

Als der wissenschaftliche Beirat des DDV gegründet wurde, hatte die Finanzmarktkrise gerade ihren Höhepunkt überwunden. Seitdem hat sich das Wertpapiergeschäft grundlegend gewandelt. Die damals novellierten Gesetze gehen mittlerweile in die zweite Überarbeitung, die Aufsichtsstruktur ist in ihrer europäischen Dimension gestärkt worden. Wir haben Prof. Dr. Sigrid Müller, Gründungsmitglied und Vorsitzende des wissenschaftlichen Beirats, über die Verbindung von Wissenschaft, Regulierung und Finanzmärkten befragt.

→ **Frau Prof. Dr. Müller, wenn Sie an die Weiterentwicklung der gesetzlichen Grundlagen des Wertpapiergeschäfts denken, welche Rolle nahm und nimmt die Wissenschaft dabei ein?**

Die wissenschaftliche Beratung zu Finanzmarktfragen hat auf Bundes- und Länderebene eine lange und erfolgreiche Tradition. Damit verbunden ist die Einsicht der Politik, eine wissenschaftliche Fundierung bedeutender Vorhaben zu suchen. Ich selbst habe stets gerne als Expertin, Gutachterin oder Kommissionsmitglied meine fachliche Expertise eingebracht. Die europäische Dimension ist vor diesem Hintergrund noch relativ neu. Aber auch auf europäischer Ebene finden wissenschaftliche Erkenntnisse Gehör.

„Voraussetzung für eine rationale Anlageentscheidung ist das Verständnis der Funktionsweise von Anlageprodukten sowie eine genaue Kenntnis ihrer Risiken, ihrer Performance in verschiedenen Marktsituationen und ihrer Kosten.“

Seit der Finanzkrise ist ein weiterer Aspekt hinzugetreten. Die Öffentlichkeit hatte ein starkes Interesse an Expertenmeinungen zu den Entwicklungen in der Finanzkrise. So fanden wissenschaftliche Erkenntnisse ihren Weg in die verschiedenen Medien. In gewisser Weise war die Kommunikation der Wissenschaft in der Finanzkrise ein frühes Vorläufermodell

dessen, was wir heute in der Corona-Pandemie beobachten. Ich denke, dass sich die Politik bei der Bewältigung der Finanzkrise auch auf die Wissenschaft gestützt hat. Welche Abwägungen, Gewichtungen und Schlüsse aus wissenschaftlichen Arbeiten gezogen werden, liegt jedoch allein in der Sphäre der Politik.

→ **Zu welchen Fragestellungen hat der Wissenschaftliche Beirat des DDV unter Ihrem Vorsitz gearbeitet?**

Wir haben uns auf Fragestellungen rund um die Nutzung von strukturierten Wertpapieren durch private Anlegerinnen und Anleger konzentriert. Dabei sind die drei Themenbereiche Anlegerschutz, Regulierung und Aufklärung über die Chancen, Risiken und Kosten bei Investments in Zertifikaten für uns von besonderer Bedeutung. Wir haben eine Reihe von grundlegenden Forschungsarbeiten und Gutachten herausgegeben, die auch heute noch aktuell sind.

→ **Geben Sie uns bitte ein Beispiel.**

Voraussetzung für eine rationale Anlageentscheidung ist das Verständnis der Funktionsweise von Anlageprodukten sowie eine genaue Kenntnis ihrer Risiken, ihrer Performance in verschiedenen Marktsituationen und ihrer Kosten. In der Vergangenheit fielen Anlageprodukte zum Teil durch mangelnde Transparenz auf. Auch im Zertifikatebereich fehlten lange Zeit belastbare Zahlen auf breiter Datenbasis.

Der wissenschaftliche Beirat initiierte eine erste empirische Studie zu den erwarteten Emittentenmargen. Emittenten werden durch

→ INTERVIEW



Prof. Dr. Sigrid Müller, Professorin für Betriebswirtschaftslehre an der Wirtschaftswissenschaftlichen Fakultät der Humboldt-Universität zu Berlin.

Müller war dort mehr als zwanzig Jahre Direktorin des Instituts für Finanzierung. Zu Ihren Forschungsschwerpunkten zählen Finanzmärkte, Risikomanagement, derivative Finanzprodukte und Unternehmensfinanzierung. Forschungs- und Lehrtätigkeit führten sie unter anderem an die Yale University und die Universität Wien. Sie war Vorsitzende der Deutschen Gesellschaft für Finanzwirtschaft. Mehr als zwölf Jahre leitete Müller den Wissenschaftlichen Beirat des Deutschen Derivate Verbandes. Zusätzlich brachte sie ihre Expertise im wissenschaftlichen Beirat für den Derivate Kodex ein. Sie ist als Gutachterin und Beraterin im Bereich Finanzmärkte tätig.

sie für die Strukturierung, das Market Making und die Abwicklung vergütet. Auch der Gewinn des Emittenten ist Bestandteil der Emittentemarge. Im Gegensatz dazu gehen Vertriebsprovisionen und Ausgabeaufschläge an die Vertriebseinheiten und die Anlageberatung als Entgelt. Sie werden seit 2007 wie gesetzlich vorgeschrieben ausgewiesen.

Diese erste Studie führte dazu, dass seit Frühjahr 2014 die Mitglieder des DDV den Issuer Estimated Value (IEV) für Anlageprodukte offenlegen. Somit erhalten Anlegerinnen und Anleger vor Kauf eines Zertifikats eine Kosteninformation zu den erwarteten Emittentemargen. Dieser Ansatz wurde auch von der EU gewürdigt, indem die Kosteninformation nach dem IEV ab dem Jahr 2018 von der EU im Rahmen der PRIIPs-Verordnung übernommen wurde. Aufbauend auf dieser ersten Kostenstudie wurden erstmalig in einer umfangreichen empirischen Studie die Gesamtkosten für Zertifikate auf Basis von 24.830 Anlageprodukten ermittelt.

Diese waren von den Mitgliedern des DDV im ersten Halbjahr 2016 emittiert und wiesen im Monat nach Emission ein investiertes Volumen von insgesamt 8,169 Mrd. € auf. Von den 71,4 Basispunkten (BP) (bzw. 0,714 % pro Laufzeitjahr) Gesamtkosten entfielen 30,3 BP auf die erwartete Emittentemarge, 31,6 BP auf die Vertriebsprovisionen und 9,5 BP auf die Ausgabeaufschläge.

→ Welches waren die ersten Forschungsarbeiten?

Ich habe mich 2009 mit Fragen nach dem Einfluss eines hoch entwickelten Zertifikatemarktes auf den Aktienmarkt beschäftigt. Verbunden damit sind Fragen nach der Absicherung der Emittenten gegen Risiken und dem Einfluss von Regulierung auf dem Zertifikatemarkt. Ich konnte zeigen, dass Zertifikate stabilisierend auf den Aktienmarkt wirken. Sie erhöhen die Liquidität und können die Schwankungsbreite

des Aktienkurses verringern. Zertifikate erhöhen das Handelsvolumen und wirken positiv auf den Aktienkurs.

Der Gewinn oder Verlust einer Anlegerin oder eines Anlegers führt nicht zum entsprechenden Verlust oder Gewinn des Emittenten. Vielmehr sichert sich jeder Emittent in einem mehrstufigen Prozess gegen mögliche Verluste ab, wobei die Absicherungspositionen der einzelnen Zertifikate in das Gesamtportfolio der Bank eingehen. Anders als vielfach behauptet, hält der Emittent nicht die Gegenposition zum Zertifikat, das die Anlegerin oder der Anleger vom Emittenten gekauft hat. Die Bank kann somit kein Interesse an einem Verlust ihrer Kundinnen und Kunden haben, das würde letztlich ihr Geschäftsmodell beschädigen. Aber solche Vorstellungen – die Banken würden gegen die Interessen ihrer Kunden agieren – halten sich leider ziemlich lang.

→ Zu welchen Themen hat der Wissenschaftliche Beirat noch gearbeitet?

Gerade in Krisenzeiten werden von politischer Seite einfache, leicht implementierbare Maßnahmen für die Finanzmärkte erwogen. Hierbei geraten die Nebenwirkungen häufig in den Hintergrund. So gab es im Jahr 2010 Pläne, ungedeckte Leerverkäufe und bestimmte Derivategeschäfte zu verbieten. Auch neue Transparenzregeln für Leerverkäufe wurden erörtert.

Leerverkäufe sind kein neues Phänomen. Seit Aktien an Börsen gehandelt werden, gibt es auch Leerverkäufe. Vereinfacht gesagt, sorgen sie dafür, dass negative Informationen aufgedeckt wird; Anlegerinnen und Anleger werden vor überteuerten Aktien geschützt. Damit dienen Leerverkäufe sowohl dem Anlegerschutz als auch der Informationseffizienz. Als wichtiges Instrument sind sie in vielen Bereichen unabdingbar für das Funktionieren der Finanzmärkte. Von Bedeutung ist der Einsatz von Leerverkäufen im Zertifikatebereich. Die

→

Emittenten von Zertifikaten sichern sich in der Regel auch mit Hilfe von Leerverkäufen gegen das Risiko des Zertifikates ab. Ein Zertifikatemarkt ohne Leerverkäufe ist daher schwer vorstellbar.

Im Verlauf der Finanzmarktkrise standen Leerverkäufe unter Verdacht, Preisstürze von Aktien zu verstärken. Die empirische Kapitalmarktforschung belegt jedoch, dass Panikverkäufe einer einzelnen Aktie durch Beschränkungen von Leerverkäufen nicht gemildert werden. Auch die amerikanischen Erfahrungen mit einem temporären Leerverkaufsverbot bestätigten dieses Ergebnis. Ein gesetzliches Verbot von Leerverkäufen wurde in verschiedenen Ländern in der Finanzkrise dennoch umgesetzt. Die Nachteile eines solchen Vorgehens waren aber auch international wohlbekannt. Ich habe sie seinerzeit in einer Studie zusammengefasst. Zu nennen sind dabei vor allem eine verringerte Preiseffizienz und erhöhte Handelskosten. Das Verbot bestimmter Derivategeschäfte war hingegen in

diesem Rahmen neu. Als mögliche Auswirkungen solch eines Verbots auf den Kassamarkt sind vor allem eine Erhöhung der Volatilitäten sowie eine Minderung der Liquidität zu nennen. Im Gegensatz zu den vorgenannten Maßnahmen dienen verbesserte Transparenzregeln für Leerverkäufe der Effizienz der Kassa- und Derivatemärkte, ohne schädliche Nebenwirkungen zu entfalten. Der wissenschaftliche Beirat sprach sich daher für verbesserte Transparenzregeln für Leerverkäufe als geeignete und wirkungsvolle Maßnahme aus. Die damals geplanten Verbote kritisierte er als wenig wirksam und zudem schädlich für die Effizienz der Kassa- und Derivatemärkte.

Nach 13 Jahren als Vorsitzende des Wissenschaftlichen Beirats hat Frau Prof. Dr. Müller den Staffelstab an Herrn Prof. Dr. Christian Koziol weitergegeben und ihre Arbeit im Beirat beendet. Der DDV dankt Frau Prof. Dr. Müller für das große Engagement und die wertvollen Impulse über so viele Jahre hinweg.

→ DER DDV IN KÜRZE

Der Deutsche Derivate Verband (DDV) ist die Branchenvertretung der führenden Emittenten strukturierter Wertpapiere in Deutschland. Mitglieder sind BNP Paribas, Citigroup, DekaBank, Deutsche Bank, DZ BANK, Goldman Sachs, HSBC Trinkaus, HypoVereinsbank, J.P. Morgan, LBBW, Morgan Stanley, Société Générale, UBS und Vontobel. Außerdem unterstützen mehr als 20 Fördermitglieder die Arbeit des Verbands. Dazu zählen die Börsen in Stuttgart und Frankfurt sowie der Handelsplatz gettex, der zur Bayerischen Börse in München gehört. Auch die Baader Bank, die Direktbanken comdirect bank, Consorsbank, DKB, flatexDEGIRO, ING-DiBa, maxblue, S Broker und Trade Republic gehören dazu sowie die Finanzportale finanzen.net, onvista und wallstreet:online und verschiedene andere Dienstleister.

Geschäftsstelle Berlin
Pariser Platz 3
10117 Berlin

Geschäftsstelle Frankfurt a. M.
Feldbergstr. 38
60323 Frankfurt a. M.

Bei Rückfragen:
Lars Brandau
Geschäftsführer
Tel.: +49 (69) 244 33 03 - 60
brandau@derivateverband.de

www.derivateverband.de