



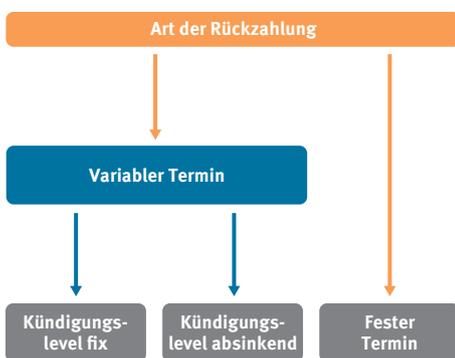
Foto: istockphoto | Doucefleureur

Lockruf der Zinskupons verlangt genaue Analyse

In unserer Serie werden typische Verhaltensmuster von Anlegern aufgezeigt, um zu prüfen, welche Produkttypen geeignet sind, um eine für den entsprechenden Kunden sinnvolle Lösung zu liefern. Teil 3 behandelt den Zinsjäger

von Torsten Vetter, NFS Netfonds

Unterscheidung nach Art der Fälligkeit



Quelle: NFS Netfonds

Für die Rückzahlung von Zertifikaten stehen drei Varianten zur Verfügung. Die einfachste Form ist die Tilgung zu einem festen Termin. Daneben haben sich Produkte etabliert, bei denen die Tilgung auch vorzeitig erfolgen kann. Dies hängt davon ab, ob der Basiswert ein bestimmtes Level übersteigt. Diese Zielmarke kann immer gleich bleiben oder im Laufe der Zeit gesenkt werden.

Geldanleger in Deutschland gelten als besonders sparsam. Doch trotz der vergleichsweise hohen Sparquote ist das Geldvermögen der Deutschen nicht so hoch, wie es sein könnte. Eine Ursache hierfür ist, dass gerade die langfristig ertragreichsten Anlageformen häufig gemieden werden, da sie kurzfristig stärker schwanken. Vielen Anlegern bereitet eine solche erhöhte Volatilität offenbar Bauchschmerzen. In der Vergangenheit waren für konservative Investoren daher Anlagen auf Sparbüchern und in Festgeldern oder der Erwerb von Anleihen mit einwandfreier Schuldnerqualität obligatorisch. „Nicht nur Wohltun trägt Zinsen – auch Zinsen tun wohl“ – dieser Aphorismus eines unbekanntenen Verfassers fasst die Sichtweise vieler Anleger daher treffend zusammen. Auch wenn der Ertrag aus derartigen Investitionen hinter der Rendite von Aktienanlagen zurückblieb, konnte lange Zeit zumindest ein Inflationsausgleich nach Kosten und Steuern erreicht werden.

Doch diese Zeiten sind vorüber. Was vor wenigen Jahren noch unvorstellbar war, ist heute Realität: Selbst langlaufende Bundesanleihen weisen inzwischen negative Renditen aus. Viele Anleger sind dadurch in Lethargie verfallen und parken ihr Vermögen seit Jahren auf dem Girokonto oder auf einem inzwischen ebenfalls zinslosen Tagesgeldkonto. Immerhin geben diese Anlageformen das Empfinden von Sicherheit.

Das Tückische an diesem Verhalten ist jedoch, dass der damit verbundene Substanzverlust zwar nicht offensichtlich ist, aber dennoch stattfindet. Die Inflation nagt kontinuierlich am Kaufwert des Vermögens. Im Fall einer künftig wieder steigenden Inflationsrate durch die absehbar ausufernde Staatsverschuldung im Zusammenhang mit den Hilfsmaßnahmen zur Bewältigung der Corona-Krise würde sich ein solcher Vermögensschwund sogar noch beschleunigen.

Was also tun? Zertifikate sind gerade für konservative Anleger gut geeignet, um das entstandene Zinsvakuum zu füllen. Ein allgemeines Merkmal von Zertifikaten ist deren große Flexibilität in der Ausgestaltung. Bei Zertifikaten mit Zinskomponente gilt dies in besonderem Maße. Beratern und Anlagekunden steht ein wahres Füllhorn an Varianten zur Verfügung, das für jede Situation eine passgenaue Auswahl ermöglicht. Diese Vielzahl der Ausgestaltungsformen macht es aber erforderlich, die wesentlichen Unterscheidungsmerkmale der Papiere zu analysieren und zu klassifizieren. Nur mit einer solchen Systematik ist es möglich, einen klaren Überblick zu erhalten.

Merkmal 1: Art der Fälligkeit

Die hier zu treffende Unterscheidung ist simpel: Gibt es einen von vornherein feststehenden Fälligkeitstermin oder besteht die zusätzliche Möglichkeit einer vorzei-

tigen Rückzahlung? Erfreulicherweise hat sich inzwischen ein lange Zeit bestehendes Chaos in der Namensgebung von Zertifikaten mit der Ausgestaltung „eine vorzeitige Fälligkeit ist möglich“ etwas gelichtet: Die Emittenten versehen derartige Produkte mittlerweile allesamt mit dem Zusatz *Express*. Bei der Frage, ob es zu einer vorzeitigen Rückzahlung kommt, wird an vorab festgelegten Beobachtungszeitpunkten geprüft, ob das für die Rückzahlung erforderliche „Triggerlevel“ vom Basiswert erreicht wurde. Ist dies erfüllt, erfolgt die vorzeitige Tilgung, was für den Anleger dann immer ein positives Gesamtergebnis zur Folge hat. Die Frequenz der angesetzten Beobachtungstermine ist je nach Zertifikat unterschiedlich. Im Extremfall erfolgt eine monatliche Betrachtung. Gängig und etabliert sind aber vor allem Überprüfungsintervalle von drei, sechs oder zwölf Monaten.

Die Art der Tilgungsschwelle kann dabei ebenfalls variieren: Bei vielen Papieren bleibt sie während der gesamten Laufzeit gleich. In anderen Varianten sinkt sie hingegen im Laufe der Zeit ab, sodass sich die Wahrscheinlichkeit einer vorzeitigen Rückzahlung erhöht. Diese Unterart einer absinkenden Tilgungsschwelle wird von vielen Emittenten mit dem Namenszusatz *Step down* gekennzeichnet. Eine gleichbleibende Tilgungsschwelle, die aber von Anfang an deutlich unterhalb des Startniveaus des Basiswerts liegt, ist oft am Fragment *Deep* in der Produktbezeichnung erkennbar.

An dieser Stelle ist es an der Zeit, mit einem weit verbreiteten Irrtum aufzuräumen: Die meisten Anleger, aber auch ei-

nige Berater gehen davon aus, dass der „Expressmechanismus“ per se betrachtet die Produktqualität verbessert. Dies ist in den allermeisten Fällen jedoch nicht der Fall. Denn die vorzeitige Fälligkeit erfolgt ja



Torsten Vetter, NFS Netfonds
Spezialist Wertpapiere/Anlagezertifikate

immer dann, wenn der Basiswert gestiegen beziehungsweise nicht zu stark gefallen ist. Insofern laufen solche Zertifikate ausgerechnet dann weiter, wenn der Basiswert – unter Umständen massiv – rückläufig war. Ist der Basiswert hingegen (stark) gestiegen und die Gefahr von Barriereverletzungen hat sich für die restliche Laufzeit somit verringert, werden die Papiere vorzeitig fällig. Der Anleger hat in diesen Fällen ein erhöhtes Wiederanlagerisiko, da sich die Basis am Aktienmarkt für eine mögliche Wiederanlage des vorzeitig zurückgezahlten Expresszertifikats ebenfalls erhöht hat.

Doch dieser Nachteil des Expressmechanismus hat aus Anlegersicht auch positive

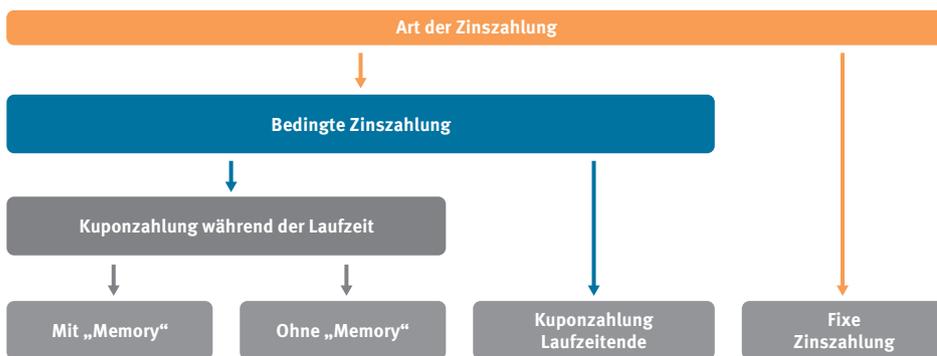
Aspekte. Zum einen wird sich kaum ein Kunde im Fall einer vorzeitigen Rückzahlung ärgern, da er ja ein positives Ergebnis erzielt hat. Zum anderen ermöglicht das „Inkaufnehmen“ der möglichen schnellen Rückzahlung bessere Produktkonditionen als bei vergleichbaren Papieren mit festem Rückzahlungstermin. Dies können höhere Zinskupons, ein größerer Sicherheitspuffer oder aber eine bessere Pufferqualität sein.

Merkmal 2: Art der Zinszahlung

Die Höhe der Kupons ist aber nur eines der Unterscheidungsmerkmale bezüglich der vorgesehenen Zahlungen. Denn auch hierfür gibt es verschiedene Ausgestaltungsformen. Die erste Variante besteht in einer fixen Kuponzahlung, wie bei einer gewöhnlichen Anleihe. Die Kuponzahlung erfolgt dann in jedem Fall und unterliegt keinerlei Bedingungen (außer der Zahlungsfähigkeit des Emittenten). Beispielhaft für diese Art sind Aktienanleihen oder Fixkupon Expresszertifikate. Ein Sonderfall sind bonitätsabhängige Schuldverschreibungen: Bei diesen hängt die ordnungsgemäße Zins- und Rückzahlung nicht von der Entwicklung des Aktienmarktes oder einzelner Aktien ab, sondern von der Zahlungsfähigkeit des Unternehmens, auf das sich das Zertifikat bezieht. Eine Gefahr für die Zinszahlung (und auch für die spätere Rückzahlung) droht hier lediglich bei Extremenszenarien wie einer Insolvenz oder einer Restrukturierung des Unternehmens.

Als zweite Möglichkeit gibt es Zertifikate, die ebenfalls laufend Zinsen ausschütten können. Im Gegensatz zu den Papieren mit

Unterscheidung nach der Art der Kupon- oder Prämienzahlung



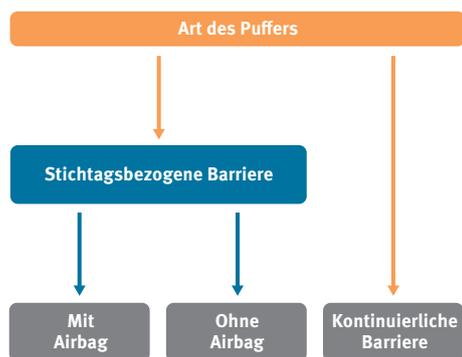
Quelle: NFS Netfonds

Das wichtigste Unterscheidungsmerkmal bei den Kuponzahlungen ist, ob diese sicher gezahlt werden oder ob deren Ausschüttung an Bedingungen geknüpft ist. Bei bedingten Zahlungen wird zumeist eine Kuponschwelle markiert, die von der betrachteten Aktie mindestens erreicht werden muss. Zu unterscheiden ist dann noch, ob einmal ausgefallene Kupons nachgezahlt werden können (Memory) oder ob die gesammelten Kupons generell nur bei Tilgung gezahlt werden.

fixer Zinszahlung steht diese Ausschüttung hier aber unter Vorbehalt und erfolgt nur, wenn bestimmte Bedingungen erfüllt sind. Meistens besteht eine solche Bedingung darin, dass an festgelegten regelmäßigen Beobachtungstagen kurz vor der (möglichen) Zinszahlung der Basiswert einen Mindestwert erreichen muss. Dieser Mindestwert wird als *Kuponschwelle* bezeichnet. Wird diese Kuponschwelle vom Basiswert überschritten, löst dies die Zinszahlung im Zertifikat aus – andernfalls entfällt sie. In den bevorzugt angebotenen Varianten sind solche ausgefallenen Zinszahlungen aber nicht unwiderruflich verloren. Sie können nachgeholt werden, wenn an einem der folgenden Beobachtungstage die Kuponschwelle doch wieder von der jeweils betrachteten Aktie übertroffen wird. Folgerichtig werden diese Papiere in der Branche als *Memory Expresszertifikate* bezeichnet.

Die dritte Variante einer Kuponzahlung ist die eigentliche Ursprungsidee des Expressmechanismus. Hier kommt es nicht zu laufenden Zinszahlungen. Stattdessen wird im Falle einer erfolgreichen (vorzeitigen) Rückzahlung zusätzlich zur Tilgung

Unterscheidung nach Art des Puffers



Quelle: NFS Netfonds

Bei der Absicherung gegen Kapitalverluste sind drei Varianten üblich, die sich in Hinblick auf ihre Schutzfunktion stark unterscheiden. Den geringsten Schutz bieten Barrieren, die während der gesamten Laufzeit (kontinuierlich) übertroffen werden müssen. Sicherer sind Barrieren, die nur am letzten Tag der Laufzeit halten müssen. Wichtig ist dann noch, ob bei Unterschreiten dieser Barriere der volle Aktienverlust zu tragen ist oder ob er durch einen Airbag abgedeckt wird.

ein Kupon gezahlt, dessen Höhe sich danach bemisst, wie viele Beobachtungsperioden seit Auflage vergangen sind. Dabei steigt der Kupon in der Regel linear pro Beobachtungsperiode an. Beträgt der Kupon also beispielsweise fünf Prozent pro Periode und das Papier würde nach drei Jahren getilgt, würde die Kuponhöhe 15 Prozent betragen. Rein technisch handelt es sich bei diesem Kupon eher um einen Rückzahlungsgewinn, da die Kuponzahlung in der Regel nicht separat verbucht, sondern in einer Summe mit der Tilgung geleistet wird. Aus Kundensicht wird das „Plus“ einer solchen Rückzahlung trotzdem als Kupon wahrgenommen. Die Namensgebung solcher Zertifikate mit Rückzahlungsgewinn statt laufender Kuponzahlungen ist nicht einheitlich – vielfach werden sie als „klassische Expresszertifikate“ bezeichnet.

Merkmal 3: Art des Risikopuffers

Noch wichtiger als Art und Zeitpunkt von Rückzahlung und Ausschüttung ist jedoch die Betrachtung des gewährten Risikopuffers. Ein weitverbreiteter Anlegerfehler ist hierbei, dass nur die Quantität – also die reine Höhe des Risikopuffers – als Auswahlkriterium herangezogen wird. Mindestens ebenso wichtig ist aber auch die Qualität des Schutzmechanismus. Gerade bei in der Tendenz risikoaversen „Zinsjägern“ darf dieser Punkt keinesfalls außer Acht gelassen werden. Die Qualität des Risikopuffers hat zwei wesentliche Auswirkungen: Einerseits wird die Frage beantwortet, wie hoch die Eintrittswahrscheinlichkeit ist, dass es überhaupt zu Verlusten kommt. Andererseits hängt vom Risikopuffer ab, wie drastisch Verluste im Falle des Falles ausfallen.

Zu unterscheiden sind folgende Qualitäten von Risikopuffern: Die höchste Verlustgefahr beinhalten Puffer, die jederzeit während der Laufzeit des Zertifikats zerstört werden können. Hierzu wird zu Beginn der Zertifikatelaufzeit der Startkurs des Basiswerts festgestellt sowie eine Barriere, die in aller Regel deutlich tiefer liegt. Diese Barriere wird zu Laufzeitbeginn scharfgeschaltet und während der gesamten Laufzeit des Zertifikats überwacht. Eine verlustfreie Rückzahlung des Nominalbetrages ist nur dann gewährleistet, wenn der Basiswert die Barriere zu keinem Zeitpunkt während der Laufzeit unterschreitet.

Der Zinsjäger

Hierbei handelt es sich wahrscheinlich um den am weitesten verbreiteten Anlegertyp. Ihm soll daher besonders viel Raum gewidmet werden. In dieser Ausgabe stehen deshalb zunächst einige wichtige Grundbetrachtungen im Fokus. In der nächsten Folge sollen dann die passende Produkttypen für die unterschiedlichen Gruppen von Zinsjägern aufgezeigt werden.

Wird die Barriere hingegen verletzt und liegt am Laufzeitende der Basiswert immer noch unterhalb des Startniveaus, so wird die Rückzahlungshöhe des Zertifikats in der Regel um den vollen Verlust des Basiswerts geschmälert. Viele Expresszertifikate mit Fixkupon weisen solche kontinuierlich beobachteten Schwellen auf, die als „amerikanische Barrieren“ bezeichnet werden. Als kleiner Trost ist es bei dieser Struktur obligatorisch, dass die Kupons auch bei einem Barrierebruch weiter gezahlt werden.

Deutlich weniger riskant ist die „europäische Barriere“. Sie ist nur am letzten Tag der Laufzeit aktiv. Ein Unterschreiten der Barriere während der Laufzeit hat somit zunächst keine negativen Auswirkungen auf die Rückzahlungshöhe am Laufzeitende.

Zertifikate mit europäischer Barriere können in zwei Untervarianten unterteilt werden. Papiere, die lediglich einen digitalen Puffer aufweisen, vollziehen bei einem Unterschreiten der Barriere am Laufzeitende sofort den gesamten Verlust des Basiswerts 1:1 nach. Liegt eine Barriere etwa bei 50 Prozent vom Startniveau und notiert der Basiswert am Ende knapp darunter, hat sich das Zertifikat mehr als halbiert. Sehr viel sanfter bergab geht es mit der besten Pufferqualität – dem Airbag: Hier beginnt die Reduzierung der Rückzahlung erst ab der Barriere und nicht bereits ab dem Startniveau des Basiswerts zu Beginn der Zertifikatelaufzeit. Im zuvor genannten Beispiel würde die Rückzahlung des Zertifikats bei einem Abrechnungskurs der Aktie von 45 Prozent also nur um die kleine Spanne von 50 bis 45 geschmälert.

Dies ist ein externer Beitrag. Er gibt nicht zwingend Meinung und Einschätzung der Redaktion wieder.