

Kurz nach seiner Geburt schwächelte BP10XH noch ein wenig, dann ging es steil bergauf. Am Ende kollabierte das innovative Produkt der BNP Paribas jedoch. Brauchen wir Finanzinnovationen wie BP10XH eigentlich? **Von Günter Wierichs**

„Du Taugenichts! Da sonnst du dich schon wieder und dehnt und reckst dir die Knochen müde und lässt mich alle Arbeit allein tun. Ich kann dich hier nicht länger füttern. Der Frühling ist vor der Tür, gehe auch einmal hinaus in die Welt und erwirb dir selber dein Brot.“

Mit diesen Worten raunzt ein rechtschaffener Müller in Josef von Eichendorffs Novelle „Aus dem Leben eines Taugenichts“ seinen Sohn an, der – so wird gleich zu Beginn der Erzählung deutlich – offenbar eine vollkommen andere Auffassung von Leben und Broterwerb hat als sein Erzeuger. Entsprechend deutlich fällt die Antwort des Filius aus: „Nun – wenn ich ein Taugenichts bin, so ist's gut, so will ich in die Welt gehen und mein Glück machen.“

Der „Taugenichts“ bildet den Widerstreit zwischen harter, entbehrungsreicher Arbeit und Lebensgenuss ab. „In die Welt hinausgehen“ – dies wird aus der Perspektive des Müllers mit dem Motiv des Broterwerbs verknüpft; sein Sohn verbindet damit die Intention, sein „Glück zu machen“. In einer modernen Variante steht der Vater für die Realwirtschaft und sein Sohn für eine Finanzindustrie, die keine Güter herstellt, weiterverarbeitet oder verkauft, sondern mit Geldströmen jongliert und dank hoher Umsätze und Transaktionsvolumina ihrer mathematisch geschickt austarierten Produkte das Geld geradezu im Schlaf verdient.

Eichendorffs Taugenichts findet nach vielen Abenteuern seinen Weg. Er wird nicht märchenhaft reich, aber er kommt im Leben mit seiner Mentalität sehr gut klar, und das Glück bleibt ihm stets hold. Er setzt instinktiv immer auf das richtige Pferd. Das glaubten auch jene Anleger, die sich am 17. November 2011 für den Kauf von BP10XH zum Preis von 1,65 Euro je Stück entschieden hatten. Zwischenzeitlich konnten sie jubeln, denn das Produkt stieg in der Spitze bis über 5 Euro. Das dicke Ende kam am Fälligkeitstag.

## **Herrschaftswissen**

BP10XH, am 17.11.2011 emittiert durch die französische Großbank BNP Paribas, setzte als „Classic KnockOut-Short-Hebelzertifikat mit Basispreis und Stop Loss 5.940 Punkte“ auf einen fallenden DAX. Allein diese Aneinanderreihung von Fachbegriffen macht deutlich, worum es in der Finanzindustrie geht: Um Herrschaftswissen, mit dem diejenigen, die sich gut auskennen, prima umgehen können, das allerdings den Laien – mag er auch noch so gebildet sein – zunächst außen vor lässt. Besitzen die Insider darüber hinaus noch einen Riecher für die kommende Entwicklung wirtschaftlicher Kerngrößen, steht dem

Taugenichts-Prinzip des Glückmachens kaum noch etwas im Wege.

Dabei ist die Grundstruktur von BP10XH im Grunde genommen recht simpel. Die kreativen Zertifikats-Konstrukteure haben noch viel komplexere Produkte im Angebot. Denn Zertifikate sollen in allen Lagen, ob die Börsen rauf-, runter- oder „seitwärts“ gehen, Gewinnmöglichkeiten entfalten.

Zertifikate fallen unter die Anlageklasse der Schuldverschreibungen. Das ist ziemlich komisch, denn mit einer herkömmlichen Schuldverschreibung haben die meisten dieser Produkte ungefähr so viel gemeinsam wie ein Trabbi mit einem Porsche Cayenne. Bei einem Autovergleich kann man vielleicht die Eigenschaften „vier Reifen“ und „Motor“ als verbindende Merkmale identifizieren. In einer Gegenüberstellung von Zertifikaten und Schuldverschreibung könnte man hingegen lediglich das Kriterium „Forderungsrecht“ als gemeinsame Eigenschaft nennen. Es handelt sich hierbei sogar um ein sehr wichtiges Kriterium, denn im Gegensatz zu Investmentfondsanlagen ist ein Anleger im Fall einer Pleite des Emittenten weniger geschützt – eine bittere Erfahrung die Tausende Käufer von Lehman-Zertifikaten im Jahr 2008 machen mussten. (In der Finanzindustrie kommt es halt auf kleine Unterschiede in den Begrifflichkeiten an: Ein **Investmentzertifikat** unterscheidet sich, rechtlich gesehen, elementar von einem **Zertifikat**.) Weitere Gemeinsamkeiten zwischen Zertifikaten und Schuldverschreibungen gibt es nur punktuell, d.h. in einem Vergleich einzelner Unterarten. Allgemein könnte man sagen, dass bei beiden Formen ein Rückzahlungs- sowie ein Ertragsrecht vorgesehen sind. Für eine herkömmliche Schuldverschreibung sind Rückzahlung und Ertrag jedoch unabdingbar; sofern der Emittent nicht Pleite geht, wird die Anlagesumme zurückgewährt, und darüber hinaus fallen regelmäßige Zinszahlungen an. Bei Zertifikaten werden beide Elemente demgegenüber höchst unterschiedlich geregelt.

Im Fall von BP10XH ist es jedoch recht einfach: als Bewertungstag wurde der 30.11.2011 angesetzt. Maßgeblich sollte dann der Stand des DAX sein, jenes deutschen Börsenbarometers, das die Kursentwicklung der 30 größten deutschen Aktiengesellschaften abbildet. Gezahlt werden sollte ein Hundertstel der Differenz zwischen dem bereits erwähnten Basispreis von 5.940 Indexpunkten und dem Indexwert am 30.11.2011. Wäre der DAX dann beispielsweise bei 5.500 Punkten ermittelt worden, hätte der Anleger  $(5.940 - 5.500) * 0,01 = 4,40$  Euro pro Zertifikat erhalten. Damit steht fest: Der Anleger spekulierte beim Kauf von BP10XH nicht nur auf einen sinkenden DAX, er hätte darüber hinaus, prozentual gesehen, einen außerordentlich hohen Gewinn einfahren können, denn das Produkt kostete anfangs ja nur 1,65 Euro.

Mit geringem Kapitaleinsatz prozentual hohe Gewinne realisieren – dies ist das Hebel- oder

Leverage-Prinzip. Würde man den DAX für einen Euro je Indexpunkt selber handeln, liefen 440 Indexpunkte Differenz, bezogen auf einen Kapitaleinsatz von 5.500 Euro, auf eine Rendite von 8 Prozent hinaus. 4,40 Euro, bezogen auf einen Anlagebetrag von 1,65 Euro, ergeben demgegenüber 266 Prozent. Anders gerechnet: Für 5.500 Euro könnte man bei einem Ausgabepreis von 1,65 Euro je Zertifikat 3.333 Zertifikate kaufen. Diese würden im Falle eines Indexrückgangs um 440 Punkte dem Anleger einen Gewinn von mehr als 9.000 Euro bescheren.

Eine Finanzinnovation ohne Haken hat ihren Namen nicht verdient. Daher sind zwei wichtige Punkte zu bedenken. Erstens - der Basispreis ist gleichzeitig ein Stop-Loss-Wert. Dem Anleger musste beim Kauf klar sein: Wenn der DAX irgendwann innerhalb der knapp 14-tägigen Laufzeit des Zertifikats die Grenze von 5.940 erreicht oder überschreitet, ist das Zertifikat „ausgeknockt“. Es verfällt; der Emittent wäre dann so frei, dem Anleger noch einen Erinnerungswert von 0,1 Cent je Zertifikat gutzuschreiben. Der zweite Haken: Bei einem steigenden DAX sinkt das Zertifikat in seinem Wert bedeutend schneller als der Basisindex.

BP10XH ist formal zwar ein Zertifikat, im Grunde genommen handelt es sich hier jedoch um eine Kollektion von Optionsscheinen. Unter dem Zertifikatemantel hat BNP Paribas 5 Millionen dieser Scheine auf den Markt geworfen. Und dies ist das Prinzip bei allen Zertifikaten: Die Urform einer Schuldverschreibung wird ausgehebelt. Es geht nicht mehr um Forderungsrechte mit festen, kalkulierbaren Zinserträgen, sondern um bedingte Ansprüche, die sich um irgendwelche Derivate ranken, welche sich in der Zertifikatestruktur mehr oder weniger kunstvoll verbergen.

Derivate sind Wetten. Zwei Handelspartner wetten auf den zukünftigen Preis eines Finanzinstrumentes, zum Beispiel einer Aktie oder eines Börsenindex. Einer gewinnt, einer verliert - wie bei jeder Wette. Derivate kommen in der Regel als Optionen oder Futures zum Einsatz. Bei einer Option behauptet der Optionskäufer (Long-Partner), dass eine Aktie, ein Index oder irgendein anderes Finanzinstrument in der nächsten Zeit einen bestimmten Wert erreicht beziehungsweise über- oder auch unterschreitet. Er vergütet seinem Kontrahenten (Short-Partner) einen Wetteinsatz, die Optionsprämie. Wenn es für Mr. Long gut läuft, übt er die Option aus und kann dann seinem Mr. Short die Aktie etc. zu einem überhöhten Preis andrehen (Put-Option) oder sie ihm zum Dumpingpreis abkaufen (Call-Option). Alternativ wird auch lediglich die Gewinndifferenz verrechnet. Liegt der Optionskäufer mit seiner vorherigen Einschätzung daneben, lässt er die Option verfallen. Der Kontrahent freut sich dann über die Optionsprämie als Zubrot. Bei einem Future gibt es im Gegensatz zur Option kein Wahlrecht des Long-Partners. Hier muss er zu seinem Wort stehen und den Vertrag erfüllen.

## **Todesstoß durch Positivmeldung**

Besonders interessant wird die Sache während der Laufzeit des Derivategeschäftes. Börsentäglich stellt sich die Frage, ob die zugrunde liegende Wette im Trend liegt (also „im Geld“ bzw. „in the money“ ist) oder nicht. Die Käufer von BP10XH hatten einen denkbar guten Start. In den ersten Tagen nach dem 17. November 2011 war im Euroland besonders großer Pessimismus angesagt, was zu sinkenden Aktienkursen und damit zu einem Rückgang beim DAX führte. Folgerichtig nahm das Zertifikat, getrieben vom Hebel, stark an Wert zu. Wer zu 1,65 Euro eingestiegen war und eine Woche später zu 4,84 Euro verkaufte, hatte innerhalb dieser kurzen Zeit 193 Prozent Gewinn eingefahren. Aufs Jahr gerechnet entspricht dies einer schier unfassbaren Rendite von mehr als 10.000 Prozent. Denjenigen, die noch eine Woche länger ausharrten, muss man allerdings im Nachhinein zurufen: „Dumm gelaufen!“ Am 30.11.2011, also buchstäblich am letzten Tag der Laufzeit, veröffentlichte der Emittent einen Warnhinweis. „Achtung: Der Basiswert hat am 30.11.2011 die Knock-Out Schwelle erreicht. Der Turbo Optionsschein verfällt damit wertlos und wird dem Anleger automatisch zu einem Betrag von 0,001 EUR zurückgezahlt.“ Bei einem DAX-Stand von 6.094 Punkten wurde die Rendite mit - 99,94 % ermittelt. An jenem Tag hatte nämlich eine konzertierte Aktion der wichtigsten Zentralbanken - Bank of Canada, Bank of England, Bank of Japan, die EZB, Federal Reserve und Schweizerische Nationalbank - für eine üppige Dollarausstattung des Bankensektors gesorgt. Der Liquiditätsschwall sorgte an den Börsen für einen kräftigen Optimismusschub, und der DAX stieg über die Knock-Out-Grenze von 5.940 Punkten. Dadurch hatte BP10XH zu guter Letzt nur noch einen Erinnerungswert von 0,1 Cent.

## **Spekulationsgetriebene Finanzindustrie mit Nullsummeneffekt**

BP10XH ist Sinnbild einer Finanzwirtschaft, die sich von realwirtschaftlichen Vorgängen weitgehend abgekoppelt hat. Diesen Abkoppelungsprozess kann man anhand einfacher Vergleichsrechnungen nachvollziehen. So haben sich zum Beispiel Bestand und Handel börsennotierter Finanzderivate von 2000 auf 2008 vervierfacht; das weltweite Bruttoinlandsprodukt stieg im gleichen Zeitraum lediglich um das 1,5-fache. Noch krasser ist die Kluft bei den außerbörslich gehandelten OTC(over the counter)-Derivaten. Deren Volumen wurde Ende 2011 auf über 700 Billionen US-Dollar geschätzt - dies ist mehr als das Zehnfache des Welt-Bruttoinlandsprodukts.

Geld- und Gütermenge driften bereits seit den 1980er-Jahren zusehends auseinander. Seit der Jahrtausendwende hat sich dieser Trend noch einmal verschärft. „Billiges Geld“, also die Ausstattung des Bankensektors mit üppiger und zinsgünstiger Liquidität, wurde als Allheilmittel zur Ankurbelung der Realwirtschaft angesehen. Flankiert wurde diese

Strategie vom Dogma freier Märkte, aus deren Treiben der Staat sich tunlichst herauszuhalten hatte.

Das viele regulationsfreie Geld floss weitgehend in ein sich selbst alimentierendes Finanzsystem, das in immer größerem Ausmaß vorgeblich innovative, in Wahrheit jedoch stärker risikobehaftete und schwankungsanfällige Anlageformen kreierte. Der erste Rückschlag kam ab 2007 mit der Subprime-Krise. Man gewährte Immobilienfinanzierungen an jedermann – mochte dieser Jedermann auch noch so vermögens- und einkommensschwach sein. Hundert-Prozent-Hausfinanzierungen? Kein Problem! Hundertdreißig-Prozent-Hausfinanzierungen? Auch kein Problem! Die zusätzlichen 30 Prozent Kredit konnten schließlich auch für konsumptive Zwecke verwendet werden. Denn die Immobilien, also die zu Grunde liegenden Kreditsicherheiten, würden im Wert weiter steigen; Bank und Kunde kämen letztendlich also unbeschadet aus dem Engagement heraus. Die entsprechenden Kredite wurden dann noch „verbrieft“ und als schön verpackte CDO-Finanzinnovationen weltweit den Anlegern feilgeboten. Und die waren begeistert; die Renditen waren hoch und Ausfälle anfangs noch rar. Besonders deutsche Kreditinstitute, deren Geschäftsmodell nicht mehr so recht funktionierte („stupid german money“), griffen beherzt zu.

Als der Subprime-Markt einbrach, mussten die Nationalstaaten ihre ehemaligen Bankchampions mit Milliardensummen stützen und retten. Zurzeit stehen viele Staaten selber am Abgrund. Geändert hat sich jedoch nichts; noch immer wird eine üppige Geldalimentierung als Problemlösung, ja sogar als Heilsbringer in wirtschaftlichen Krisensituationen angesehen.

Die Folgen dieser Geldalimentierung kann man an Produkten wie BP10XH ablesen. In einer spekulations- und renditegetriebenen Finanzindustrie geht es nicht mehr darum, über Geldanlagen in Aktien, Schuldverschreibungen oder Fonds an realwirtschaftlichen Wertentwicklungen zu partizipieren. Was zählt, ist die Performance; hierzu müssen Anlagen permanent umgeschichtet werden; jede noch so winzige Kursdifferenz gilt es auszunutzen, und der permanente Nachschub an Produkten aus der Abteilung Innovation soll bewirken, dass auch dem letzten Kleinanleger der coole Reiz von Spekulationsgewinnen schmackhaft gemacht wird.

Im Endeffekt spalten solche Produkte die Anleger-Spekulanten in zwei Gruppen: Gewinner und Verlierer. Die eingesetzten Gelder sind nicht „weg“, Gewinn- und Verlustbeträge gleichen sich aus. Das Ganze ist ein Nullsummenspiel. Bei BP10XH zahlen die Zertifikatskäufer für 5 Mio. Zertifikate (Optionen) 5 Mio. \* 1,65 EUR = 8,25 Mio. EUR an BNP Paribas. Sie haben damit einen „long put“ erworben, also das Recht, ihren

Wettpartnern (also BNP Paribas und/oder Dritten) den DAX für 5.940 (EUR) anzudrehen, falls der DAX auch schön sinkt. Die Wettpartner kassieren jetzt schon mal 8,25 Mio. EUR, gehen dann natürlich ein fast unbegrenztes Risiko ein, denn würde z.B. der DAX auf 4.000 EUR sinken, müssten die Wettpartner  $(5.940 - 4.000) * 0,01 = 19,40$  EUR je Zertifikat, also insgesamt  $19,40 * 5 \text{ Mio.} = 97 \text{ Mio. EUR}$  Verlust tragen. Gegenüber der vorher kassierten Prämie von 8,25 Mio. EUR ist dies eine Menge Geld. Was bei den Wettpartnern an Verlust anfällt, entspricht dem Gewinn, den die Zertifikatskäufer erhalten. Umgekehrt, wenn also der DAX steigt bzw. irgendwann einmal die magische Grenze von 5.940 touchiert, verfällt die Option; dann tragen die Zertifikatskäufer einen Verlust von 8,25 Mio. EUR und die Wettpartner sind die Glücklichen, die 8,25 Mio. EUR verdient haben.

Man kann allerdings davon ausgehen, dass die Wettpartner, wenn sie echte Profis, also Investmentbanken sind, ihr Risiko wiederum absichern. Da sie in unserem Beispiel Verluste im Falle eines sinkenden DAX machen, zeichnen sie zur Absicherung ein Derivat, das ihnen bei sinkendem DAX Gewinne beschert (z.B. indem sie eine andere Verkaufsoption auf den DAX erwerben). Damit wird das Risiko weitergereicht nach dem Motto: Die Letzten beißen die Hunde. Im Prinzip handelt es sich bei den Letzten um weniger professionelle und weniger gut informierte Marktteilnehmer.

Die Finanzindustrie lebt insgesamt sehr gut von dem faulen Zauber mit „innovativen“ Produkten wie BP10XH. Dessen 5 Millionen Zertifikate beispielsweise zirkulierten bis zum Todestag munter hin und her. Dieses Zirkulieren bringt Umsatz und damit Provisionen, zusätzlich können die Investmentbanker sich selbst am Spekulationsreigen beteiligen. Per Oktober 2011 wurden allein an den Börsen Stuttgart und Frankfurt fast 700.000 Knock-Out-Produkte gelistet. Etwa 300.000 Kundenorders mit einem Handelsvolumen von 1,4 Milliarden Euro wurden in jenem Monat erfasst.

So beeindruckend diese Zahlen auch sein mögen – in ihrer Begrenztheit auf zwei Börsenplätze und einen einzigen Produkttyp repräsentieren sie lediglich einen winzigen Teil des weltweiten Derivatevolumens. Dies alles lässt erahnen, in welches Fahrwasser das System spekulationsbasierter Geldanlageformen geraten ist. Dieses System kann uns schneller um die Ohren fliegen, als uns lieb ist. So ist es denn auch sehr unwahrscheinlich, dass unsere Reise in die Produktwelt von BP10XH und Co. so enden wird wie die Geschichte des Eichendorff'schen Taugenichts. Dort heißt es zum Schluss nämlich: „Und es war alles, alles gut.“