



Wandelanleihen - Grundzüge

Wandelanleihen (auch als Convertible Bonds bezeichnet) sind festverzinsliche Anleihen eines Unternehmens mit dem Wandelrecht (Convertible) bzw. der Option für den Investor, die Anleihe während der Laufzeit in Aktien (i.d.R. des die WA emittierenden Unternehmens) umzutauschen. Der Wert der WA kann sich unter bestimmten Bedingungen dem Wert der zugrundeliegenden Aktie (dem Basiswert der Option) annähern oder auch dem Wert einer „normalen“ Anleihe. Das führt zu der für WA typischen Asymmetrie: Der Anleger kann einerseits (aufgrund des Optionscharakters der WA) an einem starken Kursanstieg der Aktie eines Unternehmens partizipieren; andererseits wird (aufgrund des Anleihencharakters der WA) ein Verlust bei stark fallenden Aktienkursen beschränkt.

Wandelrecht

Die Wandelanleihe ist zunächst eine Anleihe mit Nennwert und einem Zinskupon mit begrenzter Laufzeit. Hinzu kommt das Wandelrecht, das während der Laufzeit der WA in Anspruch genommen werden und sehr vielfältig ausgestaltet sein kann. Es gibt allerdings auch Wandelanleihen (Mandatory Convertible Securities),

bei denen es statt eines Wandelrechts eine Wandelpflicht gibt – worauf an dieser Stelle jedoch nicht weiter einzugehen ist.

Wird das Wandelrecht in Anspruch genommen und gemäß Wandlungsverhältnis (s.u.) in Aktien getauscht, geht die Wandelanleihe unter. Wird das Wandelrecht nicht in Anspruch genommen, bestehen zwei Möglichkeiten. Erstens: der Anleger hält die Anleihe bis zum Ende der Laufzeit und bekommt – zusätzlich zu den Kuponzahlungen – den Nennwert der Anleihe ausbezahlt. Zweitens: der Anleger verkauft die Wandelanleihe am Markt zum geltenden Kurs.

Wandelbedingungen

Zu den vorab bereits im Emissionsprospekt einer WA festgelegten Wandelbedingungen gehören u.a.:

- Das Wandlungsverhältnis (Conversion Ratio), das die Anzahl der Aktien bestimmt, in die eine WA umgewandelt werden kann.
- Umtauschfristen (Conversion Period), während denen eine Wandlung möglich ist. (meist: mehre Wochen nach Emission häufig bis Ende der Laufzeit.)
- Weitere Optionen etwa auch für den Emittenten,

die WA ab einem bestimmten Aktienkurs einseitig zu kündigen.

d. Häufig werden auch Vorkehrungen gegen Verwässerung bei Kapitalerhöhung festgelegt.

Wandelpreis

Der bei der Emission gleichfalls angegebene Wandelpreis ist im einfachsten Fall der Nominalbetrag der WA dividiert durch die Zahl der Aktien gemäß Wandlungsverhältnis. Er besagt, bei welchem Kurs der zugrundeliegenden Aktie es ökonomisch sinnvoll ist, zu wandeln. Es kann erforderlich sein, den Wandelpreis während der Laufzeit anzupassen, etwa bei Aktiensplit.

Wert der Wandelanleihe

Eine WA kann analytisch in eine Anleihenkomponente und in eine Optionskomponente zerlegt werden. Auf dieser Basis errechnet sich der Wert der WA aus den Werten der beiden Komponenten – d.h. des Anleihenurses und des Optionspreises. Dementsprechend sind bei der Wertebestimmung jene Faktoren zu beachten, die einen Anleihenkurs (Marktzins, Bonität usw.) und einen Optionspreis (Kurs des Basiswertes, Volatilität usw.) determinieren.

Der Kurs der WA ist, in Abhängigkeit vom Kurs der Aktie, durch Grenzwerte nach unten beschränkt: durch den Bond Floor und durch den inneren Wert der WA:

Bond Floor

Der Bond Floor ist der Anleihen-Boden, unter den der Wert der WA nicht fällt. Er wird immer relevanter, wenn der Aktienkurs stärker zurückgeht. Er entspricht dem Wert einer Anleihe mit gleicher Restlaufzeit und gleichem Kupon wie die WA. Dieser Bond Floor ist verantwortlich für den Schutz vor starken Kursverlusten der Aktie und verkörpert den Anleihencharakter der WA.

Innerer Wert bzw. Wandelwert

Der innere Wert der WA (auch Wandelwert / Conversion Value genannt) ergibt sich aus dem Wert der Aktien, die bei Wandlung bezogen werden können. Der Wert der WA muss mindestens so hoch sein wie der innere Wert. Der Wert der WA liegt jedoch aufgrund der Wandelprämie (s.u.) während der Laufzeit i.d.R. über ihrem inneren Wert – am Rückzahlungstag besteht die Möglichkeit, dass der Wert der WA dem inneren Wert entspricht. Je höher der Aktienkurs



(bzw. der innere Wert), umso stärker wird der Wert der WA von diesem bestimmt, umso mehr nimmt die WA Aktiencharakter an.

Wandelprämie und Unterschied zur Aktie

Die Differenz zwischen innerem Wert (Aktienkurs) und Wert der WA wird als Wandelprämie bezeichnet. Die Wandelprämie nimmt mit steigendem Aktienkurs ab und lässt sich als Versicherungsprämie interpretieren, eben weil der Bond Floor (bzw. die Anleihenkomponente) die Wandelanleihe gegenüber einem Aktieninvestment nach unten absichert: im Fall von Kursverlusten erhält man – wenn es nicht zum Zahlungsausfall kommt – den Nennwert zurück. Diese Absicherung fehlt aber bei Direkterwerb der Aktie, was dann den Hauptunterschied zwischen WA und Aktie ausmacht.

Unterschiede zu einer „normalen“ Anleihe

Eine Wandelanleihe unterscheidet sich von einer „klassischen“ Anleihe im Wesentlichen durch das Wandelrecht bzw. die Option meist mit dem Basiswert Aktie. Daraus folgt unter anderem: Erstens ist der Kupon der WA geringer als der einer vergleichbaren „normalen“ Anleihe. Denn es wird nur die Anleihenkomponente der WA verzinst, nicht aber die Optionskomponente.

Der geringere Kupon relativ zu einer gewöhnlichen Referenzanleihe wird kompensiert durch das Wandelrecht. Zweitens weicht der Kurs einer Wandelanleihe vom Kurs einer vergleichbaren Anleihe (oder des Bonds Floors) mehr oder weniger ab – eben wegen des Optionswerts. Drittens braucht der Kurs der WA am Rückzahlungstag nicht in der Höhe des Nennwertes zu liegen, sondern kann höher sein: er entspricht dem Aktienkurs bzw. dem inneren Wert, wenn dieser höher ist als der Wandelpreis.

Bereiche (Areas) der Wandelanleihen

Der Wert einer Wandelanleihe kann in Abhängigkeit vom Aktienkurs bzw. der Situation des emittierenden Unternehmens in verschiedene Bereiche eingeteilt werden:

- a. Junk Bond Area:** hier ist der Kurs der Wandelanleihe sehr niedrig, etwa aufgrund der Gefahr eines Konkurses (Rating ist hier unter Investment Grade). Entsprechend ist der Aktienkurs niedrig.
- b. Bond Area:** In diesem Bereich ist die Solvenz des Unternehmens gegeben, aber der Aktienkurs liegt deutlich unter dem Wandelpreis: Eine Wandlung ist unattraktiv. Die WA verhält sich daher ähnlich wie eine „normale“ Anleihe ohne Wandelrecht. Ihr Kurs liegt unterhalb

des Nennwerts und reagiert nur schwach auf Änderungen des Aktienkurses.

- c. Hybrid Area:** Die WA partizipiert nun deutlich stärker am Aktienkurs (z.B. mit 50%), der in der Nähe des Wandelpreises oder höher liegt. Zugleich sichert die WA nach unten ab. Der Wert der WA streut um den Nennwert (z.B. +, - 15%). Die WA zeigt hier das typische asymmetrische Verhalten, das konstruktiv erwünscht ist. In diesem Bereich ist die WA dann auch für den Anleger hauptsächlich interessant.
- d. Equity Area:** Hier kommt es mit hoher Wahrscheinlichkeit zu einer Wandlung. Das verleiht der WA einen Aktiencharakter und sie notiert deutlich über dem Nennwert. Der WA-Kurs reagiert stark auf den Aktienkurs.
- e. Call Area:** Sofern eine entsprechende Option besteht, liegt hier der Wandelwert über dem Kündigungspreis, der Emittent wird sein Kündigungsrecht ausüben. Damit wird der Wert der WA nach oben begrenzt.

Zins- und Kursänderungen

Die Wertänderung von Wandelanleihen hängt unter anderem ab von Zins- und Aktienkursänderungen während der Laufzeit:

Fallende Zinsen, steigender Aktienkurs: hier steigt der Wert der Anleihenkomponente und der

Optionskomponente; insgesamt steigt der Wert der WA deutlicher als in den anderen Szenarien.

Steigende Zinsen, steigender Aktienkurs: Wert der Anleihenkomponente geht zurück, Wert der Option nimmt zu, so dass sich WA zur Equity Area hin bewegt. **Fallende Zinsen, fallender Aktienkurs:** Wert der Anleihe steigt, Wert der Option fällt, so dass sich WA zur Bond Area hinbewegt.

Steigende Zinsen, fallender Aktienkurs: Wert der Anleihe sinkt; Wert der Option nimmt ab. Insgesamt geht der Wert der WA hier am deutlichsten zurück. Das ist für die WA der ungünstigste Fall.

Weiterführende Onlineinformationen

Eine didaktisch vorzügliche, auch ohne höhere Mathematik verständliche, relativ umfassende deutschsprachige Einführung in die Grundzüge der Wandelanleihe und der damit verbundenen Strategien mitsamt Glossar stellt Fisch Asset Management unter dem Oberbegriff „Theorie“ ins Netz. Unter „Studien und Analysen“ sind zudem wissenschaftliche Untersuchungen und akademische Abschlussarbeiten zum Thema „Wandelanleihe“ abzurufen.

Der Link:

<http://www.fam.ch/de/wissen/theorie.html>