



Geschmacksfrage

Aktienanleihen und Discount-Zertifikate sind in vielen Punkten gleich. Beide Produktkategorien sind ähnlich gebaut und weisen dasselbe Rendite-Potenzial auf. Für was sollen sich Anleger also entscheiden? Rabatt oder Zinsen? Das kommt auf die Anlagepräferenzen an.

Bei einer Aktienanleihe erwirbt der Käufer – analog zu klassischen Anleihen – ein Wertpapier zu einem bestimmten Kurswert und erhält eine Zinszahlung. Während allerdings klassische Anleihen in der Regel bei Fälligkeit zu einem Kurswert von 100 Prozent zurückgezahlt werden, hängt die Rückzahlung von Aktienanleihen vom Stand der zugrunde liegenden Aktie am Bewertungstag ab. Notiert sie über einem bei Emission festgelegten Kurs (Basispreis), erhält der Anleger den Nennbetrag zurück. Notiert sie allerdings darunter, liefert ihm der Emittent eine bei Emission festgelegte Anzahl Aktien. Für dieses höhere Risiko wird der Anleger im Gegenzug mit einem

Zinskupon belohnt, der deutlich über dem Niveau klassischer Anleihen liegt. Technisch gesehen legt der Emittent einer Aktienanleihe den vom Anleger investierten Betrag an und erwirbt eine Put-Option auf die zugrunde liegende Aktie. Aus der Verzinsung sowie der Optionsprämie des Puts speist sich der Zinskupon, den der Emittent dem Anleger anbieten kann.

Höhere Vola, höherer Kupon

Notiert die Aktie am Laufzeitende auf oder über dem Basispreis des Puts, wird die Verkaufsoption nicht ausgeübt und der Anleger erhält den Nennbetrag zurück. Notiert sie

allerdings darunter, wird der Emittent seine Option ausüben und der Anleger bekommt die entsprechende Anzahl Aktien geliefert. Betrachtet man also die einzelnen Bestandteile der Aktienanleihe, wird ersichtlich, bei welchen Marktbedingungen die Attraktivität von Aktienanleihen zunimmt: Eine höhere Volatilität an den Aktienmärkten führt zu einer höheren Optionsprämie und somit zu einem höheren Zinskupon. Allerdings ist dabei zu beachten, dass eine höhere Volatilität auch die Chance erhöht, dass der Anleger am Laufzeitende die Aktie statt des Nennbetrags erhält.

Rabatt statt Zinsen

Bei Discount-Zertifikaten erhalten Anleger statt der Zinszahlung einen Rabatt: Der Käufer des Zertifikats zahlt einen Preis, der deutlich unter dem aktuellen Kurs des Basiswerts liegt (Discount). Gleichzeitig verzichtet er aber auf die Chance eines Kursanstieges über eine festgelegte Höhe (Cap) sowie die Dividende. Ein Discount-Zertifikat bietet also eine ähnliche Renditechance wie eine Aktienanleihe. Am Bewertungstag ergeben sich für den Anleger zwei Möglichkeiten: Wenn die Aktie unter dem Cap notiert,



Express

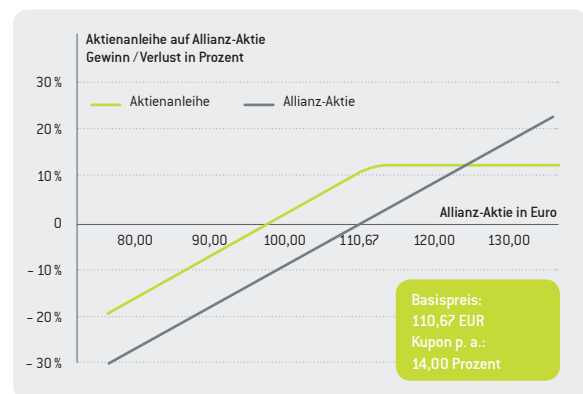
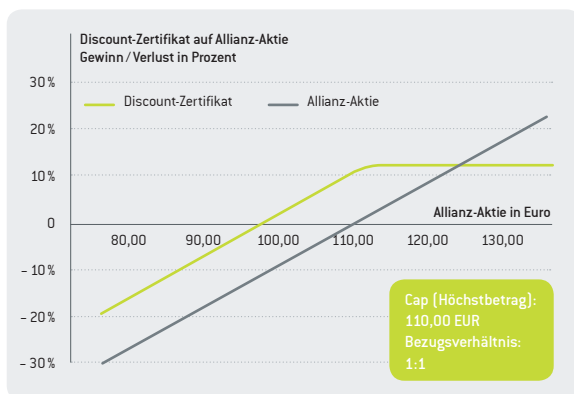
- Aktienanleihen und Discount-Zertifikate weisen ein sehr ähnliches Chance-Risiko-Profil auf.
- Beide Produkte sind auf Anleger zugeschnitten, die eine Seitwärtsbewegung oder einen moderaten Anstieg des Basiswertes erwarten.
- Entscheidend ist daher nicht die Markterwartung, sondern alleine die Anlagepräferenz.

erhält er die Aktie geliefert. Liegt der Kurs der Aktie hingegen auf oder über dem Cap, zahlt der Emittent den Cap in bar aus.

Höhere Vola, höherer Discount

Für die Konstruktion spielt der Verkauf einer Option die entscheidende Rolle: Der Anleger kauft die Aktie und verkauft gleichzeitig eine Call-Option mit einem Basispreis in Höhe des Caps auf dieselbe Aktie. Der durch die verkaufte Call-Option erzielte Verkaufserlös plus der Barwert der Dividende ist der Betrag, um den das Discount-Zertifikat ►►

Auszahlungsprofil: Discount-Zertifikat vs. Aktienanleihe



Bei Discount-Zertifikaten nimmt der Anleger an Kursgewinnen des Basiswerts bis zum Höchstbetrag teil. Mehr Rendite ist nicht möglich. Dafür ist durch den Rabatt das Verlustrisiko geringer als bei einem Direktinvestment. Bei der Aktienanleihe entspricht der Kupon der maximal erzielbaren Rendite. Voraussetzung dafür: Der Basiswert notiert über dem Basispreis.

Quelle: Sal. Oppenheim

PRODUCT



Die Deutschen bevorzugen „Discounter“, die Schweizer favorisieren Aktienanleihen.

Die Zwillinge im Überblick

Aktienanleihen und Discount-Zertifikate eint die gleiche Markterwartung. Unterschiedlich sind die Anlagemotive.

	Discount-Zertifikat	Aktienanleihe
Markterwartung	Seitwärtsbewegung oder moderater Anstieg des Basiswerts	Seitwärtsbewegung oder moderater Anstieg des Basiswerts
Rückzahlung	maximal Cap (Höchstbetrag)	maximal 100 Prozent des Nennwerts
Anlagemotiv	mit Rabatt in eine Aktie investieren	Alternative zu verzinslichen Wertpapieren

günstiger gegenüber seinem Basiswert ist. Auch hier gilt: Je höher die Volatilität, desto höher die erzielte Optionsprämie und desto höher der Discount.

Eine Frage der Anlegerpräferenz

Da die Zwillinge von den gleichen Markterwartungen profitieren und ein sehr ähnliches Chance-Risiko-Profil aufweisen, müsste man zumindest theoretisch annehmen, dass sich die Nachfrage nach ihnen in etwa die Waage hält. In der Praxis ist allerdings das Gegenteil der Fall: In Deutschland werden zurzeit ganz klar Discount-Zertifikate bevorzugt. In der Schweiz sind hingegen die Aktienanleihen (Reverse Convertibles) in der Anlagergunst ganz weit vorn. Die Unterschiede in der Nachfrage liegen in den

verschiedenen Anlagepräferenzen begründet. Aktienanleihen werden – insbesondere in der Schweiz – aufgrund ihrer attraktiven Verzinsung oft als Alternative zu Fremdwährungsanleihen und High Yield Bonds mit schlechter Bonität gekauft. Sie werden weniger als Alternative zum Direktinvestment in Aktien wahrgenommen. In einem Beratungsgespräch ist es deshalb wichtig, die Anleger deutlich auf die Möglichkeit der Lieferung von Aktien am Laufzeitende und die Unterschiede zu klassischen Anleihen hinzuweisen.

Kuponzahlung dient als Puffer

Anleger sollten nur Aktienanleihen auf Basiswerte kaufen, zu denen sie grundsätzlich eine positive Meinung haben und die sie im ungünstigen Fall in ihrem Depot haben möchten. Die Kuponhöhe sollte daher nicht das zentrale Entscheidungskriterium sein. Gleichzeitig darf nicht vergessen werden, den Kupon bei der Bewertung des Anlageerfolgs mit einzubeziehen. Eine Lieferung der Aktie bedeutet für den Anleger nicht automatisch einen Verlust: Nur wenn der aktuelle Marktwert der gelieferten Aktie zuzüglich der Zinszahlung unter dem gezahlten Kaufpreis liegt, hat der Anleger tatsächlich einen Verlust erzielt. Bei den Käufern von Discount-Zertifikaten handelt es sich zumeist um „Aktien-affinere“ Anleger, die ganz gezielt mit Rabatt in einen bestimmten Titel investieren möchten. Mittlerweile gibt es die Zwillinge auch in unterschiedlichen Varianten. So standen 2007 Multi-Aktienanleihen und Multi-Discount-Zertifikate, die sich auf mehrere Basiswerte beziehen, im Fokus des Anlegerinteresses. ■



Expertenbeitrag von

Christopher Maaß

Senior Vice President Trading & Derivatives
beim Bankhaus Sal. Oppenheim