

# HSBC Zertifikate-Akademie

Wie wirken sich Dividenden auf  
Hebelprodukte aus?



## Liebe Leserinnen und Leser der HSBC Zertifikate-Akademie

Dividende gut, alles gut. Die alte Aktionärsregel gewinnt in Zeiten von Nullzinsen immer mehr an Bedeutung. Wohin mit dem guten Geld, wenn es auf dem Tagesgeldkonto keine Zinsen mehr gibt? Der deutsche Anleger wiegt sich gern in Sicherheit. Das Credo lautet: Maximale Rendite zum geringsten Risiko. Doch handelt es sich hierbei um reines Wunschdenken.

Rendite zum Nulltarif gibt es nicht. Und deswegen muss der Anleger nach Alternativen zum Zinsertrag Ausschau halten. Immer wieder wird bei dieser Odyssee die gute alte Dividende ins Feld geführt. Wenn die Wälder wieder grün werden, verwöhnen deutsche Unternehmen ihre Aktionäre mit teilweise üppigen Dividendenzahlungen. Sie sind der Lohn für Anleger, die ihr Vertrauen in ein Unternehmen setzen und daran festhalten. Die Wirtschaftswoche hat berechnet, dass im Jahr 2019 die durchschnittliche Dividendenrendite im DAX® knapp 4,5 Prozent<sup>1</sup> betrug. Das ist ein höherer Zins als es ihn derzeit auf dem Tagesgeldkonto gibt. Einige Anleger werden sich an ein solches Zinsniveau nicht mehr erinnern. Wenn es um Dividenden geht, müssen jedoch einige wichtige Aspekte bei Hebelprodukten beachtet werden.

<sup>1</sup> Quelle: <https://www.wiwo.de/finanzen/boerse/rekord-ausschuettungen-2019-das-duerfen-dax-aktionaere-an-dividenden-erwarten/24050290.html>, abgerufen am 14.05.2020

# Wie wirken sich Dividenden auf Hebelprodukte aus?

## Die Hauptversammlung entscheidet über die Ausschüttung einer Dividende

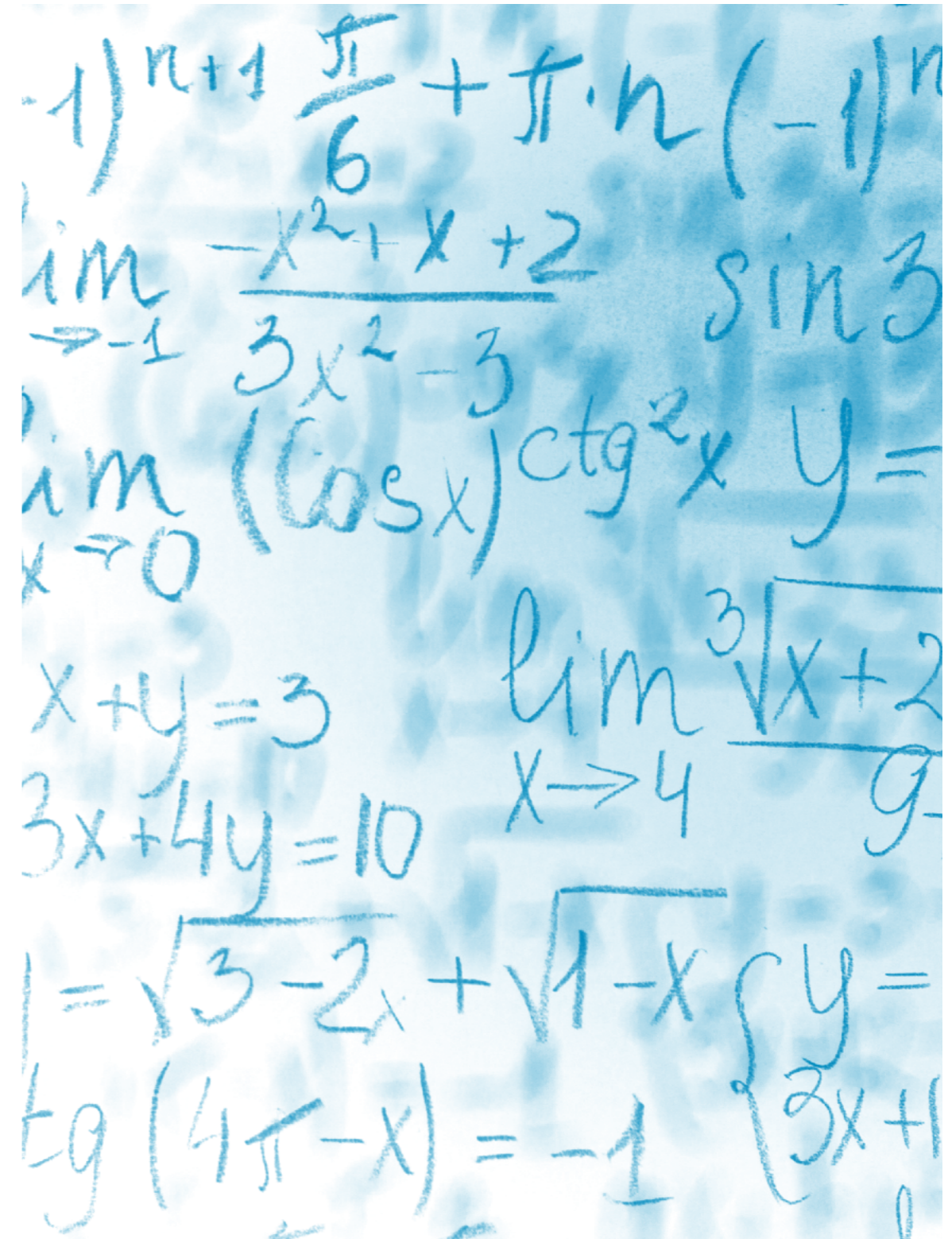
Anleger müssen sich immer darüber im Klaren sein, dass sie nur dann dividendenberechtigt sind, wenn sie die entsprechende Aktie des Unternehmens kaufen und zum Dividendenstichtag in ihrem Depot halten. Sie nehmen also auch direkt das Unternehmensrisiko auf sich, denn als Aktionär ist der Anleger Miteigentümer eines Unternehmens. Und als Miteigentümer hat er gemäß seiner Anteilsquote einen Anspruch auf einen Teil des Unternehmensgewinns. Dies bedeutet jedoch nicht, dass ein Aktionär automatisch eine Gutschrift am Ende des Jahres erhält. In der Hauptversammlung wird über die Ausschüttung einer Dividende abgestimmt. Stellen Vorstand und Aufsichtsrat den Jahresüberschuss fest, können sie grundsätzlich bis zu 50 Prozent des Gewinns thesaurieren, also im Unternehmen behalten. Über die Verwendung des restlichen Gewinns unterbreitet der Vorstand der Hauptversammlung einen Vorschlag. Dort wird dann entschieden, ob der Vorschlag angenommen und in welcher Höhe eine Dividende ausgeschüttet wird. Am sogenannten Ex-

Tag wird die Dividende fällig und entsprechend ihrer Höhe vom Aktienkurs abgezogen. Dieses Prozedere wird auch als Dividendenabschlag bezeichnet.

Der Dividendenabschlag ist notwendig, weil eine Dividende als Auszahlung an die Aktionäre grundsätzlich das bilanzielle Eigenkapital des Unternehmens mindert. Dies hat direkte Auswirkungen auf den Marktwert des Eigenkapitals, der sich aus den täglichen Börsenbewegungen ergibt.

### Dividenden und Derivate

Wie bereits erwähnt sind nur die Aktionäre eines Unternehmens dividendenberechtigt. Diverse andere Anlegergruppen haben allerdings ebenfalls ein Interesse an der Kursentwicklung einer Aktie. Dies trifft auch auf Derivateanleger zu. Klassische Derivate sind beispielsweise Standard-Optionsscheine. Käufer von Optionsscheinen erwerben das Recht, eine bestimmte Aktie (Basiswert) zu einem vorher definierten Preis (Basispreis) zu einem bestimmten Zeitpunkt (europäisch) oder während eines gewissen Zeitraums (amerikanisch) zu kaufen (Call) oder zu verkaufen (Put). In der Regel erfolgt jedoch entsprechend den Emissionsbedingungen bei einem Call die Zahlung der positiven Differenz zwischen dem Kurs des Basiswerts am Ausübungstag und dem Basispreis, unter Berücksichtigung des Bezugsverhältnisses. Bei einem Put wäre dies die positive Differenz zwischen dem Basis-



preis und dem Kurs des Basiswerts am Ausübungstag, unter Berücksichtigung des Bezugsverhältnisses.

Mit dem Erwerb eines Optionsscheins werden Anleger aber nicht zu Miteigentümern einer Gesellschaft. Derivate verbriefen keine Anteile am Basiswert, sondern Forderungen gegen den Emittenten des Optionsscheins. Daher sind Inhaber von Standard-Optionsscheinen grundsätzlich nicht dividendenberechtigt.

Doch die Dividende spielt in der Bepreisung von Optionsscheinen trotzdem eine nicht zu unterschätzende Rolle.

In seiner Grundform besteht der Preis eines Optionsscheins aus dem Inneren Wert und dem Zeitwert.

Bei einem Call-Optionsschein entspricht der Innere Wert der Differenz zwischen dem aktuellen Kurs des Basiswerts und dem Basispreis (ggf. multipliziert mit dem Bezugsverhältnis). Bei einem Put-Optionsschein entspricht der Innere Wert der Differenz zwischen dem Basispreis und dem aktuellen Kurs des Basiswerts (ggf. multipliziert mit dem Bezugsverhältnis). Der Zeitwert ist jedoch erheblich komplexer und in seiner Berechnung schwieriger nachzuvollziehen. Verschiedene Faktoren nehmen Einfluss auf dessen Höhe. Neben der Restlaufzeit, der impliziten Volatilität und dem Marktzinsniveau sind auch etwaige erwartete Dividenden ein weiterer wichtiger Parameter.

Um zu verstehen, wie sich Dividenden auf den Preis eines Optionsscheins auswirken, kann man sich die Parteien genauer ansehen, die dieses Geschäft eingehen. Folgende Überlegungen wurden aus der Optionsscheintheorie abgeleitet:

Der Käufer eines Calls erwirbt das Recht, eine Aktie zu kaufen. Sein Gegenüber, der sogenannte Stillhalter bzw. Verkäufer des Optionsscheins, hat hingegen die Pflicht, die Aktie zu liefern. Diese Beziehung wird als asymmetrisches Risikoverhältnis bezeichnet, denn der Käufer kann sein Recht ausüben, muss es jedoch nicht. Der Stillhalter hingegen muss seine Lieferpflicht erfüllen. Dafür muss er die Aktie entsprechend vorhalten. Somit ist der Stillhalter aufgrund seiner Aktienposition dividendenberechtigt. Die Dividende reicht der Stillhalter in Form eines Abschlags auf die zu zahlende Optionsprämie an den Käufer weiter. In der Praxis gibt es eine Abweichung zu dieser Betrachtung, in aller Regel verbriefen die Optionsscheine von HSBC nur das Recht auf die Zahlung eines positiven Einlösungsbetrags (s.o.).

### **Quintessenz 1:**

**Dividenden haben c.p. einen wertmindernden Einfluss auf den Preis eines Standard-Call-Optionsscheins.**

Betrachten wir nun analog einen Put-Optionsschein aus der theoretischen Perspektive: Ein Put verbrieft das Recht, eine Aktie

zu einem bestimmten Preis zu verkaufen. Der Stillhalter ist in diesem Fall dazu verpflichtet, die Aktie abzunehmen. Er muss für diese Pflicht Cash vorhalten, um die Aktien des Put-Inhabers kaufen zu können. Für die Laufzeit des Optionsscheins verzichtet der Stillhalter jedoch auf mögliche Dividenden, die er erhalten würde, wenn er die Aktie sofort erwerben würde anstatt auf Termin. Diese Opportunitätskosten<sup>2</sup> wünscht der Stillhalter entschädigt zu wissen. Deswegen schlägt er die Dividende auf die Optionsprämie auf. Auf der anderen Seite gibt der Put-Inhaber, da er die Aktie in seinem Depot hält, die Dividende an den Stillhalter weiter. Auch hier ist dies nur eine ökonomische Betrachtungsweise, in der Praxis verbrieft der Optionsschein in aller Regel nur das Recht auf Zahlung eines positiven Einlösungsbetrags.

### **Quintessenz 2:**

Dividenden wirken sich c.p. wertsteigernd auf den Preis eines Standard-Put-Optionsscheins aus.

Die oben angestellten Überlegungen wurden unter der Ceteris paribus-Prämisse<sup>3</sup> angestellt.

### **Dividenden und Turbo-Optionsscheine**

Wie bereits erwähnt ist der Zeitwert nicht immer einfach nachzuvollziehen. Anders verhält es sich bei Produkten der Gattung „Turbo-Optionsscheine“. Turbos besitzen keinen Zeitwert und weisen, vorbehaltlich eines Knock-out-Ereignisses, einen Inneren Wert auf. Die Besonderheit von Turbo-Optionsscheinen liegt im sogenannten Knock-out-Ereignis. Bei einem Turbo Call liegt der Basispreis unter dem aktuellen Kurs des Basiswerts, bei einem Put entsprechend darüber. Fällt der Basiswert bei einem Turbo Call unter den Basispreis, verfällt der Turbo nahezu wertlos; HSBC zahlt einen Knock-out-Betrag von EUR 0,001 je Turbo, was einem wirtschaftlichen Totalverlust entspricht. Zur Erinnerung: Ein Call-Standard-Optionsschein verfällt erst dann wertlos, wenn der aktuelle Aktienkurs bei Ausübung oder am letzten Tag der Ausübungsfrist auf oder unter dem Basispreis notiert.

Turbos sind wie Standard-Optionsscheine in ihrer Laufzeit begrenzt. Neben dem Inneren Wert besitzen sie eine Komponente, die an den Zeitwert eines Optionsscheins erinnert, doch gibt es hier wesentliche Unterschiede. In den Preis eines Turbos fließt neben dem Inneren Wert auch ein sogenanntes Aufgeld ein. Dieses Aufgeld besteht aus den Finanzierungskosten, den Kosten für das Gap-Risiko und den erwarteten Dividenden.<sup>4</sup>

---

<sup>2</sup> Opportunitätskosten sind Kosten der entgangenen Gelegenheit.

<sup>3</sup> Ceteris paribus: Wenn alle anderen Faktoren unverändert bleiben.

---

<sup>4</sup> Für weitere Informationen zu Turbo-Optionsscheinen sei an dieser Stelle auf unser kostenloses E-Book hingewiesen. Dieses ist unter folgendem Link abrufbar: [https://www.hsbc-zertifikate.de/pdfs/produktbeschreibungen/OptionsscheineZertifikate\\_online.pdf](https://www.hsbc-zertifikate.de/pdfs/produktbeschreibungen/OptionsscheineZertifikate_online.pdf)

Betrachten wir im Folgenden, wie die Dividenden in das Aufgeld kommen. Bereits bei der Emission eines Turbos werden erwartete Dividenden im Aufgeld berücksichtigt.

### **Quintessenz 3:**

Bei Turbo-Optionsscheinen wird die erwartete Dividende bereits bei der Emission im Aufgeld berücksichtigt.

Auch bei Turbo-Optionsscheinen gelten die gleichen Überlegungen wie bei den Standard-Optionsscheinen. Auf einen Call wirkt sich eine Dividende grundsätzlich wertmindernd aus. Auf Puts wirkt sich eine Dividende wertsteigernd aus. Was passiert nun am Ex-Tag?

Die erwartete Dividende reduziert bei der Emission eines Calls das Aufgeld. Die Finanzierungskosten und die Risikokosten (Gap-Risiken) erhöhen hingegen das Aufgeld. Übersteigt die Dividenden-Komponente im Aufgeld die Komponente der Finanzierungskosten und der Gap-Risiken, kann es passieren, dass das Aufgeld bei Emission insgesamt negativ ist.

Am Ex-Tag wird die Dividende gezahlt und für die weitere Restlaufzeit des Turbo Calls reduziert sich die Dividendenkomponente. Beträgt die Restlaufzeit eines Turbo Calls beispielsweise zwei Jahre, so müssen ggf. zwei erwartete Dividendenzahlungen be-

rücksichtigt werden. Am ersten von insgesamt zwei Ex-Tagen würde dementsprechend die erste erwartete Dividende aus dem Aufgeld entfernt. Dies hat zur Folge, dass das Aufgeld ansteigt. Möglicherweise ist das Aufgeld dann auch nicht mehr negativ.

Gleichzeitig reduziert sich am Ex-Tag auch der Innere Wert des Turbo Calls, da es im Aktienkurs zu einem Dividendenabschlag kommt. Dem sinkenden Inneren Wert steht ein erhöhtes Aufgeld gegenüber. Eine weitere erwartete Dividende ist dann aber noch im Aufgeld enthalten. Diese würde an dem verbliebenen (zweiten) Ex-Tag aus dem Aufgeld entfernt werden.

### **Quintessenz 4:**

Das Aufgeld eines Turbo Calls kann vor dem Ex-Tag negativ sein und am Ex-Tag wieder positiv werden.

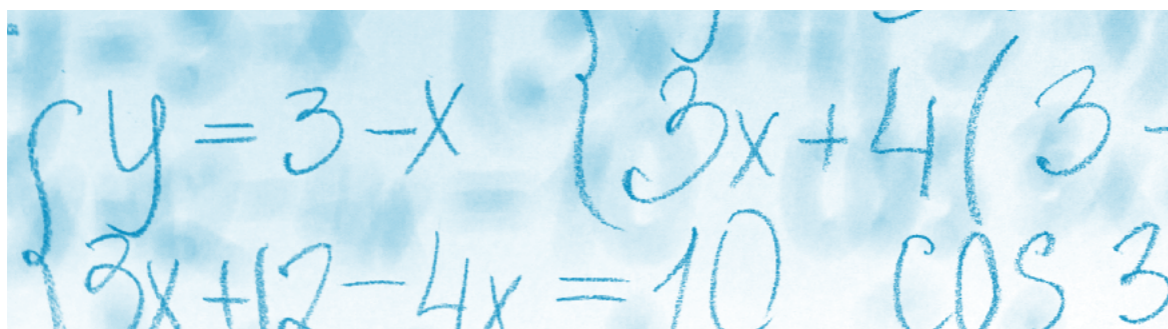
### **Dividenden und Open End Knock-out-Produkte\***

Hebelprodukte können auch ohne feste Laufzeitbegrenzung konstruiert werden. Unter diese Kategorie fallen Open End-Turbo-Optionsscheine, Mini Future Zertifikate und Smart-Mini Future Zertifikate.

Open End-Turbos weisen tendenziell ein deutlich geringeres Aufgeld auf als normale Turbo-Optionsscheine. Sie funktionieren zwar wie klassische Turbos, aber mit einem bedeutenden Unter-

schied: Da Open End-Turbos in ihrer Laufzeit unbeschränkt sind, ist es nicht möglich, Finanzierungskosten und erwartete Dividenden in einem etwaigen Aufgeld zu berücksichtigen. Der Emittent verrechnet diese Komponenten stattdessen über eine Anpassung des Basispreises sowie der Knock-out-Barriere (zur Vereinfachung wird fortlaufend nur noch der Basispreis genannt, beide Barrieren werden aber in gleicher Weise verändert). Der Basispreis eines Open End-Turbo Calls steigt börsentäglich um die anteiligen Finanzierungskosten und bei einem Open End-Turbo Put ist ein sinkender Basispreis zu beobachten. Nähere Informationen zu dieser Thematik finden Sie in dem Artikel: [Die Bedeutung von Finanzierungskosten bei Open End Knock-out-Produkten](#).

Bzgl. der Dividenden ist es zum Zeitpunkt der Emission ebenfalls nicht möglich, eine adäquate Erwartung für die Dividendenzahlungen während der Laufzeit zu bestimmen, da die Laufzeit eben nicht fest definiert ist. Dividenden werden daher nicht bei der Emission des Produkts einkalkuliert, sondern am Ex-Tag im Basispreis verrechnet.



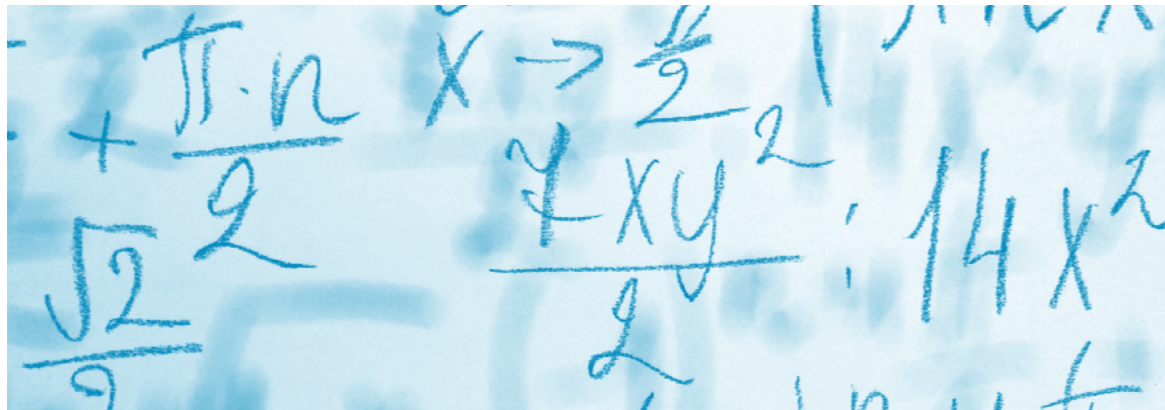
Betrachten wir dazu das unten aufgeführte Rechenbeispiel, um die Dividendenanpassung bei Open End-Turbo-Call-Optionsscheinen zu verdeutlichen:

Abbildung 1: Berücksichtigung von Dividenden bei einem Open End-Turbo-Call-Optionsschein

Datum	Kurs Basiswert	Basispreis	Innerer Wert OET
10.03.2020	173,30 €	100,96 €	72,34 €
11.03.2020	173,02 €	100,98 €	72,04 €
12.03.2020	146,50 €	101,00 €	45,50 €
13.03.2020	146,92 €	101,03 €	45,89 €
16.03.2020	132,42 €	101,05 €	31,37 €
17.03.2020	129,92 €	101,07 €	28,85 €
18.03.2020	119,00 €	101,09 €	17,91 €
19.03.2020	110,00 €	94,36 €	15,64 €
20.03.2020	134,74 €	94,37 €	40,37 €
23.03.2020	131,74 €	94,39 €	37,35 €
24.03.2020	152,56 €	94,41 €	58,15 €
25.03.2020	156,96 €	94,43 €	62,53 €
26.03.2020	157,96 €	94,45 €	63,51 €
27.03.2020	153,82 €	94,47 €	59,35 €
30.03.2020	152,84 €	94,49 €	58,35 €

Abbildung 1 zeigt einen Open End-Turbo-Call-Optionsschein auf die beispielhafte Aktie der HSBC Zertifikate-Akademie AG. Auf der Hauptversammlung der AG wurde die Ausschüttung einer Dividende in Höhe von 9 Euro je Aktie beschlossen. Der Ex-Tag





war beispielhaft der 19.03.2020. Hier kommt es zum Dividen- denabschlag beim Aktienkurs. Vereinfacht haben wir angenom- men, dass sich die Aktie an diesem Tag nicht weiterbewegt, um den Einfluss der Dividende auf den Open End-Turbo Call zu ver- deutlichen. Der Kurs der Aktie fällt am Ex-Tag um 9 Euro, die Dividende pro Aktie.

In der dritten Spalte der Tabelle sehen wir den Basispreis des Open End-Turbos. Wie bereits erwähnt steigt der Basispreis bör- sentäglich um die anteiligen Finanzierungskosten. Am Ex-Tag wird der Basispreis jedoch nach unten angepasst. Einfacher Grund: Wegen der unbestimmten Laufzeit können erwartete Dividenden nicht direkt im Basispreis berücksichtigt werden. Deswegen kann die Dividende nur am Ex-Tag in den Basispreis einfließen. Ebenfalls ersichtlich wird jedoch auch, dass der Ba- sispreis nicht um das volle Äquivalent der Dividende angepasst wird. Betrachten wir die vierte Spalte, so sehen wir, dass sich am Ex-Tag der Innere Wert reduziert hat. Da wir andere Kurs-

bewegungen für diesen Tag ausgeschlossen haben, hatte der Ex-Tag einen negativen Einfluss auf den Inneren Wert des Open End-Turbo Calls. Call-Inhaber erleiden also durch den Dividen- denabschlag Verluste.

Der Basispreis eines Open End-Turbo Calls wird nur um 75 Pro- zent<sup>5</sup> der Bruttodividende angepasst. Dies ist auf steuerliche Re- gelungen zurückzuführen. Ein fiktiver Aktionär ist in aller Regel verpflichtet, auf Dividendenerträge die Kapitalertragssteuer in Höhe von 25 Prozent, zzgl. Solidaritätszuschlag und ggf. Kir- chensteuer, zu entrichten.<sup>6</sup> Bei einem Open End-Turbo Put wer- den 100 Prozent der Bruttodividende vom Basispreis abgezogen – andernfalls besteht die Möglichkeit auf einen risikolosen Ge- winn.

### Quintessenz 5:

Bei einem Open End-Turbo Call werden der Basispreis und die Knock-out-Barriere am Ex-Tag um 75 Prozent<sup>7</sup> der Bruttodividen- de nach unten angepasst, während der Basispreis und die Knock-out-Barriere eines Open End-Turbo Puts um 100 Prozent der Bruttodividende niedriger ausfallen.

<sup>5</sup> Der Wert von 75 Prozent bezieht sich auf Aktien deutscher Aktiengesellschaften, für US-amerikanische Basiswerte beträgt der Dividendenanpassungssatz 70 Prozent. Bei Aktien von Unternehmen aus allen weiteren Ländern kann es zu Abweichungen von diesen Werten kommen. Der maßgebliche Dividen- denanpassungssatz ist den Endgültigen Bedingungen der Produkte zu entnehmen.

<sup>6</sup> Gilt für in Deutschland steuerlich ansässige Personen. Im Ausland können abweichende Regelungen gelten.

<sup>7</sup> Siehe Fußnote 5

## Mini Future-Zertifikate und Smart-Mini Future-Zertifikate

Minis und Smart-Minis sind ebenfalls Open End-Knock-out-Produkte. Der Unterschied zu den Open End-Turbo-Optionsscheinen liegt in einer vorgelagerten Knock-out-Barriere begründet. Der Vorteil der vorgelagerten Barriere sind geringere Risikokosten des Emittenten, da nun das Gap-Risiko kleiner wird und diese Produkte nahezu zum Inneren Wert notieren.<sup>8</sup>

Die Berücksichtigung von Dividenden erfolgt analog zu Open End-Turbo-Optionsscheinen. Hier muss allerdings darauf geachtet werden, dass sowohl der Basispreis als auch die vorgelagerte Knock-out-Barriere auf unterschiedlichen Höhen angepasst werden müssen. Der Abstand zwischen Basispreis und Knock-out-Barriere ist immer konstant. Details können in den jeweiligen Endgültigen Bedingungen der Produkte eingesehen werden. Der Dividendenanpassungssatz beträgt auch bei diesen Produkten 75 Prozent<sup>9</sup> (Long) bzw. 100 Prozent (Short).

### Quintessenz 6:

Bei Mini Future-Zertifikaten und Smart-Mini Future-Zertifikaten muss neben dem Basispreis auch die vorgelagerte Knock-out-Barriere angepasst werden. Die Anpassung des Basispreises verläuft analog zu Open End-Turbo-Optionsscheinen.

<sup>8</sup> Weitere Informationen zur Funktionsweise von Minis und Smart-Minis finden Sie in entsprechenden Akademieartikeln unter: <https://www.hsbc-zertifikate.de/home/akademie.html>

<sup>9</sup> Siehe Fußnote 5

## Fazit

Dividenden spielen eine nicht zu unterschätzende Rolle für Hebelprodukte. Gerade im aktuellen Umfeld schwankender Dividendenerwartungen und sogar Dividendenausfällen ist es wichtig, diesen Einfluss zu beachten. Während die erwarteten Dividenden bei Standard- und Turbo-Optionsscheinen bei Emission bereits berücksichtigt werden, erfolgt bei Open End-Knock-out-Produkten eine Anpassung des Basispreises am Ex-Tag. Anleger sollten also unbedingt darauf achten, ob der Basiswert eines Hebelprodukts Dividenden ausschüttet oder nicht. So können unerwünschte Überraschungen vermieden werden.



Julius Weiß