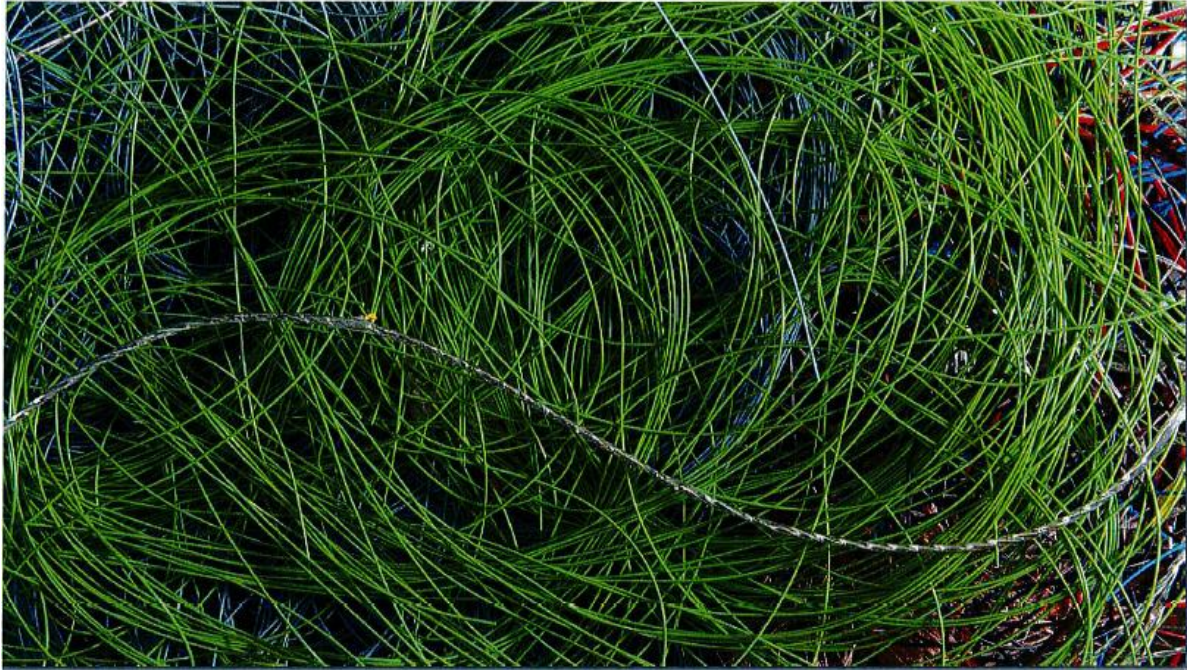


Elitereport

(Expertenrat)

Samstag, 23. Oktober 2010



Wandelanleihen: Zwei Chancen in einem Wertpapier vereint

Fakt ist: In zu vielen in Deutschland gemanagten Wertpapierportfolios sucht man Investments in Wandelanleihen vergeblich. Doch gerade diese Assetklasse bietet Privatanlegern gute Investitionsmöglichkeiten. Dabei ist die Wandelanleihe im Gegensatz zu den von privaten Investoren inzwischen kritisch beurteilten modernen Finanzinnovationen ein seit Jahrzehnten etabliertes Anlage- beziehungsweise Finanzierungsinstrument. Etwa 10 Prozent der weltweit gehandelten Unternehmensanleihen sind Wandelanleihen. Das Volumen wird auf derzeit circa 600 Milliarden Dollar geschätzt. Ein Blick auf die Funktionsweise lohnt sich nicht nur für die Finanzvorstände der emittierenden Unternehmen, sondern besonders auch für die Privatkunden der Vermögensverwaltungsadressen.

Eine Wandelanleihe ist eine verzinsliche Anleihe eines börsennotierten Unternehmens, die innerhalb eines festgelegten Zeitraumes mit dem Recht, nicht aber der Pflicht, versehen ist, zu einem festgelegten Verhältnis diese Anleihe in Aktien des Unternehmens zu wandeln.

Wählen wir zur besseren Erläuterung ein Beispiel: Die X-AG begibt am 1. Juli 2011 eine Wandelanleihe mit einer Laufzeit von fünf Jahren und dem Recht, diese

Anleihe in 4 Aktien der X-AG zu wandeln. Die Anleihe wird zu 100 Euro emittiert und ebenfalls zu 100 Euro zurückgezahlt. Die Verzinsung beträgt 2 Prozent pro Jahr. Die Aktie der X-AG hat einen Kurswert von 20 Euro zum Zeitpunkt der Emission der Wandelanleihe.

Bei jedem Investment in eine Anleihe ist auf die wirtschaftliche Stärke des Emittenten zu achten, da im Falle einer Insolvenz die Anleihe nicht oder nur teilweise zurückgezahlt werden kann. Wir gehen in unserem Beispiel davon aus, dass die X-AG seinen Geschäftsbetrieb langfristig erfolgreich fortführen kann, die Anleihe also bei Fälligkeit zurückgezahlt werden kann.

Wirtschaftlich teilt sich eine Wandelanleihe in zwei Teile, auch wenn beide Teile untrennbar in einem Wertpapier vereint sind. Der eine Teil ist die Unternehmensanleihe mit einer festgelegten Laufzeit und Nominalverzinsung. Mit dem allgemeinen Zinsniveau, der Bonität des Unternehmens und den Veränderungen der Zinsspreads verändert sich der Wert dieses Teils der Wandelanleihe.

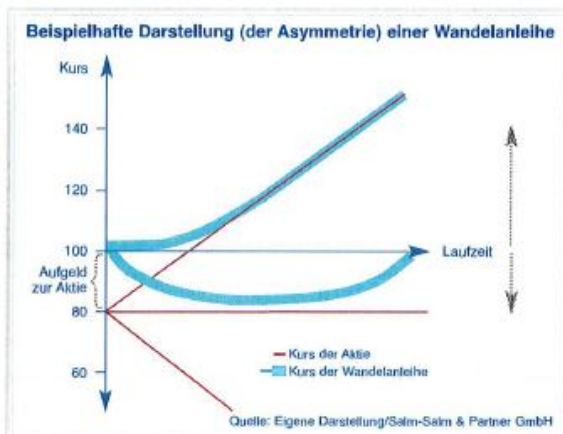
Das Wandlungsrecht, also die Kaufoption genannt, unterliegt anderen Werttreibern. Hier sind es der Aktienkurs, seine Volatilität und die Restlaufzeit der Wandel-

anleihe, die die theoretische Bewertung des Wandlungsrechtes am stärksten beeinflussen.

Verbessert sich die Beurteilung der X-AG durch den Kapitalmarkt, so steigt in der Regel nicht nur der Aktienkurs sondern auch der Kurs der Unternehmensanleihen. Die Unebenheiten eines unvollkommenen Kapitalmarktes führen in der Praxis natürlich zu Fehlpreisbildungen. Gerade diese Abkopplungen des Kurses der Wandelanleihe von einer theoretischen Bewertung in Relation zu den Aktien- und Anleihekursen des gleichen Unternehmens bieten dem Vermögensverwalter erhebliche Opportunitäten.

Wie sich der Kurs der Wandelanleihen verändert, wird an den drei möglichen Entwicklungen des Aktienkurses erklärt.

Es fällt auf, dass bei der Emission der Inhaber der Wandelanleihe mit dem sofortigen Umtausch der Wandelanleihen im Wert von 100 Euro Aktien im Wert von nur 80 Euro erhält. Die Prämie, die er bezahlt, liegt somit bei 25 Prozent. Es wird nur derjenige eine Wandelanleihe mit einer Prämie erwerben, der erwartet, dass während der Restlaufzeit der Wandelanleihe der Kurs der jeweiligen Aktie so weit steigt, dass die Prämie entfällt. (Siehe Grafik)



Steigt der Kurs der X-Aktie während der Laufzeit der Wandelanleihe über 25 Euro, so erhält der Investor aus dem festgelegten Wandlungsrecht einen zusätzlichen Ertrag. Ein Anstieg des Aktienkurses von deutlich mehr als 25 Prozent in den fünf Jahren Laufzeit unseres Beispiels ist durchaus realistisch. Sobald die Wandelanleihe keine Prämie mehr hat, sobald der Kurs der X-Aktie also einen Wert von 25 Euro übersteigt, wird sich der Wert der Wandelanleihe mit dem Kurs der Aktie entwickeln.

Bleibt der Kurs der X-Aktie unverändert, so wird der Kurs der Wandelanleihe ebenfalls nahezu unverändert bleiben. Der Anleger erhält dann über die gesamt

te Laufzeit gesehen in unserem Beispiel eine laufende Verzinsung von 2 Prozent pro Jahr.

Fällt der Kurs der Aktie, so fällt zunächst auch der Wert der Wandelanleihe. Bei weiterem Kursverfall der X-Aktie tritt die Bedeutung des Wandlungsrechtes bei der Bewertung der Wandelanleihe in den Hintergrund. Der Kurs der Wandelanleihe entwickelt sich wie der einer normalen Unternehmensanleihe. Während also der Kurs der X-Aktie weiter fällt, bleibt der Kurs der Wandelanleihe stabil.



Michael Prinz zu Salm-Salm,
Gründer und Geschäftsführender
Gesellschafter von
Salm-Salm & Partner

Natürlich entwickeln sich Aktienkurse nicht linear in die eine oder andere Richtung. Doch bleibt zu beobachten, dass gezielt ausgewählte Wandelanleihen in der richtigen Relation zum jeweiligen Kurs der Aktie, in die das Wandlungsrecht besteht, ein asymmetrisches Chancen-Risiko-Profil aufweisen. Mit steigenden Aktienkursen steigt der Wert der Wandelanleihe stärker als er bei fallenden Aktienkursen fällt. Gerade dieses Phänomen macht Wandelanleihen für Investoren zu interessant.

In der Praxis sind die Ausgestaltungen der Wandelanleihen wesentlich vielschichtiger. Die Grundprinzipien und der Preisfindungsmechanismus bleiben jedoch die gleichen.

Viele Vermögensverwalter meiden Wandelanleihen, die keine Prämie haben. Stünde in unserem Beispiel die X-Aktie beispielsweise bei 40 Euro, so würde sich der Kurs der Wandelanleihe mit dem der Aktie bewegen, bis der Aktienkurs wieder auf beispielsweise 25 Euro gefallen ist. Eine solche Wandelanleihe zeigt folglich nicht das erwünschte asymmetrische Risiko-Ertrags-Profil und wäre auszutauschen. Wandelanleihen sind kein »Buy and Hold« Investment, sondern müssen nach Marktlage aktiv verwaltet werden.

Als Fazit bleibt festzuhalten: Wandelanleihen verbinden im Idealfall die Sicherheit der Anleihe mit der Chance, von steigenden Aktienkursen zu partizipieren. Darüber hinaus profitiert ein gut gemanagtes Wandelanleihenportfolio stärker von steigenden Aktienmärkten, als es bei fallenden Aktienkursen verliert. Grund genug, als Investor bei Anlageentscheidungen die Wandelanleihen nicht zu vergessen.

Michael Prinz zu Salm-Salm

