

Foto: istockphoto

Letzte Zuflucht für hohe Kupons

Aktienanleihen erleben derzeit das kräftigste Volumenwachstum unter allen Strukturierten Produkten. Als renditestarke Anleihealternative kommen sie bei Kunden gut an. Um die Risiken der vielen Spielarten und Varianten bewerten zu können, müssen Berater genau hinschauen. Die besonders sicher erscheinenden Protect-Anleihen beinhalten unerwartet hohe Risiken. Und selbst die Berechnung der Zinsen lässt den Emittenten ungeahnte Gestaltungsfreiräume

Mit dem Anlagenotstand steigt das Interesse an Aktienanleihen. Ihr Volumen hat sich in vier Jahren beinahe versiebenfacht

Die europäische Schuldenkrise treibt bizarre Blüten: Länder, die als sichere Schuldner gelten, verdienen inzwischen, wenn sie sich Geld am Kapitalmarkt borgen. Investoren fragen Anleihen aus Staaten wie der Schweiz und Deutschland zeitweise so stark nach, dass die Rendite bei diesen Papieren ins Minus rutscht. Was der Finanzierung solcher Länder gut tut, ist für Anleger und Sparer äußerst verdrießlich: Die Zinsen für sichere Anlagen sind im tiefen Tal. Und für Berater wird die Suche nach Möglichkeiten, die dem Kunden überhaupt noch akzeptable Erträge einbringen, immer schwieriger.

Das entscheidende Stellrädchen heißt Risiko. Wer hieran schraubt, kann noch

Renditechancen aufzudecken, die nicht nur den Inflationsausgleich schaffen. Auf dem Anleihemarkt bedeutet das, auf weniger solide Schuldner auszuweichen. Eine Anleihe mit zweijähriger Restlaufzeit des Autobauers Fiat bringt momentan beispielsweise noch 5,5 Prozent p.a., mit Jamaika als Schuldner sind sogar mehr als zehn Prozent möglich.

Eine Alternative ist die Hinzunahme eines Aktienrisikos. Das kann für manchen Kunden gerade im aktuell positiven Marktumfeld die stimmigere Alternative sein. Um beim Einstieg in den Aktienmarkt aber nicht das volle Risiko tragen zu müssen, bieten sich Produkte mit Sicherheitsmechanismen an. Ein Anlagekonzept erlebt dabei einen

Siegeszug, der alle übrigen in den Schatten stellt: Der Anteil von Aktienanleihen am gesamten Anlagegeld, das Privatanleger in Deutschland in strukturierte Wertpapiere investiert haben, lag im Mai 2008 nach Daten des Deutschen Derivate Verbands noch bei 0,7 Prozent. Bis heute hat er sich auf 4,8 Prozent beinahe versiebenfacht. Allein im laufenden Jahr ist die Anlagesumme in Aktienanleihen um 20 Prozent gestiegen. Mit diesem Wachstum kann keine andere Produktkategorie mithalten. Damit sind heute rund 4,4 Mrd. Euro in Aktienanleihen investiert. Die monatlichen Marktumfragen des *Zertifikateberater* bestätigen diesen Trend. Selbst wenn Berater die Absatzchancen bei Discountern, Bonus- und Expressstrukturen schwinden sehen, verspüren oft noch viele Berater und Emittenten eine hohe Nachfrage bei Aktienanleihen. Im aktuellen *DZB Plenum* beobachten rund 40 Prozent der Berater starkes Interesse an den Produkten. Auch bei Privatanlegern im Direktgeschäft kommen Aktienanleihen gut an. Über 70 Prozent der Emittenten berichten dies. Die Gründe für die Sonderstellung der Papiere sind vielfältig: Bis 2009 waren Aktienanleihen vor allem wegen steuerlicher Vorgaben kaum gefragt. Eine Spekulationsfrist, die steuerfreie Gewinne erlaubte, gab es hier nie. Seit Einführung der Abgeltungsteuer ist diese Benachteiligung der Aktienanleihen aber Geschichte. Das starke Wachstum in diesem Segment ist also auch auf Nachholpotenzial zurückzuführen. An erster Stelle nennen Berater (83 %) heute aber die Auszahlung fester Kupons, die bei Anlegern augenscheinlich beliebter ist als die Aussicht auf unbestimmte Kursgewinne. Ein ebenfalls gewichtiges Argument ist allein die Bezeichnung als „Anleihe“. Damit haben Kunden, die bislang vor allem Festverzinsliche kauften, nicht das Gefühl in ein ganz anderes Segment zu wechseln. Und seit das „Zertifikat“ nach der Lehman-Pleite immer wieder negative Schlagzeilen macht, kommt die „Anleihe“ bedeutend besser an.

Weder Aktie noch Anleihe

Dabei lässt sich darüber streiten, ob die Bezeichnung tatsächlich zutrifft. Anders als der Name suggeriert, heißt die Antwort auf die Frage, ob die Aktienanleihe nun eher Aktie oder eher Anleihe ist: Weder noch. Sie ist den Zertifikaten zuzuordnen und wie die-

se mit dem Risiko eines Emittentenausfalls verbunden. Ein Ausfallrisiko gehen Investoren zwar auch mit klassischen Bonds ein. Bei Aktienanleihen muss aber zusätzlich der Basiswert mitspielen, um den Maximalertrag zu erreichen. Kunden übernehmen hiermit also ein Aktienrisiko, ohne die Chancenseite in stark steigenden Märkten voll nutzen zu können. Denn die Höhe des Kupons ist vorab genau festgelegt. Ihn zahlt der Emittent dafür ganz unabhängig von der Aktienentwicklung. Auch in Seitwärtsphasen sind somit Gewinne möglich. Jedoch: Rutscht der Basiswert unter die maßgebliche Kursmarke, liefert der Emittent am Ende anstelle des Nominalbetrags eine vorab festgelegte Zahl von Aktien. Bei einer solchen Aktienlieferung muss der Kunde seinen etwaigen Verlust nicht sofort realisieren. „Im Worstcase ist vielen die Lieferung von Aktien deshalb lieber als ein Barausgleich“, sagt ein Berater im *DZB Plenum*.

Die effektive Lieferung (wenn Basispreis /Barriere unterschritten werden) ist bei Aktienanleihen der Regelfall. Allerdings nur dann, wenn sich die Papiere tatsächlich auf Aktien beziehen. Bei Indizes oder Rohstoffen erfolgt meist auch im Verlustfall eine Auszahlung in bar („Cash Settlement“). Einige Emittenten weichen jedoch von der üblichen Praxis ab. Die WGZ Bank verzichtet grundsätzlich auf die effektive Lieferung und zahlt auch bei reinen Aktienanleihen immer den Barwert aus. Die WestLB wiederum wendete auch bei Indexanleihen zum Teil die effektive Lieferung an, indem sie eigene Indexzertifikate an den Anleger übertrug. Mit der Übernahme durch die Helaba hat sie diese Vorgehensweise aber an deren Usancen angepasst, sodass nun ebenfalls in cash getilgt wird. Die Deutsche Bank sieht dagegen weiterhin die effektive Lieferung vor. Berater müssen in diesem Fall im Interesse ihrer Kunden allerdings aufpassen, um welchen Index es konkret geht. Bei Indexanleihen auf den Euro Stoxx 50 liefert die Deutsche Bank in der Regel Zertifikate auf den Kursindex. Damit sind Kunden an der Entwicklung des Index beteiligt, Dividenden entgehen ihnen aber komplett.

Die Deutsche Bank ist einer der Emittenten mit den größten Marktanteilen bei Aktienanleihen. Aktuell liegt sie hier mit einem Anteil von 12,5 Prozent auf Rang vier (per 30. Juni). Der Platzhirsch bei Aktienanleihen ist

Volumenentwicklung im Vergleich

Aktienanleihen vs. Gesamtmarkt, Angaben indiziert



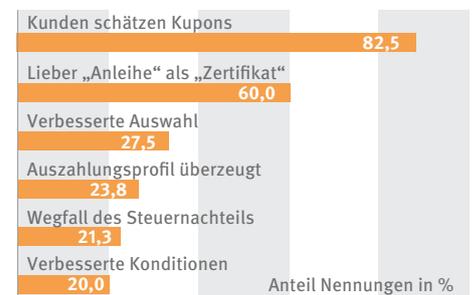
Marktführer Aktienanleihen

Emittent	Volumen in %	Veränd. vs. Q4/09 in PP*
HypoVereinsbank	27,7	+1,81
LB Baden-Württemberg	13,7	+1,98
DZ Bank	13,2	+6,91
Deutsche Bank	12,5	+5,00
Commerzbank	10,6	-15,74

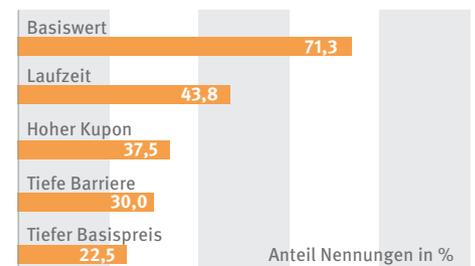
*Prozentpunkte; Quelle: DDV; Stand: Juni 2012

So sehen Berater Aktienanleihen

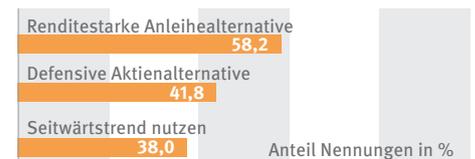
Der Marktanteil von Aktienanleihen hat in den vergangenen Jahren zugenommen. Worin sehen Sie diese Entwicklung begründet?



Nach welchen Kriterien wählen Ihre Kunden Aktienanleihen hauptsächlich aus?



Wie setzen Ihre Kunden Aktienanleihen ein?



Quelle: DZB Plenum August

seit einiger Zeit die HypoVereinsbank. Ihr Marktanteil liegt bei 31 Prozent. Dahinter folgen die Landesbank Baden-Württemberg (LBBW) mit 13,7 Prozent und die DZ Bank mit 13,2 Prozent. Nach der Deutschen Bank steht die Commerzbank an fünfter Stelle. Sie hat seit Ende 2009 allerdings erheblich an Marktanteilen verloren (von 26,3 auf 10,6 %). Ein Ende des Wachstums sehen die meisten Emittenten in diesem Segment noch nicht. Zehn von 15 Emittenten, die der DZB befragt hat, wollen ihr Angebot an Aktienanleihen weiter aufstocken, die restlichen fünf planen zumindest keine Einschränkungen. Im Aufholprozess konnten die Produkte das Volumen von Discountzertifikaten aber noch nicht erreichen. Auf sie entfallen heute rund sechs Milliarden Euro.

Mit Discountern fast identisch

Der Vergleich mit Discountern liegt deshalb so nahe, weil ihr Auszahlungsprofil beinahe identisch ist: Notiert der Basiswert am Laufzeitende über einem vorgegebenen Niveau, erreicht der Kunde den höchstmöglichen Ertrag. Bei Discountern ist dieses Kursniveau durch den Cap markiert, bei Aktienanleihen durch den Basispreis. Wie hoch der Gewinn ausfällt, bestimmt beim

Discountern vor allem der Rabatt, bei der Aktienanleihe der Kupon. Erfüllt der Basiswert die vorgegebene Bedingung nicht, richtet sich die Rückzahlung am Ende nach der Kursentwicklung der Aktie. Weil der Einstieg bei Discountern aber vergünstigt erfolgt, schneidet der Investor in diesem Fall immer besser ab als mit einem Direktinvestment. Und auch bei Aktienanleihen muss der Kunde nur die negative Performance vom Basispreis aus mittragen. Und dieser kann auch unter dem Startkurs der Aktie liegen. Zusätzlich wirkt der Kupon wie ein Puffer. Hierin zeigt sich einer der kleinen Unterschiede zwischen Aktienanleihe und Discountern: Die Aktie kann theoretisch komplett wertlos werden. Dann nützt auch der anfängliche Rabatt beim Discountzertifikat nichts mehr. Der Kunde erleidet einen Totalverlust. Bei der Aktienanleihe hingegen würde der Kunde immerhin noch einen kleinen Betrag zurück erhalten. Denn der Kupon wird in jedem Fall gezahlt.

Dies ist auch einer der Gründe, warum die Rendite bei Aktienanleihen immer etwas geringer ausfällt als bei vergleichbaren Discountpapieren: Die Aktienanleihe ist zunächst teurer als der Discounter, bei dem der Kupon in Form des Abschlags gleich zu

Beginn an den Kunden durchgereicht wird. Dieser besondere Effekt ist in der *DZB Akademie* in Ausgabe 03/2012 nachzulesen.

Protect ist nicht am sichersten

Wie Aktienanleihen in ihrer klassischen Ausführung Discountzertifikaten entsprechen, so sind auch die gängigsten Varianten der Aktienanleihe mit anderen klassischen Produktstrukturen vergleichbar. Im Anleihemantel tauchen auch *Capped Bonus* und *Easy Express*-Zertifikate auf. Je nach Emittent können diese Varianten unterschiedliche Namen tragen (s. Übersicht Seite 12). Deshalb müssen Berater bei der Produktsichtung das Auszahlungsprofil genau prüfen. Die Risiken variieren stark.

Am geläufigsten ist die Einteilung in *Protect*, *Protect Pro* und *Easy* Aktienanleihen. Ihnen ist gemein, dass im Gegensatz zur klassischen Aktienanleihe eine weitere Kursmarke entscheidend ist: die Barriere. Wie bei *Capped Bonus*-Zertifikaten kann diese bei *Protect-Aktienanleihen* während der gesamten Laufzeit reißen (amerikanische Barriere). Kommt es dazu, stürzt der Rückzahlungswert der Anleihe massiv ab. Die *Protect*-Variante ist also keineswegs immer die Lösung für höheren Sicherheitsanspruch, wie der Name glauben macht. Das gilt auch für *Protect-Pro-Anleihen*, bei denen die Barriere nur in einem bestimmten Zeitfenster am Laufzeitende ausgelöscht werden kann, sowie für *Easy-Aktienanleihen*. Diese Spielart sieht nur am letzten Laufzeittag den entscheidenden Abgleich mit der Barriere vor (europäische Barriere).

Irreführende Bezeichnungen

Von der Ausgestaltung einer etwaigen Barriere ist natürlich der Risikograd des Produkts stark abhängig. Eine pauschale Aussage, welche Variante die risikoreichste ist, lässt sich jedoch nicht treffen. Vielmehr ist entscheidend, wo Basispreis beziehungsweise Barrieren liegen. Das zeigt nebenstehende Szenarioanalyse: Notiert die Aktie beim ersten Produktbeispiel (*Classic*; Basispreis 100 %) am Ende auch nur knapp unter dem Basispreis, gibt es den Nennbetrag nicht voll zurück. Bei einer Variante mit zusätzlicher Barriere unterhalb des Basispreises wird er aber gezahlt, solange diese nicht gerissen ist. Bei Basispreisen in gleicher Höhe ist das Risiko bei Barriereprodukten

Verschiedene Typen von Aktienanleihen im Vergleich: Rückzahlungsszenarien und Produktkonditionen Nennbetrag: 1.000 €

	Classic	Classic	Protect	Easy
Ausstattungsmerkmale				
Basispreis in %	100	70	100	100
Barriere in %	---	---	70	70
B.-Typ	---	---	amerikanisch	europäisch
Bezug Aktie	10,0 Stück	14,3 Stück	10,0 Stück	10,0 Stück

Szenarioanalyse: Rückzahlungswert in €* in Abhängigkeit von verschiedenen Kursentwicklungen des Basiswerts

Kurs BW			Barriere intakt	B. gerissen	
110	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000
80	800	1.000	1.000	800	1.000
60	600	858	600	600	600
40	400	572	400	400	400
20	200	286	200	200	200

Modellpricing: Aktuell darstellbare Kupons in % p.a.**

Basiswert				
ESX50	11,6	3,2	7,6	5,4
Daimler	15,6	5,3	11,6	8,7

* bzw. Gegenwert der Aktien bei Lieferung ** Daten der LBBW; Laufzeit jeweils 1 Jahr; keine Vertriebsprovision eingepreist; Stand: 30.08.12

Die wichtigsten Typen

Klassische Aktienanleihe

Neben Kupon und Laufzeit ist der Basispreis bei der klassischen Aktienanleihe die wichtigste Kennziffer: Nur wenn die Aktie am Ende über dem Basispreis notiert, erhalten Anleger neben dem sicheren Kupon auch den Nennbetrag zurück. Je tiefer also der Basispreis, desto defensiver das Produkt. Liegt der Basiswert am Ende unter dem Basispreis, erhält der Kunde in der Regel Aktien statt eines Rückzahlungs Betrags. Die Anzahl errechnet sich aus Nennbetrag/Basispreis. Auch in diesem Fall ist ein niedriger Basispreis von Vorteil. Das Bezugsverhältnis fällt umso größer aus, je tiefer der Basispreis liegt. Das Auszahlungsprofil der klassischen Aktienanleihe ähnelt dem eines Discountzertifikats.

Aktienanleihe Protect

Die Protect-Variante unterscheidet sich vom Klassiker durch eine Barriere, die unterhalb des Basispreises eingezogen ist. Um am Ende den Nennbetrag zurückzubekommen, muss die Aktie nicht den Basispreis erreichen. Gemessen wird stattdessen, ob die Barriere während der Laufzeit unberührt geblieben ist. Dennoch ist dieser Typus, anders als der Name vermuten lässt, nicht pauschal defensiver (siehe Seite 8). Denn wenn die Barriere reißt, wird auch hier die zu liefernde Aktienanzahl nach der Formel Nennbetrag/Basispreis berechnet. Der Basispreis liegt aber anders als bei der Classic-Anleihe nie unter dem Startniveau. Die Abfederung fällt aus diesem Grund weg. Das Auszahlungsprofil ähnelt dem eines Capped-Bonuszertifikats.

Aktienanleihe Protect Pro

Diese Funktionsweise ist mit der Protect-Variante identisch. Die Barriere ist allerdings nur in einem verkürzten Zeitraum am Laufzeitende scharf geschaltet.

Easy Aktienanleihe

Bei dieser Variante kann der Basiswert die zusätzliche Barriere nur am letzten Laufzeittag reißen. Nur der Schlusskurs zählt dafür. Das Auszahlungsprofil ähnelt dem eines Expresszertifikats ohne vorzeitige Rückzahlungsoption (Easy Express).

also kleiner. Bei den fiktiven Produkten, die die LBBW auf Anfrage des DZB berechnet hat, fällt der Kupon bei der normalen Aktienanleihe als risikoreichstes Produkt deshalb folgerichtig auch am höchsten aus.

Anders sieht das Risikoverhältnis aber aus, wenn der Basispreis bei der Classic-Anleihe so tief liegt, dass er mit den Barrieren der Protect- und Easy-Strukturen identisch ist – zu sehen im zweiten Produktbeispiel (Classic; Basispreis 70 %). Schließt der Basiswert hier unter dem Basispreis beziehungsweise der Barriere, schneiden Kunden mit der klassischen Aktienanleihe besser ab. Bei dem Modellpricing der LBBW signalisieren

die vergleichsweise kleinen Kupons, dass klassische Aktienanleihen mit niedrigen Basispreisen den höchsten Sicherheitsgrad bieten. Der große Unterschied, der dennoch schnell übersehen wird, ist die Berechnungsformel für das Bezugsverhältnis. Dieses gibt letztendlich an, wie viele Aktien im Worst Case geliefert werden. Die Formel sieht immer gleich aus: Der Nominalbetrag wird durch den Basispreis dividiert. Bei Barriere-Produkten ist dieser aber immer mit dem Startniveau identisch – deshalb die volle Fallhöhe im Verlustfall. Bei klassischen Aktienanleihen ist der Basiswert oft deutlich unter dem Startkurs der Aktie angesetzt. Das federt Verluste ab. Der Namenszusatz „Protect“ hat sich zwar etabliert, trifft aber die Ausstattung mit zusätzlicher Schwelle aus diesem Grund nicht besonders gut. Besser hat es die Landesbank Berlin gelöst, die solche Varianten schlicht als „Barrier Aktienanleihen“ bezeichnet. Das bei Aktienanleihen vorherrschende Chaos der Begrifflichkeiten wird dadurch aber noch verstärkt. Problematisch ist in diesem Zusammenhang auch, wenn von einem „Basispreis“ die Rede, aber eine endfällige Barriere gemeint ist. Dies ist bei Produktbeschreibungen von Credit Suisse, BayernLB, Helaba und LBBW der Fall.

Welche Variante für welchen Kunden?

Um bei der Vielfalt für den Kunden das passende Produkt auszuwählen, muss also zunächst geklärt werden, ob eine zu-

sätzliche Schwelle grundsätzlich in Frage kommt: Dem Kunden muss bewusst sein, dass ein Unterschreiten dieser Marke oft folgenschwerer ist als das Abrutschen unter den Basispreis bei Classic-Produkten. Für Kunden, die mit Bonuszertifikaten schlechte Erfahrungen gemacht haben, scheidet die Protect-Variante schnell aus. „In hoch-volatilen Börsenphasen hat sich gezeigt, dass auch tiefe Barrieren reißen können“, mahnt Dominik Auricht von der HVB. Die Emittentin bietet deshalb nur vereinzelt Produkte mit

Für Kunden, die mit Bonuszertifikaten schlechte Erfahrungen gemacht haben, scheidet die Protect-Variante schnell aus

permanenter Barrierebetrachtung an, die sie im Übrigen dann „Protect Pro“ nennt. Weil die HVB unter „Protect“ Papiere mit endfälliger Barriere führt, sind

die Bezeichnung hier also genau gegensätzlich zur sonst meist üblichen Logik.

Einen anderen Ansatz fährt die LBBW. Sie bietet grundsätzlich alle Ausgestaltungen an. Torsten Bischoff von der LBBW weist darauf hin, dass einige Kunden einen größeren Puffer bevorzugen, auch wenn dann die Barriere jederzeit reißen kann. Aktuell favorisieren die LBBW-Kunden Papiere, die neben großem Abstand zu Barriere beziehungsweise Basispreis eine kurze Laufzeit von rund einem Jahr aufweisen, erklärt Bischoff. Die Anforderung an die Kupons fallen eher bescheiden aus: Etwas mehr als die sonst üblichen Zinssätze bei vergleichbarem Anlagehorizont sollte es sein.

Moderate Volatilität drückt Kupons

Im Gegensatz dazu nennen die Anlageberater im aktuellen *DZB Plenum* hohe Kupons als das wichtigere Kriterium ihrer Kunden (s. Seite 7). Erst danach achteten sie auf große Sicherheitspuffer. Beides in einem Produkt darzustellen, wäre natürlich das Optimum. Aktuell sorgt jedoch vor allem die moderate Volatilität dafür, dass Emittenten keine Top-Konditionen bieten können. „Je höher die Volatilität ist, desto attraktiver sind die Zinszahlungen“, erklärt Auricht. „Wir raten unseren Kunden, den VDax New zu beobachten, der die Volatilität im Dax misst. Aktuell bewegt er sich im langjährigen Durchschnitt“, sagt er. Auch die Konditionen bei Aktienanleihen sind daher momentan zwar akzeptabel, in der Vergan-

genheit fielen sie aber auch schon deutlich besser aus. Erst wenn die Volatilität wieder hochschnellt, wird es auch wieder attraktivere Kupons geben. Weil hohe Schwankungen meist mit fallenden Kursen einhergehen, ergibt sich ein positiver Nebeneffekt: Kunden greifen dann zu, wenn die Kupons hoch und die Kurse niedrig sind. Ein solch antizyklisches Investieren empfehlen viele Strategen. Kunden fällt es aber oft schwer, sich gegen den Trend zu positionieren. In Zeiten von Top-Konditionen und starkem Auf und Ab an der Börse müssen Berater ihre Kunden aber auch auf das theoretisch erhöhte Risiko hinweisen. Schließlich han-

delt es sich bei der impliziten Volatilität, die die Produktpreise mitbestimmt, um nichts anderes als die erwartete Schwankung. Nehmen die Kursausschläge tatsächlich zu, dann sind Barrieren in Gefahr und Aktien rutschen schneller unter den Basispreis. In einer solchen Marktphase sollten Berater prüfen, ob ein vorzeitiger Verkauf von Produkten, die der Kunde bereits hält, sinnvoll ist (siehe hierzu *DZB Akademie* S. 48/49).

Kupon und Preis bestimmen den Wert

Der jeweils aktuelle Maximalertrag ist bei manchen Emittenten sowie auf einigen Finanzportalen im Internet einsehbar. Er

berechnet sich nur zu einem Teil aus dem Kupon. Während sich an dieser festen Größe nichts ändert, bewegt sich der Preis für die Anleihe ständig. In ihm spiegeln sich während der Laufzeit Einflussfaktoren wie Volatilität, Zinsniveau und natürlich Bewegungen des Basiswerts wider. Neben dem Kupon muss dieser Preis ebenfalls in die Ertragsrechnung einbezogen werden. Wer eine Anleihe kauft, die unter pari notiert, kann zusätzlich zur Zinszahlung noch die Differenz zwischen diesem niedrigeren Preis und dem Tilgungsbetrag (100 Prozent) als Gewinn einstreichen. Im umgekehrten Fall wird der Ertrag aus dem Kupon vom

Unterschiedliche Zinsberechnungsmethoden bei Aktienanleihen

Unerwartete Abweichungen

Der fixe Kupon ist ein wesentliches Merkmal von Aktienanleihen. Die Zahl bezieht sich immer auf den Zinssatz pro Jahr (p.a.). Bei einer Aktienanleihe, die zehn Prozent Zinsen ausweist, könnte ein Kunde deshalb nach anderthalb Jahren bei einem Kapitaleinsatz von 10.000 Euro intuitiv 1.500 Euro Zinsen erwarten. In der Praxis weicht der Ertrag aber vielfach von diesem Wert ab. Der Grund: Die Emittenten nutzen unterschiedliche Berechnungsmethoden für die Zinsabrechnung. Sie unterscheiden sich in der Anzahl der Tage, für die dem Kunden Zinsen zustehen. Und auch das Basisjahr besteht je nach Methode aus unterschiedlich vielen Tagen. Derzeit sind bei Aktienanleihen folgende Methoden zu finden:

■ act / act – Taggenaue Zinsmethode

Die Abkürzung Act steht für *actual* (eng-

lisch: tatsächlich). Die Zinstage und die Tage des jeweiligen Zinsjahres (Basisjahr) werden kalendergenau gezählt.

■ act / 360 – Eurozinsmethode

Die Zinstage werden kalendergenau gezählt. Für das Basisjahr werden immer 360 Tage angenommen.

■ act / 365 – Englische Zinsmethode

Die Zinstage werden kalendergenau gezählt. Für das Basisjahr werden immer 365 Tage angenommen.

■ 30 / 360 – Deutsche Zinsmethode

Alle vollen Monate werden mit 30 Tagen eingerechnet – unabhängig von der tatsächlichen Anzahl der Tage pro Monat. Beginnt oder endet der Zeitraums am 31. eines Monats, wird dieser wie der 30. Kalendertag behandelt. Für den Februar

gilt: Endet das Geschäft am 28. Februar, bzw. 29. Februar, werden die Zinsen auch nur bis zu diesem Tag berechnet. Für den Monat, in dem das Geschäft endet, werden die Tage prinzipiell kalendergenau gezählt. Für das Basisjahr werden immer 360 Tage angenommen.

Die Eurozinsmethode act/360 liefert naturgemäß die höchsten Zinserträge. Dies folgt daraus, dass im Quotienten ein niedrigerer Nenner (360) eingesetzt und eine höhere Anzahl an Tagen berücksichtigt wird. Die Monate mit 31 Tagen sind nicht auf 30 gekappt. Allerdings wenden nur wenige Emittenten diese Methode an.

Neben der angewandten Zinsmethode muss auch geregelt werden, wie und wann der Emittent zahlt, wenn der Zahltag auf ein Wochenende oder einen Feiertag fällt. In der Regel verschiebt sich die Auszahlung dann auf den folgenden Bankgeschäftstag. Für weitere Tage, in denen das Geld damit beim Emittenten verbleibt, entstehen dem Kunden aber keine Zinsansprüche. Einige Emittenten geben diese Vorgehensweise mit dem Zusatz „unadjusted following“ an.

Unterschiedliche Zinsformeln im Vergleich

Berechnungszeitraum 01.01.12 bis 01.07.2013 (547 Tage); Nominalbetrag: 10.000 €; Zinssatz p.a.: 10,0%

Berechnungsmethode	Zinstage/Basisjahr	Zinsberechnung	Ergebnis in €	angewendet u. a. von
act / act	365/366 + 182/365	$10.000 \times 10/100 \times (365 / 366 + 182 / 365)$	1.495,90	CBK, BayLB, DZ, Helaba, HSBC, HVB, LBBW, LBB, RBS, WGZ
act / 360	547/360	$10.000 \times 10/100 \times 547 / 360$	1.519,44	CBK, UBS, VON, WGZ
act / 365	547/365	$10.000 \times 10/100 \times 547 / 365$	1.498,63	CBK, WGZ
30 / 360	570/360	$10.000 \times 10/100 \times 540 / 360$	1.500,00	CS, DEU, Helaba, UBS, VON

Quelle: DZB Research / www.zinsen-berechnen.de

Internet-Tipp

Auf www.zinsen-berechnen.de kann man sich Zinstage für eine Periode gemäß den einzelnen Methoden berechnen lassen.

höheren Anleihepreis entsprechend gemindert. Den aktuellen Kurs der Anleihe gibt die Emittentin in Prozent an (Prozentnotiz). Dies ist der sogenannte *Clean Price*. Der Kupon bleibt darin unberücksichtigt. Um den Gesamtwert der Anleihe zu erfahren, muss der Kupon noch anteilig hinzugerechnet werden. Erst beide Komponenten zusammen ergeben den *Dirty Preis*, den der Kunde tatsächlich beim Kauf während der Laufzeit zahlen muss bzw. den Verkäufer erhalten.

Dies haben Aktienanleihen mit klassischen Bonds gemein. Einige Emittenten geben den aufgelaufenen Kuponanteil – auch Stückzinsen genannt – tagesaktuell an. Weist die Emittentin diese Preiskomponente nicht aus, kann der Wert auch selbst berechnet werden. Die Vorgehensweise klingt einfach: Der angegebene Zinssatz pro Jahr ist auf den tatsächlichen Zinszeitraum umzurechnen. Ist die Anleihe seit sechs Monaten am Markt, fällt die Hälfte des ausgewiesenen Kupons an. Diese einfache Rechnung trifft es aber nicht immer exakt. Denn: Die Zählweise verstrichener Tage und die Anzahl der Tage eines Jahres, das als

Berechnungsbasis dient, variieren. Vier verschiedene Zinsberechnungsmethoden sind zurzeit bei den einzelnen Emittenten zu finden. Vielfach tauchen jedoch auch innerhalb der Produktpaletten eines einzelnen Hauses mehrere dieser Zinsusancen auf.

Zinsformel entscheidet über Ertrag

Bei der „Deutschen Methode“ fließt ein Monat beispielsweise immer mit 30 Tagen in die Kalkulation ein – egal, ob es sich um einen kurzen Februar mit tatsächlich nur 28 Tagen oder einen langen Monat wie den März mit 31 Tagen handelt. Dafür besteht ein Jahr in dieser Logik auch konsequent nur aus 360 Tagen. Die Abweichung der Ergebnisse je nach Zinsmethode machen die Beispiele auf Seite 11 deutlich: Der Zeitraum für die Berechnung beträgt hier anderthalb Jahre, die Verzinsung liegt bei zehn Prozent p.a. und der eingesetzte Betrag bei 10.000 Euro. Die Ergebnisse der einzelnen Zinsmethoden liegen in der Spitze fast 24 Euro auseinander. Unterschiedliche Berechnungsformeln sind auch der Grund dafür, dass Aktienanleihen mit scheinbar absolut

gleichen Konditionen bei den einzelnen Emittenten trotzdem unterschiedliche Ertragsergebnisse liefern können. Ein Kupon von fünf Prozent bedeutet bei einem Nominalbetrag von 1.000 Euro eben nicht immer, dass der Kunde eine exakte Auszahlung von 50 Euro nach einem Jahr Laufzeit erhält.

Für Kunden, die sich nicht mit Stückzinsen herumärgern wollen oder bei denen sich Berater die Mühe bei der Erläuterung dieser Thematik sparen wollen, bieten einige Emittenten auch Alternativen an. Funktionsweise und Chance-Risiko-Profil sind mit denen von Aktienanleihen identisch. Stückzinsen werden hier aber im ausgewiesenen Preis berücksichtigt. Dies gilt beispielsweise für die *Festzins-Zertifikate* der Deutschen Bank und *ZinsFix-Zertifikate* der DZ Bank.

Diese Beispiele zeigen einmal mehr, dass um die klassische Aktienanleihe mittlerweile ein ganzer Dschungel verschiedener Ausgestaltungen mit großer Namensvielfalt gewachsen ist. Für Berater ist es da umso wichtiger, die Details zu prüfen. Selbst kleine Namenszusätze können große Abweichungen im Risikoprofil bedeuten. *DZB*

Angebot der wichtigsten Aktienanleihe-Emittenten im Überblick

	BayernLB	Commerzbank	Credit Suisse	Deutsche Bank	DZ Bank	Hessische LB	HSBC
Verwendete Bezeichnung für die einzelnen Typen							
Classic*	Aktienanleihe	Classic	Aktienanleihe/ Classic	Aktienanleihe	Aktienanleihe	Aktienanleihe	Aktienanleihe
Protect*	Anleihe, Anleihe Plus	Plus	Anleihe/Kupon Anl./Protect Kupon	Plus	Protect	---	Protect
Protect Pro*	---	Plus Pro	---	---	Protect Pro	---	---
Easy*	Indexanleihe, Spezial	Protect	Protect	Easy	---	Kuponanleihe	Protect Pro
Modalitäten der Produktausgestaltung							
Art des Settlement	standard**	standard**	bei Protect: cash	bei Indexanleihen: Indexzertifikate	standard**	standard**	standard**
Kuponzahlung (am Ende od. laufend?)	beides	am Ende	beides	am Ende	beides	beides	beides
Verwendete Bezeichnung für die einzelnen Typen							
Classic*	Aktienanleihe	Aktienanleihe	Aktienanleihe	Aktienanleihe	Aktienanleihe	Aktienanleihe	Aktienanleihe
Protect*	Protect Pro	Barriere	Protect	Plus	Plus	Protect	Plus
Protect Pro*	---	---	Protect-Pro	---	---	---	---
Easy*	Protect	Easy/Fix Kupon Easy Express	Easy	---	---	Protect Pro	Plus Pro
Modalitäten der Produktausgestaltung							
Art des Settlement	standard**	standard**	standard**	bei Aktien in Fremd- währung: cash	standard**	standard**	immer cash
Kuponzahlung (am Ende od. laufend?)	beides	beides	beides	am Ende	am Ende	beides	beides

* Classic: keine zusätzliche Schwelle; Protect: Barriere dauerhaft aktiv (amerikanisch), Basispreis immer 100%; Protect Pro: Barriere in verkürztem Zeitraum aktiv, Basispreis immer 100%; Easy: Endfällige Barriere (europäisch), Basispreis immer 100% ** Bezieht sich auf Rückzahlung, wenn Basispreis unterschritten bzw. Barriere gerissen; als Standard gilt: Settlement in Aktien bei Aktienanleihen, in Cash bei Index- und Rohstoffanleihen