

Februar 2010

Auswirkungen von Kapitalmaßnahmen auf strukturierte Produkte



Mit Kapitalmaßnahmen (Corporate Actions) verfolgen Unternehmen verschiedenste individuelle Zielsetzungen. Doch welche Arten von Corporate Actions gibt es und wie wirken sich diese Maßnahmen für die Halter von strukturierten Finanzprodukten aus?

Unter einer Kapitalmaßnahme im engeren Sinne versteht man einen meldepflichtigen und durch die Hauptversammlung zu genehmigenden aktienrechtlichen Vorgang, welcher die Eigenkapitalstruktur eines Unternehmens beeinflusst. Fasst man diese Definition etwas weiter, so können auch das Grundkapital nicht verändernde Maßnahmen, wie etwa Stock Splits oder Reverse Splits zu den Corporate Actions gezählt werden. Letztlich kommt es bei einer Kapitalmaßnahme zu einer Änderung der Kapital- und Stimmrechtsanteile der Aktionäre.

Die Hintergründe für die Durchführung von Kapitalmaßnahmen sind vielschichtig. Sie reichen von rein strategischen Überlegungen wie einer Ausgliederung von Unternehmensteilen (Spin-Off) oder Fusionen über die Steigerung der Attraktivität und Handelbarkeit einer Aktie (Stock Split) bis zur Gewinnung frischen Kapitals im Zuge einer Kapitalerhöhung. Aufgrund der Auswirkungen diverser Kapitalmaßnahmen auf die Kapital- und Stimmrechtsstruktur der Aktionäre, muss eine etwaige Benachteiligung dieses Personenkreises nach geltendem Recht ausgeschlossen werden. Der sogenannte "Verwässerungsschutz" garantiert, dass es durch die Ausgabe neuer Aktien nicht zu einer Verringerung des Wertes der Altaktien kommt. Durch das Zeichnungsrecht an den neuen Aktien (etwa bei einer Kapitalerhöhung) kann der Altaktionär somit seine Beteiligungsquote am Unternehmen konstant halten.

Doch nicht nur für die Shareholder sind derlei "Anti Dilution-Regelungen" ein wichtiger Bestandteil zum Schutz ihres Kapitals. Auch bei Zertifikaten und Optionsscheinen finden Verwässerungsschutzklauseln regelmäßig Anwendung. Aufgrund des derivativen Charakters spiegeln sich Änderungen im Kurs des betreffenden Basiswerts direkt im Wert des Produkts wider. Eine Kapitalmaßnahme wirkt sich somit unter Umständen preisverändernd aus. Die rechtlichen Anforderungen verlangen daher auch hier eine Kompensation der potentiell nachteil-

igen Auswirkungen für den Anleger. Als Folge ist die Emittentin verpflichtet, ihre Stammdaten dergestalt anzupassen, dass der Investor in ökonomischer Hinsicht die gleiche Stellung einnimmt, wie vor Durchführung der Kapitalmaßnahme. Wie genau eine Corporate Action sich auf ein bestimmtes Zertifikat auswirkt, ist im Basisprospekt vorab definiert. Im Regelfall entspricht das Vorgehen der Emittenten dem der Terminbörse EUREX. Nicht zuletzt deshalb, weil die dort gehandelten Optionen häufig als Bestandteil diverser Zertifikatstrukturen dienen.

Im Folgenden werden die gängigsten Corporate Actions sowie die damit verbundenen Anpassungen auf Produktebene kurz vorgestellt.

> KAPITALERHÖHUNG

Bei der Kapitalerhöhung handelt es sich um eine das Grundkapital verändernde Maßnahme. Es bestehen diverse Möglichkeiten, das gezeichnete Kapital einer Gesellschaft zu erhöhen. Dies kann zum Einen durch Zuführung "frischen" Kapitals mittels Ausgabe neuer Aktien erfolgen. Zum Anderen besteht aber auch die Möglichkeit, durch einen sogenannten Passivtausch über gebildete Rücklagen den Eigenkapitalanteil aus Eigenmitteln zu erhöhen. Da sich jedoch in allen Fällen der Marktwert des Eigenkapitals erhöht, wirkt sich eine Kapitalerhöhung stets kursbeeinflussend aus.

Entspricht nun beispielsweise die Rückzahlung eines Discount-Zertifikats genau der Wertentwicklung der unterliegenden Aktie (bis zum Cap), so wäre der Halter nach erfolgter Kapitalerhöhung schlechter gestellt, als dies zuvor der Fall war. Eine wertneutrale Anpassung der Zertifikatsbedingungen muss vollzogen werden. Im Normalfall geschieht dies mittels eines speziellen Korrekturfaktors, welcher zum Einen den Cap des Discount-Zertifikats an die neuen Gegebenheiten anpasst und zum Anderen auch das Bezugsverhältnis in gegengesetzter Richtung adjustiert. Der Korrekturfaktor entspricht dabei dem Bezugsrecht, welches den Altaktionären für den Erwerb neuer Aktien zugesprochen wird. Werden beispielsweise 5 alte Aktien für den Erwerb von 4 neuen Aktien benötigt, so liegt das Bezugsrecht bei 4:5, was einem Faktor von 0,8

entspricht. Der adjustierte Cap läge damit bei 80% des Ausgangswerts. Das Bezugsverhältnis würde analog auf $1/0,8 = 1,25$ ansteigen. Die Anpassung wurde wertneutral vollzogen. Der Gläubiger einer Schuldverschreibung wird dadurch dem Aktionär als Teilhaber am Unternehmen gleichgestellt.

> KAPITALHERABSETZUNG

Die Kapitalherabsetzung stellt das Antonym zur Kapitalerhöhung dar. Auch hier kommt es zu einer Änderung der Beteiligungsverhältnisse, da eine Verringerung des Eigenkapitals vollzogen wird. Eine Kapitalherabsetzung findet häufig in Krisenzeiten Anwendung, um entstandene Verluste mittels Verlustvortrag auszugleichen. Ein weiterer Grund kann die Ausschüttung unnötig gebundenen Kapitals an die Eigentümer sein (etwa als steuerlich vorteilhafte Alternative zur Dividende). Die Durchführung einer Kapitalherabsetzung erfolgt beispielsweise durch einen Aktienrückkauf bzw. durch Einziehen der Altaktien oder auch durch eine Aktienzusammenlegung. In allen Fällen kommt es dabei zu einer Verknappung der im Markt befindlichen Titel, was sich im Normalfall kurssteigernd auswirkt.

Auch diese Form der Kapitalmaßnahme erfolgt daher nicht kursneutral, was eine Anpassung der derivativen Produkte notwendig erscheinen lässt. Der zur Anwendung kommende Adjustierungsfaktor (R-Faktor) liegt dabei im Wertebereich >1 , wodurch die Anzahl der zu liefernden Aktien reduziert wird. Die Basispreise (etwa bei einem Plain-Vanilla-Optionsschein) würden sich entsprechend in gleichem Maße erhöhen.

> AKTIENSPLIT (STOCK SPLIT)

Bei einem Stock Split kommt es zu einer (geplanten) Erhöhung der Anzahl an Aktien bei gleichzeitiger Verringerung des Aktienkurses in gleichem Verhältnis. Da sich beide Aktionen gegenseitig gerade aufheben, findet bei dieser Art der Kapitalmaßnahme keine Änderung der Kapitalstruktur statt. Ein Stock Split verfolgt üblicherweise das Ziel, eine Aktie für neue Investorenkreise zu öffnen. Die Aufspaltung von Aktien kommt daher häufig bei vergleichsweise teuren Titeln zur Anwendung, wodurch

deren Kurs deutlich reduziert werden kann. Durch die dadurch erhoffte bessere Handelbarkeit und zusätzliche Nachfrage kommt es nicht selten zu einer deutlichen Kurssteigerung, an der die Altaktionäre dann über die höhere Anzahl an Aktien in ihrem Depot positiv partizipieren.

Für den Halter eines Zertifikats oder Optionscheins ergeben sich ebenfalls deutliche Änderungen in den Ausstattungsmerkmalen. Aufgrund der Durchführung eines Aktiensplits wurde der Kurs des Basiswerts maßgeblich reduziert. Bei einem Stock Split im Verhältnis 1:10 beträgt der Wert der Aktie nach der Maßnahme beispielsweise lediglich noch ein Zehntel des Ausgangsniveaus. Für die Auszahlung - etwa bei Fälligkeit eines Discount-Zertifikats - würde dies einen ebenfalls auf ein Zehntel reduzierten Betrag für den Investor bedeuten. Um diesen Verwässerungseffekt zu umgehen, wird auch bei einem Stock Split eine reziproke Änderung des Bezugsverhältnisses vorgenommen. Im Beispiel wird dem Anleger somit die zehnfache Anzahl an Aktien (oder deren Gegenwert) angegliedert. Die beiden Effekte der Aktienkursreduktion und der Ratioerhöhung heben sich gegenseitig auf.

> REVERSE SPLIT

Das Gegenstück zum Aktiensplit stellt der sogenannte Reverse Split dar. Das Ziel besteht hierbei in einer optischen "Verteuerung" der Aktie. Reverse Splits werden häufig von "Penny Stocks", also Unternehmen mit äußerst niedrigen Aktienkursen, angewendet. Es kommt dabei zu einer Aktienzusammenlegung, wodurch das unveränderte Eigenkapital der Gesellschaft auf eine geringere Anzahl Aktien aufgeteilt wird. Hieraus resultiert ein höherer Aktienkurs als vor der Zusammenlegung. Eine solche Maßnahme macht aus zweierlei Gründen Sinn: Zum Einen bestehen laut Börsengesetz gewisse Mindestanforderungen an die Ausgabe neuer Aktien. Diese dürfen den Wert von 1,- Euro je Aktie nicht unterschreiten. Zum Anderen kommt es bei Aktien, die sich lediglich im Cent-Bereich bewegen, zu starken Performancesprüngen. Denn die kleinste Einheit beträgt definitionsgemäß ein Cent. Bei einem Aktienkurs von lediglich 5 Cent würden Kursschwankungen um den kleinsten möglichen Faktor (1 Cent) aber prozentual bereits sehr hohe Ausschläge bedeuten (20% in beide Richtungen).

Auf Zertifikateebene wird ein Reverse Split durch ein Anheben der relevanten Basispreise und Schwellen kompensiert. Das Bezugsverhältnis verringert sich entsprechend um den Kehrwert des R-Faktors.

> SPIN-OFF

Bei einem Spin-Off handelt es sich um die Ausgliederung eines Unternehmensbereiches aus einer bestehenden Gesellschaft. Der ausgelagerte Teil firmiert fortan als rechtlich eigenständiges Unternehmen.

Über einen Spin-Off lässt sich oftmals kurzfristig Kapital beschaffen. Auch können die Entwicklung einer eigenständigen Produktreihe oder die Vorbereitung zum Verkauf einer Sparte Gründe für eine Ausgliederung von Unternehmensbereichen sein. Bei dieser Form der Kapitalmaßnahme gewährt der Gesetzgeber einen entsprechenden Bestandsschutz für die Altaktionäre. Die wirtschaftliche Gleichstellung wird dadurch erzielt, dass den Aktionären entsprechende Anteile (Aktien oder Kaufoptionen) an der neu gegründeten Gesellschaft überlassen werden.

Für die Inhaber von derivativen Produkten greift auch hier der in den Wertpapierprospekten verankerte Verwässerungsschutz. Im Normalfall wird dazu ein Basket gebildet, der ab dem Tag des Wirksamwerdens der Ausgliederung als neuer Basiswert des derivativen Produkts dient. Der Korb besteht dabei zum Einen aus der Aktie des Referenzunternehmens, welche nun jedoch wertmäßig um den Marktwert der ausgegliederten Sparte vermindert ist. Zum Anderen werden Titel des neu gegründeten und nun eigenständigen Unternehmensbereiches in den Basket eingebucht. Sollte es sich bei dem ausgegliederten neuen Unternehmen um eine Rechtsform ohne öffentlich handelbare Anteile handeln, so können die Anleger anstatt der Aktien auch durch einen geldwerten Anteil entschädigt werden. Die restlichen Konditionen des Produkts, wie etwa Strikes, etwaige Schwellen oder das Bezugsverhältnis bleiben bei einem Spin-Off unangetastet.

> FUSION

Bei einer Fusion kommt es zu einer Verschmelzung mindestens zweier zuvor eigenständiger Unternehmen, die nach dem Zusammenschluss unter einem Dach firmieren. Denkbar ist dabei eine reine Eingliederung eines (zumeist kleineren) Unternehmens unter Beibehaltung des Namens der Hauptgesellschaft oder ein Zusammenschluss mit anschließender Umfirmierung und Namensänderung. Bei Fusionen muss darauf geachtet werden, dass Aktionäre, die Anteile an den eingegliederten Gesellschaften halten, entsprechend entschädigt werden, da es mit dem Zusammenschluss zu einem Delisting der Altaktien kommt.

Dies erfordert eine entsprechende Zuteilung von Aktien der neu fusionierten Gesellschaft an die Altaktionäre. Gewährleistet wird dies über eine entsprechende Umtauschrelation, letztlich also einen Anpassungsfaktor. Dieser gibt an, wieviele neue Aktien je dekotierter Altaktie an die Anteilseigner ausgegeben werden. Um bei derivativen Produkten Wertneutralität in Bezug auf diese Kapitalmaßnahme zu gewährleisten, wird zum Einen der Basiswert ausgetauscht, sowie neben der Anpassung des Zuteilungsverhältnisses (Cover Ratio) auch die entsprechenden Strikes und Schwellen betroffener Zertifikate und Optionscheine mit dem relevanten R-Faktor angepasst.

> SONDERDIVIDENDEN

Wenn ein Unternehmen unabhängig von der regulären Dividende eine Sonderdividende ausschüttet, so handelt es sich hierbei um einen kursverändernden Vorgang. Dieser ist letztlich wie eine Kapitalmaßnahme, genauer gesagt wie eine Kapitalherabsetzung, zu werten. Durch eine Sonderdividende können freie liquide Mittel an die Anteilseigner übertragen werden. Diese Form der Ausschüttung ist üblicherweise steuerfrei und erfreut sich daher großer Beliebtheit. Da durch die Zahlung einer Sonderdividende die Anzahl der Aktien nicht beeinflusst wird, es aber zu einer Reduzierung des Eigenkapitalanteils des Unternehmens kommt, verringert sich entsprechend der Aktienkurs. Das Ausmaß des Rückganges entspricht dabei betragsmäßig gerade dem Wert der Sonderdividende. Auch die EUREX verwendet zur Ermittlung des relevanten R-Faktors diese Vorgehensweise. Der Adjustierungsfaktor ergibt sich damit als Quotient des Aktienkurses nach erfolgter Ausschüttung in Bezug auf den Kurs vor Dividendenzahlung.

Die Anpassung von Zertifikaten und Optionscheinen folgt üblicherweise dieser Methodik, was zu um den R-Faktor reduzierten Strike- und Schwellenwerten führt. Die Bezugsverhältnisse steigen analog gerade um den Kehrwert des Adjustierungsfaktors. Die Anpassung aufgrund der Sonderdividende wurde wertneutral vollzogen.

Wie man erkennen kann, ist das Portfolio der Kapitalmaßnahmen breit gefächert. Nicht selten kommt es zu Kombinationen der Einzelnen Aktionen.

Die Vielzahl an handelbaren derivativen Produkten erfordert kontinuierlich entsprechende Anpassungen der Stammdateninformationen in Bezug auf Corporate Actions. Gerade bei Blue Chips, die zum Teil hunderten oder gar tausenden Produkten als Basiswert dienen, ist ein hohes Maß an Professionalität bei der Verarbeitung der Anpassungs-Mitteilungen gefragt. Nicht selten wird eine Kapitalmaßnahme von einzelnen Emittenten unterschiedlich gehandhabt. Eine individuelle Vorgehensweise - zum Teil bis auf Einzeltitelebene - wird dadurch unverzichtbar.

Die Deriva GmbH ist seit Jahren ein kompetenter Partner in Bezug auf die Adjustierung von Stammdaten bei der Durchführung von Kapitalmaßnahmen. So vertraut neben dem Marktführer unter den deutschen Finanzportalen auch die Schweizer Börse bei der Anpassung ihrer hochsensiblen IBT-Daten unserem Know-How.

SJ

Entwicklung des Zertifikatevolumens bezogen auf den deutschen Markt

Entwicklung der Emissionszahlen nach Produktgruppen*

Produktgruppe	Juli	Aug.	Sept.	Okt.	Nov.	Dez.	Jan.	Trend
Index-/Basketzertifikate	45	10	11	47	164	61	59	
Discount-Zertifikate	9914	5251	9971	8440	3118	5584	10770	
Bonus-Zertifikate	5825	4829	4869	5804	2454	4892	5319	
Reverse Convertibles	1796	1024	2273	1492	1739	2069	3087	
Express-Zertifikate	70	86	76	52	53	40	59	
Garantieprodukte	192	114	85	80	109	69	76	
Knock-Out Produkte	16384	15446	14508	15073	16594	13011	16177	
sonstige Zertifikate	1014	492	923	1667	662	350	820	
Gesamt	35240	27252	32716	32655	24893	26076	36367	

*bezogen auf den deutschen Markt

Quelle: Deriva GmbH 2010

Top 20 der Basiswerte*

Zeitraum Januar 2010

Basiswert	Anzahl Zertifikate
DAX	4708
DJ Euro Stoxx 50 Price Index (EUR)	1195
Deutsche Bank AG	695
EUR/USD	694
Allianz SE	665
Gold	601
Bayer AG	570
K+S AG	564
Deutsche Boerse AG	536
Commerzbank AG	530
BASF SE	518
Volkswagen AG Vz.	514
E.ON AG	498
Siemens AG	491
Deutsche Post AG	483
MAN	473
ThyssenKrupp AG	472
RWE AG	463
Daimler AG	459
Salzgitter AG	443

*bezogen auf den deutschen Markt

Quelle: Deriva GmbH 2010

Umsatzvolumen und emittentenspezifische Marktanteile*

Zeitraum Januar 2010

	Index/Basket	Discount	Bonus	RevCon	Express
Gesamtvolumen (EUR)	400 Mio.	889 Mio.	637 Mio.	182 Mio.	205 Mio.
Nettoabsatz	- 41 Mio.	311 Mio.	54 Mio.	50 Mio.	- 139 Mio.
Top 3 Emittenten Umsatzvolumen	Deutsche Bank (36,9%)	Deutsche Bank (31,9%)	Deutsche Bank (26,7%)	Sal. Oppenheim (24,9%)	Deutsche Bank (50,4%)
	Société Générale (20,9%)	Commerzbank (21,0%)	Commerzbank (18,7%)	Commerzbank (21,7%)	Commerzbank (9,2%)
	ABN Amro (RBS) (16,5%)	DZ Bank (12,6%)	Société Générale (16,2%)	Deutsche Bank (13,6%)	HypoVereinsbank (6,7%)
	Garantie	Knock-Out	Sonstige	Gesamt	ETF
Gesamtvolumen (EUR)	323 Mio.	1.665 Mio.	303 Mio.	4.604 Mio.	4.270 Mio.
Nettoabsatz	- 190 Mio.	- 57 Mio.	- 47 Mio.	- 59 Mio.	3 Mio.
Top 3 Emittenten Umsatzvolumen	West LB (17,0%)	Commerzbank (24,9%)	ABN Amro (RBS) (22,3%)	Deutsche Bank (25,3%)	
	DeuBa London (14,6%)	Deutsche Bank (23,3%)	Commerzbank (13,3%)	Commerzbank (18,9%)	
	LB Berlin (9,3%)	ABN Amro (RBS) (16,8%)	ETFSecurities (11,3%)	ABN Amro (RBS) (10,7%)	

*Börsenumsatz Frankfurt und Stuttgart

Quelle: Deriva GmbH 2010

Top-Zertifikate des Monats* nach Handelsvolumen

ISIN	Emittent	Produktgruppe	Handelsvolumen (EUR)
DE0007093353	Deutsche Bank	Open-End Indexzertifikat	65,7 Mio.
DE000SG3G269	Société Générale	Open-End Indexzertifikat	36,9 Mio.
DE0002521382	Société Générale	Open-End Indexzertifikat	36,0 Mio.

*Börsenumsatz Frankfurt und Stuttgart

Quelle: Deriva GmbH 2010

Top-ETF des Monats* nach Handelsvolumen

WKN	KAG	Handelsvolumen
DBX1DS	db x-trackers	53 Mio.
DBX1DA	db x-trackers	43 Mio.
DBX0AN	db x-trackers	37 Mio.

*Börsenumsatz Frankfurt und Stuttgart

Quelle: Deriva GmbH 2010