .....	32
3.2.2 Konstruktion .....	36
3.3 Aktienanleihen .....	38
3.3.1 Funktionsweise und Einsatzmöglichkeiten .....	38
3.3.2 Konstruktion .....	41
3.4 Bonus-Zertifikate.....	42
3.4.1 Funktionsweise und Einsatzmöglichkeiten .....	43
3.4.2 Konstruktion .....	46
3.5 Garantie-Zertifikate .....	48
3.5.1 Funktionsweise und Einsatzmöglichkeiten .....	48
3.5.2 Konstruktion .....	51
<b>4 Marktteilnehmer.....</b>	<b>52</b>
4.1 Die Emittenten als Produzenten .....	52
4.1.1 Deutsche Bank .....	54
4.1.2 WestLB.....	55
4.1.3 HSBC Trinkaus & Burkhardt.....	56
4.2 Absatzhelfer .....	58
4.2.1 Börsen.....	58
4.2.1.1 Handelssegment EUWAX der Börse Stuttgart.....	59
4.2.1.2 Deutsche Börse Smart Trading.....	60
4.2.2 Distributoren.....	61
4.2.2.1 Discountbroker.....	61
4.2.2.2 Banken .....	62
4.3 Käufer .....	63
4.3.1 Privatanleger .....	64
4.3.2 Institutionelle Kunden .....	65
4.4 Beeinflusser .....	66
4.4.1 Verbände.....	66
4.4.1.1 Deutsches Derivate Institut.....	66

4.4.1.2 Derivate Forum .....	67
4.4.2 Medien .....	69
4.4.2.1 Printmedien.....	69
4.4.2.2 Onlinemedien.....	70
<b>5 Rechtliche Aspekte .....</b>	<b>72</b>
5.1 Das Wertpapierprospektgesetz.....	72
5.1.1 Prospektpflicht nach dem Wertpapierprospektgesetz .....	73
5.1.2 Aufbau der Prospekte.....	75
5.1.3 Übergangsregelungen.....	76
5.1.4 Implikationen der neuen Gesetzgebung auf die Aktivitäten der Emittenten .....	77
5.1.4.1 Auswirkungen des Konzeptes des Europäischen Passes .....	77
5.1.4.2 Widerrufsrecht der Anleger .....	78
5.1.4.3 Anpassung der Werbemaßnahmen .....	78
5.1.4.4 Jährliche Aktualisierung des Prospektes .....	80
5.1.4.5 Erstellung eines jährlichen Dokumentes .....	80
5.2 Steuerliche Behandlung von Zertifikaten im Privatvermögen.....	81
5.2.1 Grundlagen .....	81
5.2.2 Einkünfte aus Kapitalvermögen im Sinne des § 20 Abs. 1 Nr. 7 EStG. 84	
5.2.3 Einkünfte aus Kapitalvermögen im Sinne des § 20 Abs. 2 Nr. 4 EStG. 84	
5.2.4 Steuerliche Behandlung der untersuchten Produkte .....	86
5.2.4.1 Partizipationszertifikate.....	86
5.2.4.2 Discountzertifikate und Bonus-Zertifikate .....	87
5.2.4.3 Aktienanleihen .....	89
5.2.4.4 Garantie-Zertifikate .....	92
<b>6 Ausblick .....</b>	<b>94</b>
<b>Anhang .....</b>	<b>VIII</b>
Tabellenteil .....	VIII
Experten-Interviews .....	X
Experten-Interview Carsten Lütke-Bornefeld.....	X
Experten-Interview Thilo R. Wolf.....	XII
Experten-Interview Thomas Koch .....	XV
Experten-Interview Dr. Ulf Sommer.....	XVII

Experten-Interview Bernd Wiedemuth.....	XIX
<b>Literatur- und Quellenverzeichnis .....</b>	<b>XXI</b>

## **Abbildungsverzeichnis**

Abbildung 2.1: Auszahlungsprofil eines Long Call.....	13
Abbildung 2.2: Auszahlungsprofil eines Short Call .....	14
Abbildung 2.3: Auszahlungsprofil eines Long Put .....	15
Abbildung 2.4: Auszahlungsprofil eines Short Put.....	17
Abbildung 3.1: Auszahlungsprofil eines Endlos-Partizipationszertifikates .....	30
Abbildung 3.2: Auszahlungsprofil eines Discountzertifikates.....	34
Abbildung 3.3: Auszahlungsprofil einer Aktienanleihe .....	40
Abbildung 3.4: Auszahlungsprofil eines Bonus-Zertifikates.....	45
Abbildung 3.5: Auszahlungsprofile von Garantie-Zertifikaten .....	50

## **Tabellenverzeichnis**

Tabelle 2.1: Grundpositionen von Standard-Optionen .....	12
Tabelle 2.2: Systematik exotischer Optionen .....	18
Tabelle 2.3 Grundpositionen von Barrier-Optionen .....	22
Tabelle A.1: Börsliche Umsätze und Marktanteile der Emittenten in Anlagezertifikaten November 2005.....	VIII
Tabelle A.2: Umsätze je Anlagezertifikat in Euro im November 2005 .....	VIII
Tabelle A.3: Anzahl Anlagezertifikate je Emittent.....	IX

## Abkürzungsverzeichnis

<b>ABN</b>	Algemene Bank Nederland
<b>Abs.</b>	Absatz
<b>AG</b>	Aktiengesellschaft
<b>AO</b>	Abgabenordnung
<b>ASX</b>	Australian Stock Exchange
<b>BaFin</b>	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
<b>BGB</b>	Bürgerliches Gesetzbuch
<b>BGH</b>	Bundesgerichtshof
<b>BNP</b>	Banque Nationale de Paris
<b>BörsG</b>	Börsengesetz
<b>BörsZulV</b>	Börsenzulassungs-Verordnung
<b>bzgl.</b>	bezüglich
<b>bzw.</b>	beziehungsweise
<b>c.a.</b>	circa
<b>CBOE</b>	Chicago Board Options Exchange
<b>CDU</b>	Christlich Demokratische Union Deutschlands
<b>CSU</b>	Christlich-Soziale Union in Bayern
<b>DAB</b>	Direkt Anlage Bank
<b>DAX</b>	Deutscher Aktienindex
<b>DDI</b>	Deutsches Derivate Institut
<b>DWS</b>	Deutsche Gesellschaft für Wertpapiersparen
<b>EBS</b>	European Business School
<b>EstG</b>	Einkommensteuergesetz
<b>EstR</b>	Einkommensteuerrichtlinien
<b>ETF</b>	Exchange Traded Fund
<b>EU</b>	Europäische Union
<b>EUREX</b>	European Exchange
<b>EURIBOR</b>	Euro Interbank Offered Rate
<b>EUWAX</b>	European Warrant Exchange
<b>EWR</b>	Europäischer Wirtschaftsraum
<b>e.V.</b>	eingetragener Verein
<b>f.</b>	folgende (Seite)
<b>ff.</b>	fortfolgend

<b>FWB</b>	Frankfurter Wertpapierbörse
<b>gem.</b>	gemäß
<b>ggf.</b>	gegebenenfalls
<b>HSBC</b>	Hongkong and Shanghai Banking Corporation
<b>i.d.R.</b>	in der Regel
<b>i. S. d.</b>	im Sinne des, (der)
<b>i.V.m.</b>	in Verbindung mit
<b>Mio.</b>	Millionen
<b>Mrd.</b>	Milliarden
<b>Nr.</b>	Nummer
<b>OTC</b>	over the counter
<b>o.g.</b>	oben genannte, (-r), (-s), (-n)
<b>o.V.</b>	ohne Verfasser
<b>Rz.</b>	Randziffer
<b>S.</b>	Seite
<b>sog.</b>	sogenannte, (-r), (-s), (-n)
<b>SPD</b>	Sozialdemokratische Partei Deutschlands
<b>TUB</b>	Trinkaus & Burkhardt
<b>u.a.</b>	unter anderem
<b>UBS</b>	United Bank of Switzerland
<b>USA</b>	United States of America
<b>VerkProspG</b>	Verkaufsprospektgesetz
<b>vgl.</b>	vergleiche
<b>WestLB</b>	Westdeutsche Landesbank
<b>WKN</b>	Wertpapierkennnummer
<b>WpHG</b>	Wertpapierhandelsgesetz
<b>WpPG</b>	Wertpapierprospektgesetz
<b>XETRA</b>	Exchange Electronic Trading
<b>z.B.</b>	zum Beispiel

# 1 Einführung

## 1.1 Der Markt für Zertifikate in Deutschland

Der deutsche Markt für Zertifikate ist der größte der Welt.<sup>1</sup> Das in Deutschland in Zertifikaten verwaltete Vermögen wuchs im Jahr 2005 um über 50 %.<sup>2</sup> Die Anzahl der erhältlichen Zertifikate hat sich gegenüber Ende 2004 fast verdoppelt.<sup>3</sup>

Allein diese drei Sätze dokumentieren das enorme Wachstum und die Bedeutung des Marktes für strukturierte Anlageprodukte in Deutschland.

Die Gründe für das Wachstum liegen zum einen in der Entwicklung der Kapitalmärkte der letzten Jahre und zum anderen in der Innovationskraft der Emittenten von strukturierten Anlageprodukten, so die formale Bezeichnung von Zertifikaten. Die Verluste vieler Anleger am Aktienmarkt, insbesondere nach der Jahrtausendwende, und ein seit Jahren im historischen Vergleich niedriges Zinsniveau bilden ein günstiges Umfeld für eine Gruppe von Anlageprodukten, die über ein klares Produktversprechen verfügt und mit denen Anleger in der Lage sind, jede Anlagestrategie mit nur einem oder wenigen Wertpapieren präzise umzusetzen.

Ihren Ursprung besitzen strukturierte Anlageprodukte in den USA.<sup>4</sup> In der Mitte der achtziger Jahre konnte dort die Etablierung von Produkten beobachtet werden, die die Eigenschaften von Finanzmarktanlagen und Terminmarktinstrumenten in einem einzigen Produkt kombinierten.<sup>5</sup>

In Deutschland wurde das erste strukturierte Anlageprodukt 1990 in Form einer Aktienanleihe von Trinkaus & Burkhardt emittiert. Ein regelrechter Markt entstand in Deutschland allerdings erst Mitte der neunziger Jahre mit zunehmender Produktvielfalt.<sup>6</sup> Spätestens mit Beginn dieses Jahrzehnts entwickelte sich der Markt für Zertifikate zu einer Erfolgsgeschichte. Während Ende des Jahres 2000 etwa 2 Mrd. Euro in ca. 2000 erhältlichen Zertifikaten investiert waren, stieg das investierte Vermögen per Ende 2003 auf 30 Mrd. Euro und die Zahl der Zertifikate auf über 10.000 an.<sup>7</sup>

---

<sup>1</sup> Vgl. ICME (2006), S. 8.

<sup>2</sup> Vgl. DERIVATE FORUM (2005a), S. 2 und DERIVATE FORUM (2005c), S. 1.

<sup>3</sup> Vgl. EUWAX (2005a), S. 2 und EUWAX (2005b), S. 2.

<sup>4</sup> Vgl. WILKENS/ERNER/RÖDER (2003), S. 55.

<sup>5</sup> Vgl. WOHLWEND (2001), S. 2.

<sup>6</sup> Vgl. STOIMENOV/WILKENS (2004), S. 207.

<sup>7</sup> Vgl. ICME (2006), S. 2 und EUWAX (2004), S. 2.

Heute sind über 30.000 strukturierter Anlageprodukte erhältlich<sup>8</sup>, in denen ein Vermögen von über 80 Mrd. Euro investiert ist.

Über 90 % des in strukturierten Anlageprodukten verwalteten Vermögens ist im Besitz von Privatanlegern. Der Markt für strukturierte Anlageprodukte wird somit eindeutig von Privatanlegern dominiert.<sup>9</sup>

Die gestiegene Bedeutung des Marktes manifestiert sich zudem durch die Gründung von zwei Interessenverbänden in den Jahren 2003 und 2004 und einer beinahe täglichen Berichterstattung in allen relevanten Wirtschaftsmedien.

## **1.2 Ziel der Arbeit**

Auch wenn die Anlageklasse „Zertifikate“ in den letzten Jahren einen regen Zulauf erfahren hat, so sind diese Produkte für viele Anleger und Anlageberater noch immer eine „Terra incognita“.<sup>10</sup> Ziel der vorliegenden Arbeit ist es daher, einen Teil zur erforderlichen Aufklärung über das Thema Zertifikate beizutragen. Es soll durch die Vorstellung der jeweiligen Einsatzmöglichkeiten gezeigt werden, warum diese Produkte immer populärer werden.

Um die Erfolgsgeschichte des Marktes für strukturierte Anlageprodukte vollständig nachvollziehen zu können, ist eine ganzheitliche Betrachtung des Marktgeschehens notwendig. Weiteres Ziel dieser Arbeit ist es demnach, dem Leser durch eine erstmalige Vorstellung der einzelnen Marktteilnehmer und der derzeit wichtigsten rechtlichen Aspekte ein umfassendes Verständnis des Marktes zu vermitteln.

## **1.3 Aufbau und Gang der Untersuchung**

In Kapitel 2 „Begriffsbestimmung und Grundlagen“ werden zunächst die in dieser Arbeit regelmäßig verwendeten Begriffe „strukturiertes Anlageprodukt“ und „Zertifikat“ definiert bzw. vorgestellt sowie eine kurze Eingrenzung des Begriffes „Retailmarkt“ vorgenommen. Da strukturierte Produkte auf Basis mindestens je einer Komponente des Kassa- und des Terminmarktes kombiniert werden, stellt Kapitel 2 im weiteren Verlauf die regelmäßig verwendeten Komponenten des Kassamarktes wie Aktien, Anleihen und Währungen ebenso vor, wie die derivativen Instrumente des Terminmarktes in Form von Standard- und exotischen Optionen. Diese Informationen bilden die Grundlage für Kapitel 3 „Produkte“.

---

<sup>8</sup> Vgl. Anlage Tabelle 1.2.

<sup>9</sup> Vgl. ICME (2004), S. 2.

<sup>10</sup> Lateinisch für „unentdecktes Land“.