

» *Wandelanleihen - Eine Einführung*

Von Beat Thoma, Fisch Asset Management

WAS IST EINE WANDELANLEIHE?	3
Das Wandelrecht	
MARKT- UND PREISBILDUNG BEI WANDELANLEIHEN	6
Der Wert einer Wandelanleihe während der Laufzeit	
GRÜNDE FÜR ABWEICHUNGEN	9
Der faire Preis einer Wandelanleihe	
Zeitwert, Laufzeit der Wandelanleihe	
Volatilität, Schwankungsfreudigkeit des Basiswertes	
DAS MATHEMATISCHE BEWERTUNGSMODELL: OPTIONEN UND ANLEIHEN	12
Einige weitere Eigenschaften: Anleihenanteil = Kursschutz	
VOR- UND NACHTEILE EINER WANDELANLEIHE	18
Vorteile	
Nachteile	
BESONDERHEITEN DER FISCH ASSET MANAGEMENT AG FONDS	19
Vorteile	
Weitere Auswahlkriterien	
Fazit	
ZUSATZINFORMATIONEN	22
Verfeinerung: Wandelanleihe = Anleihe + Option	
Ibbotson-Studie	
Wandlung einer Wandelanleihe	
Wandelrecht als Put-Option	
Rechtliche Fragen	

Wandelanleihen sind eine Mischung aus Aktien und Anleihen (Obligationen) und verfügen über verschiedene äusserst interessante Eigenschaften. Ein grundlegendes Merkmal einer Wandelanleihe ist ein hohes, aktienähnliches Kurspotential bei gleichzeitig stark beschränktem Risiko. Dieser Text behandelt dazu folgende Punkte:

- Was ist eine Wandelanleihe?
- Markt- und Preisbildung von Wandelanleihen
- Vor- und Nachteile für den Anleger

Trotz zahlreicher Vorteile wird diese Anlageform selbst von professionellen Vermögensverwaltern und Portfoliomanagern nur selten konsequent genutzt. Möglicherweise sorgen der verhältnismässig geringe Bekanntheitsgrad sowie eine nicht immer ganz einfache Bewertung einer Wandelanleihe für (ungerechtfertigte) Berührungsangst. Dem Spezialisten eröffnen sich daraus aber nicht selten erstaunlich vorteilhafte Anlagemöglichkeiten.

Was ist eine Wandelanleihe?

Wandelanleihen sind ein schon seit langem bekanntes Finanzierungsinstrument. Die erste Wandelanleihe überhaupt wurde vor rund 150 Jahren zur Finanzierung einer Eisenbahngesellschaft in den USA herausgegeben.

Die Wandelanleihe zeichnet sich durch eine einfache Grundkonstruktion aus.

Sie verfügt über eine...

- feste Laufzeit,
- feste Rückzahlung
- und eine feste Verzinsung.

Im Wesentlichen handelt es sich um eine gewöhnliche Anleihe mit dem damit verbundenen tiefen Verlustrisiko.

Hinzu kommt das sogenannte **Wandelrecht**.

Hinweis: Anleihen - Obligationen

In der Schweiz wird eine "Anleihe" vielfach als "Obligation" bezeichnet. Die beiden Begriffe sind sowohl in rechtlicher wie auch praktischer Hinsicht vollständig gleichwertig.

Anleihen bzw. Obligationen werden von privaten oder öffentlichen Schuldnern zu Finanzierungszwecken (Geldaufnahme) am Kapitalmarkt ausgegeben und gehören damit aus Sicht des Schuldners zum Fremdkapital, das verzinst und nach einer bestimmten Zeit (Verfalltag der Anleihe) wieder zurückbezahlt werden muss.

Das Wandelrecht

Das Wandelrecht berechtigt den Besitzer der Wandelanleihe jederzeit zum Tausch der Anleihe in eine festgelegte Anzahl Aktien desselben Schuldners. Als Beispiel betrachte man folgende (fiktive) Anleihe:

3% Nestlé 2000 - 30.6.2008 (Nominalbetrag SFr. 5000.--)

wandelbar in

-10- Namenaktien Nestlé

Hinweis: Aktien vs. Anleihe, Basiswert

Aktien werden ähnlich wie Anleihen ebenfalls von kapitalsuchenden Unternehmen an der Börse zu Finanzierungszwecken ausgegeben. Allerdings handelt es sich hier um Eigenkapital, das heisst eine Aktie wird nicht mehr zurückbezahlt (keine feste Laufzeit). Ferner ist der Aktionär anteilmässiger Mitbesitzer der jeweiligen Firma und hat damit Mitspracherecht. Aktien werden nach ihrer Emission in der Regel täglich an der Börse gehandelt.

Durch die Ausgabe einer Wandelanleihe nimmt eine Gesellschaft Fremdkapital auf, das während der Laufzeit ganz oder teilweise (je nach Börsenentwicklung) durch Wandlung in Aktien und damit Eigenkapital umgewandelt wird. Die Emission einer Wandelanleihe entspricht damit einer über einen längeren Zeitraum verteilte Aktienkapitalerhöhung. Insbesondere brauchen damit die aufgenommenen Gelder nicht mehr zurückbezahlt zu werden, was vielfach im Interesse des Emittenten ist.

Die gegen eine Wandelanleihe eintauschbaren Aktien werden in der Fachsprache als Basiswert (engl.: Underlying) der Wandelanleihe bezeichnet. Im Falle der zuvor genannten (fiktiven) Wandelanleihe wäre dies: Nestlé Namen.

Das Wandelrecht ist vertraglich festgeschrieben und gilt in der Regel unverändert während der gesamten Laufzeit der Anleihe. Selbstverständlich weist jede Anleihe unterschiedliche Konditionen / Wandelrechte auf. Das allgemeine Prinzip (das heisst die Berechtigung zum Tausch in Aktien) bleibt dabei aber unverändert.

Es besteht allerdings kein Wandelzwang. Der Besitzer der Anleihe entscheidet, ob und wann er wandeln will. Eine Wandlung ist grundsätzlich nur dann interessant, wenn die betreffenden Aktien stark gestiegen sind und damit den Nominalwert der Anleihe übersteigen. In diesem Fall können die gewandelten Aktien sofort an der Börse verkauft werden und so ein Kursgewinn erzielt werden. Bei fallenden Aktienkursen wird man dagegen die Anleihe behalten, erhält weiterhin die Zinsen und am Ende der Laufzeit das investierte Kapital zurück. Man erkennt hier bereits die entscheidenden Vorteile einer Wandelanleihe: Möglichkeit eines Kursgewinnes bei gleichzeitigem Kapitalschutz. Der genaue Mechanismus wird auf der Folgeseite nochmals etwas vertiefter aufgegriffen.

Hinweis: Gewinnpotenzial

3 % Nestlé 2000 - 30.6.2008 (Nominal SFr. 5000)
wandelbar in
-10- Namenaktien Nestlé (= Basiswert)

Wir nehmen an, dass die Anleihe zu 100% gekauft und damit SFr. 5000 bezahlt wurde. Durch einen Tausch würde man -10- Namenaktien von Nestlé erhalten; d.h. solange der Basiswert (Nestlé Namen) an der Börse weniger als 500 Franken notiert, ist eine Wandlung nicht interessant. Kostet die Aktie dagegen beispielsweise 580 Franken ergibt sich ein Gewinn:

SFr. 5800 = 10 x SFr. 580 = Wert der bezogenen Aktien
- SFr. 5000 = Kaufpreis der Anleihe

SFr. 800 = Gewinn aus Wandlung

Die gewandelten Aktien können sofort an der Börse verkauft und damit der Gewinn abgesichert werden.

Ferner wird klar, dass der Preis der Wandelanleihe stark durch die Aktienentwicklung beeinflusst werden kann. Denn im hier diskutierten Beispiel mit einem Aktienkurs von 580 Franken je Aktie leuchtet es unmittelbar ein, dass die Wandelanleihe an der Börse nicht mehr zum ursprünglichen Preis von 100% (SFr. 5000) zu haben ist, sondern mindestens 5800 Franken (= 116% des Nominalbetrages) kosten muss. Wäre die Anleihe billiger, könnte man kaufen, sofort wandeln und damit einen risikofreien Gewinn erzielen. D. h. Besitzer der Anleihe würden in diesem Fall ihr Papier nicht unterhalb von 116% verkaufen, da sie dem neuen Käufer dadurch gewissermassen Geld verschenken würden. Die Anleihe muss daher mindestens 116% notieren.

Aus dem Verhältnis von Anzahl wandelbarer Aktien (-10- Stück in unserem Beispiel) und dem Nominalbetrag der Anleihe (SFr. 5000 in unserem Beispiel) ergibt sich der sogenannte

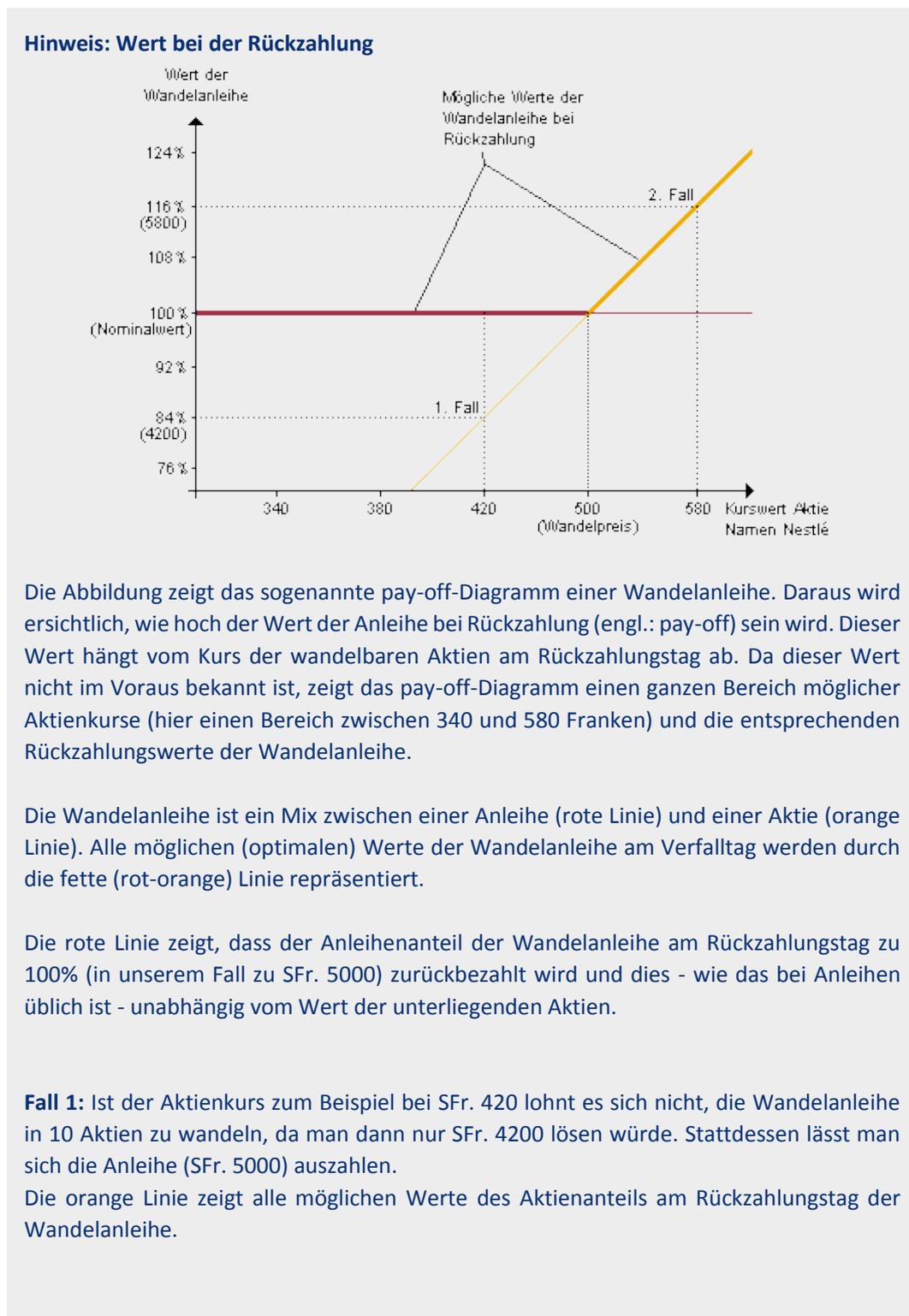
Wandelpreis = $5000 / 10 = \text{SFr. } 500.--$

Der Wandelpreis entspricht somit dem "Tauschkurs" der Aktien und bleibt während der gesamten Laufzeit der Anleihe fest. Sobald die Aktie an der Börse über dem Wandelpreis notiert, wird eine Wandlung interessant.

Eine Wandelanleihe lässt sich somit ohne weitere Hilfsmittel aufgrund der Konditionen (Nominalbetrag, Wandelpreis, Laufzeit der Anleihe) und des Börsenkurses der Aktie recht genau beurteilen (siehe folgender Hinweis). Selbstverständlich erfordert die mathematisch korrekte Analyse einer Wandelanleihe vertieftere Methoden, die weit über die bisher beschriebene Grobbewertung hinausgehen. Im nächsten Abschnitt werden dazu einige einfache Grundprinzipien kurz erläutert.

Markt- und Preisbildung bei Wandelanleihen

Die folgende Abbildung fasst die bisherigen Überlegungen zusammen. Die Graphik zeigt den Wert der Wandelanleihe am Rückzahlungstag (letzter Tag der Laufzeit) bei unterschiedlichem Aktienkurs. Denn wir haben bereits im vorangegangenen Abschnitt gesehen, dass der Börsenkurs der wandelbaren Aktie den Wert der Wandelanleihe beeinflusst. Und das gilt insbesondere auch am Rückzahlungstag:



Fall 2: Ist der Aktienschlusskurs am Rückzahlungstag über SFr. 500 zum Beispiel auf SFr. 580, dann lohnt es sich, die Wandelanleihe in 10 Aktien zu wandeln ($10 \times \text{SFr. } 580 = \text{SFr. } 5800$) und die Aktien gleich zu verkaufen - in diesem Fall ist es besser auf die Auszahlung der Anleihe (SFr. 5000) zu verzichten.

Die fette, rot-orange Linie zeigt - um es noch einmal zu erwähnen - alle möglichen (optimalen) Werte einer Wandelanleihe am Verfalltag.

Gewinne realisieren sich auch ohne Wandlung

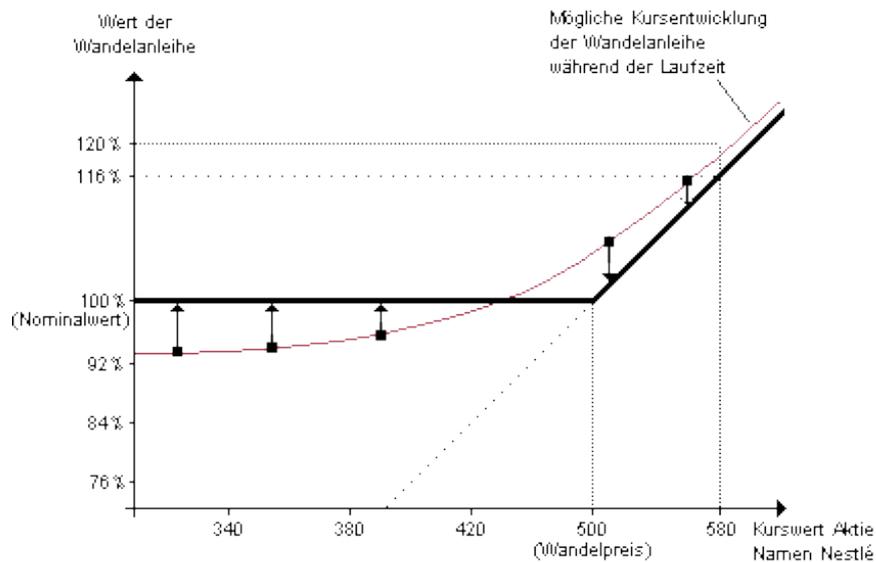
Es wurde bereits mehrmals auf die Möglichkeit einer Wandlung zur Realisierung eines Gewinnes hingewiesen, falls die Aktien den Wandelpreis überschritten haben. Tatsächlich ist aber eine Wandlung in den meisten Fällen nicht nötig, da die Wandelanleihe gemäss dem oben beschriebenen Mechanismus in gleichem prozentualem Ausmass an Wert gewinnt (in unserem Beispiel kostet die Wandelanleihe 116% falls die Aktien von Nestlé auf 580 Franken steigen). Die Wandelanleihe kann deshalb einfach zum entsprechend höheren Preis an der Börse verkauft werden. Eine Wandlung würde für den Besitzer der Wandelanleihe nach Abzug aller Spesen keinen weiteren Gewinn bringen (die eigentliche Wandlung wird nur von Börsenhändlern durchgeführt, die je nach Marktlage damit einen kleinen Ertrag erzielen können).

Der Wert einer Wandelanleihe während der Laufzeit

Bisher wurde in unseren Beispielen jeweils der Minimalwert bzw. der Rückzahlungswert einer Anleihe betrachtet bei unterschiedlichem Aktienkurs am Verfalltag. So ergab sich ein Kurs der Anleihe von 116% wenn die Aktie von Nestlé bei 580 Franken notiert. Bei Kursen der Aktie unterhalb des Wandelpreises (500 Franken) würde man dagegen nicht wandeln und sich die Anleihe bei 100% zurückbezahlen lassen (vergleiche vorgängigen Hinweis).

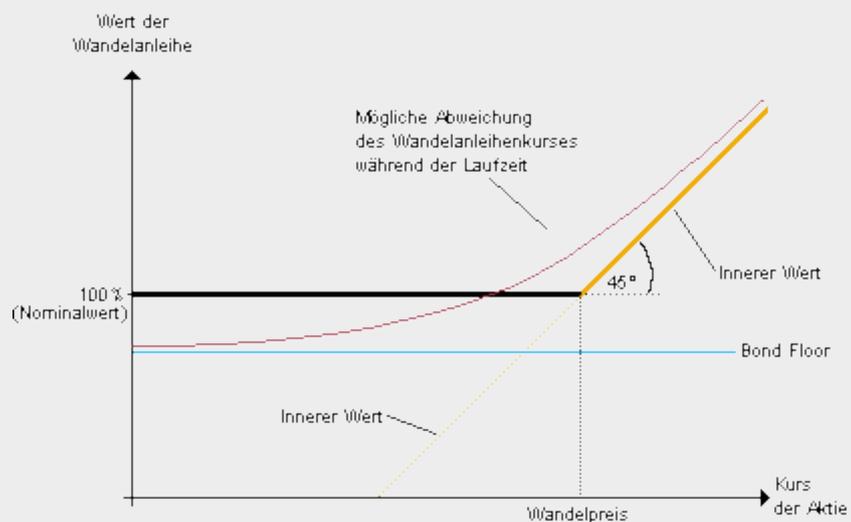
Diese Berechnungen gelten aber streng genommen nur am Verfalltag der Anleihe. Während der Laufzeit ergeben sich in der Regel Abweichungen von diesen Grenzwerten. Denn die Anleihe wird täglich an der Börse gehandelt und ist damit bestimmten Einflüssen (Zinsen, Schwankungen des Aktienmarktes) ausgesetzt. Die genauen Gründe für die Abweichungen werden noch besprochen. Die folgende Abbildung zeigt den theoretischen Wert einer Wandelanleihe an einem bestimmten Tag während der Laufzeit. Auch hier nehmen wir an, dass die Aktie schwankt und sich bei Handelsschluss auf einem bestimmten Kurs einpendelt.

Dieser Kurs bestimmt dann den Wert der Anleihe an diesem Tag:



Wiederum ist der Wert der Anleihe am Verfalltag als fette Linie eingezeichnet. Die dünne, rote Linie zeigt nun aber den theoretischen Wert der Wandelanleihe an einem Tag während der Laufzeit. Man erkennt, dass beispielsweise bei einem Kurs der Aktie von 580 Franken die Anleihe nicht bei 116% sondern höher bei ungefähr 120% notiert. Würde die Aktie von Nestlé an diesem Tag dagegen unter den Wandelpreis fallen (in der Grafik auf der linken Seite), so wird auch die Wandelanleihe irgendwann unter den vertraglich garantierten Rückzahlungspreis zurückgleiten. Im Gegensatz zur Aktie (diagonale Linie) ist dieser Rückgang bei der Anleihe beschränkt. Wichtig ist nun aber zu wissen, dass diese Abweichungen (der dünnen, roten Linie) vom Rückzahlungswert (dicke, schwarze Linie) mit zunehmender Laufzeit immer kleiner werden müssen (Pfeile in der Graphik). Die Gründe für diese zeitweisen Abweichungen werden im folgenden Abschnitt kurz erläutert.

Hinweis: Innerer Wert, Bond Floor



Innerer Wert

Der Wert der aus einer Wandlung beziehbaren Aktien wird als innerer Wert einer Wandelanleihe bezeichnet. Der innere Wert schwankt daher ständig mit dem Aktienkurs. Notiert in unserem Beispiel die (fiktive) Aktie Nestlé Namen bei 580 Franken so ergibt sich

$$10 \times \text{SFr. } 580 = \text{SFr. } 5800 = \text{Innerer Wert der Anleihe (=116\%).}$$

Bei einem Kurs von 400 Franken je Aktie wäre der innere Wert gleich 4000 Franken. Eine Wandelanleihe kann nicht unter ihren inneren Wert fallen - da sonst die Anleihe gekauft und sofort gewandelt werden könnte, was einen risikofreien Gewinn bringen würde.

In der Graphik entspricht die gestrichelte und dann in die dick ausgezogene übergehende ansteigende, orange Linie gerade dem inneren Wert der Anleihe. In der Regel notiert eine Wandelanleihe aber während der Laufzeit über ihrem inneren Wert (rote Linie) und nähert sich erst gegen Ende der Laufzeit diesem Wert bzw. dem garantierten Rückzahlungsbetrag (SFr. 5000) an.

Bond Floor

Wenn die Aktien stark unter den Wandelpreis fallen, wird eine Wandlung zunehmend uninteressant. Oder anders formuliert: Die Aktie müsste zunächst wieder stark ansteigen, bis sich eine Wandlung lohnt. In diesem Fall wird eine Wandelanleihe immer weniger auf kleinere Schwankungen des Aktienkurses reagieren. Sie koppelt sich gewissermassen von der Aktienkursentwicklung ab. Insbesondere wird sie bei noch weiter sinkenden Aktienkursen nicht mehr weiter zurückgehen, sondern sich auf einem bestimmten Niveau einpendeln. Der Kurs der Anleihe läuft dann seitwärts. Dieses Niveau wird als Bond Floor ("Anleihen-Boden") bezeichnet. Der Bond Floor kann sehr einfach berechnet werden: Dabei wird die Wandelanleihe mit einer gewöhnlichen Anleihe (ohne Wandelrecht) verglichen, die über dieselbe Restlaufzeit und die gleiche Verzinsung (gleicher Coupon) verfügt wie die Wandelanleihe. Der Kurs dieses Papiere ist dann gerade der Bond Floor der Wandelanleihe. Wie der Kurs einer gewöhnlichen Anleihe bestimmt wird, wird in einem der folgenden Abschnitte erläutert.

Gründe für Abweichungen

Weshalb notiert nun eine Wandelanleihe während ihrer Laufzeit über ihrem inneren Wert oder konkreter, warum müsste man in unserem zuvor erwähnten Beispiel ungefähr 120% bezahlen, obwohl der innere Wert der 10 (fiktiven) Aktien Nestlé Namen nur einen Wert von 5800 Franken bzw. 116% haben? Grundsätzlich lässt sich dies mit dem Kursschutz der Wandelanleihe erklären. Denn wie bereits mehrmals erwähnt, bietet eine Wandelanleihe gegenüber einem direkten Aktieninvestment eine wesentlich bessere Kursabsicherung, da der Nominalwert der Anleihe in jedem Fall (d. h. unabhängig von allfällig stark fallenden Aktienkursen) zurückbezahlt wird. Gleichzeitig kann aber auch von steigenden Aktienkursen profitiert werden. Auch dieser Mechanismus wurde bereits erläutert. So gesehen kann eine Wandelanleihe als ein

Aktieninvestment mit einer Verlust-Versicherung

betrachtet werden. Aber: Versicherungen kosten Geld. Zurückkommend auf unser Beispiel bedeutet dies, dass ein Besitzer von 10 (fiktiven) Aktien Nestlé Namen bei einem Kurs von SFr.

580 seine Position sofort auflösen würde und stattdessen die Wandelanleihe erwerben, wenn diese für 116% zu haben wäre. Denn in diesem Fall hätte er exakt das gleiche Kurspotential nach oben (denn die Wandelanleihe repräsentiert in unserem Beispiel ebenfalls 10 Aktien mit einem inneren Wert von 5800 Franken (116% vom Nominal). Das maximale Verlustrisiko ist aber im Gegensatz zu einer direkten Aktienposition auf 16% beschränkt, weil die Anleihe zu mindestens 100% zurückbezahlt wird. Ein Tausch der Aktienposition in die Wandelanleihe zu einem Preis von 116% würde für die Aktienbesitzer nur Vorteile bringen, während sich die Verkäufer der Wandelanleihe entsprechend schlechter stellen. Die Versicherung, der Kurschutz nach unten, verteuert die Wandelanleihe.

Hinweis: Prämie, Optionsprämie

Im Fachjargon wird der Preis für das Wandelrecht tatsächlich auch als "Prämie" bezeichnet - nicht zufällig sehr gebräuchlich im Versicherungsgeschäft. Auch der Begriff "Option" oder "Optionsprämie" ist gebräuchlich und hat ebenfalls mit der Möglichkeit eines Gewinnes bzw. der Vermeidung eines Verlustes zu tun. Für diese Möglichkeit ist ein bestimmter Betrag (Aufgeld) zu bezahlen. In unserem konkreten Beispiel beträgt dieses Aufgeld die Differenz von 120% zu 116%.

Der faire Preis einer Wandelanleihe

Was ist der faire Preis für die Anleihe bzw. für die Absicherungsprämie? Warum sind bei einem inneren Wert von 116% für die Anleihe gerade 120% und nicht 125% oder 117% zu bezahlen?

Diesbezügliche Überlegungen wurden bereits vor rund 300 Jahren an der Amsterdamer Tulpenbörse angestellt, wo ein gut eingespielter Optionsmarkt bestand. Damals hatte man zwar keine mathematische Theorie, doch gefühlsmässig und aus praktischen Erfahrungen ergaben sich folgende entscheidenden Faktoren, die den Preis für ein Wandelrecht (Kursabsicherungsprämie) und damit die Wandelanleihe beeinflussen:

- Zeit bis zum Verfall des Wandelrechts (Zeitwert)
- Volatilität (Schwankunfsfreudigkeit) der wandelbaren Aktien
- Allgemeines Zinsniveau
- Erwartungen der Marktteilnehmer
- Qualität des Schuldners

Zeitwert, Laufzeit der Wandelanleihe

Es leuchtet dabei unmittelbar ein, dass eine noch mehrere Jahre laufende Wandelanleihe höheres Kurspotenzial aufweist als ein Papier das nächste Woche zurückbezahlt wird (und die wandelbaren Aktien gewissermassen keine Zeit mehr haben anzusteigen). Dementsprechend wird eine Wandelanleihe mit längerer Laufzeit auch teurer sein als ein vergleichbares Papier mit kürzerer Laufzeit (d. h. eine Wandelanleihe mit gleichem Wandelpreis, gleicher Schuldnerqualität).

Beispielhaft kann man den Einfluss des Zeitwerts für die (fiktive) Nestlé-Wandelanleihe zeigen:

Innerer Wert 116% (5800 Franken) mit einer...

... Restlaufzeit von 5 Jahre: Kurs 123%

... Restlaufzeit von 3 Jahre: Kurs 120%

... Restlaufzeit von 1 Jahr: Kurs 118%

... Restlaufzeit von 0 Jahren: Kurs 116%

Man erkennt hier, dass sich die Anleihe zunehmend ihrem inneren Wert (= Wert der eintauschbaren Aktien) annähert bzw. gegen 100% strebt, falls der innere Wert unterhalb von 100% = 5000 Franken notiert. Dieser Zusammenhang wurde bereits in einer der vorangegangenen Abbildungen aufgezeigt. In der Fachsprache ist hier oft auch vom Zeitwert (bzw. vom Abbau des Zeitwertes) des Wandelrechtes die Rede.

Volatilität, Schwankungsfreudigkeit des Basiswertes

Auch die Volatilität, die Schwankungsfreudigkeit eines Wertpapiers (siehe nächsten Hinweis), hat einen Einfluss auf die Prämie. Angenommen man könnte die Anleihe statt in Aktien von Nestlé (wie in unserem Beispiel) in Papiere eines zwar spekulativen, aber viel schneller wachsenden Telekommunikationsunternehmens wandeln, dessen Aktienkurs sich innerhalb kurzer Zeit verdoppeln könnte, hätte auch der Käufer der betreffenden Wandelanleihe wesentlich höhere und schnellere Gewinnmöglichkeiten und wäre bereit, dafür einen höheren Preis zu zahlen. Hohe Volatilität bedeutet zwar auch, dass die Aktie sehr schnell fallen kann (s. auch das folgende Beispiel). Doch in diesem Fall wirkt der Kapitalschutzmechanismus der Wandelanleihe (solange die Wandelanleihe nicht zu hoch über ihrem Rückzahlungspreis gekauft wurde). D. h. der Besitzer der Wandelanleihe profitiert lediglich von der "Aufwärtsvolatilität" und muss deshalb dafür auch ein entsprechendes Aufgeld bezahlen. Selbstverständlich spielt die Qualität des Schuldners dabei eine wichtige Rolle. Ein schlechter Schuldner wird entweder mehr Zins auf der Anleihe bezahlen müssen oder der Preis der Anleihe notiert tiefer. Bei gleicher Schuldnerqualität gilt jedoch:

Je höher die Volatilität, desto teurer das Wandelrecht (Prämie) und damit die Wandelanleihe

Statt der in unserem obigen Beispiel angenommene Preis von 120% für die Nestlé Wandelanleihe müsste für ein gleichwertiges Papier (gleicher Zinssatz, gleicher aktueller Aktienkurs von 580 Franken, gleiches Tauschverhältnis 10:1) beispielsweise von der Swisscom ein Preis von vielleicht 123% bezahlt werden. Allerdings wird sich auch diese Differenz gegen Ende der Laufzeit der Wandelanleihe vollständig abbauen. Insgesamt hätte aber eine Wandelanleihe der Swisscom während der gesamten Laufzeit stets einen höheren Zeitwert als die weniger volatile Nestlé Anleihe.

Hinweis: Volatilität

Mathematisch entspricht die Volatilität gerade der sogenannten Standardabweichung der betreffenden Aktie, deren Berechnungsformel sich in jedem Statistiklehrbuch findet. Die Standardabweichung ist eine Zahl, die angibt, wie stark ein Kurs (oder allgemeiner: eine Zeitreihe) von ihrem Mittelwert (Durchschnittswert) im zeitlichen Ablauf abzuweichen pflegt. Anschaulich könnte man diese Kennzahl auch als "Bewegungsenergie" eines Papiers bezeichnen. Ein Wertpapier, das überhaupt nicht schwankt (beispielsweise ganz kurzfristige Geldmarktpapiere) hat eine Volatilität von 0.

Die Standardabweichung (Volatilität) wird stets für einen bestimmten Zeitraum in der Vergangenheit gemessen, beispielsweise die Standardabweichung für ein Jahr. Dazu werden Daten aus der Vergangenheit verwendet. Dieser Wert lässt sich aber mit einer einfachen Formel auf andere Zeiträume umrechnen (Wochen-, Monats-, Jahresvolatilität). Es ist klar, dass eine Jahresvolatilität grösser sein muss als eine durchschnittliche Wochenvolatilität. Für die Bewertung von Wandelanleihen wird angenommen, dass die aufgrund vergangener Daten berechnete Standardabweichung auch in der Zukunft gelten wird; d. h. dass die betreffende Aktie auch weiterhin eine gleich grosse Volatilität aufweisen wird.

Hier einige Jahresvolatilitäten von bekannten Aktien:

- 20% Nestlé
- 39% Swisscom
- 34% Coca Cola
- 34% Roche
- 123% Amazon

Die Jahresvolatilität von Nestlé (20%) bedeutet konkret, dass bei einem Kauf der Aktie bei 500 Franken bis in einem Jahr mit Kursen im Bereich von 400 (-20%) Franken bis 600 Franken (+20%) gerechnet werden muss.

Man erkennt ausserdem, dass die amerikanische Amazon Corp. (Internet Buchhandel) rund sechsmal so stark schwankte wie Nestlé. Besitzer einer Amazon Wandelanleihe hätten damit wesentlich mehr Möglichkeiten gehabt, Kursgewinne zu erzielen und deshalb auch für eine Wandelanleihe entsprechend eine höhere Prämie (= einen höheren Preis) bezahlen müssen.

Zusätzlich sind die Erwartungen der Marktteilnehmer ein gewichtiger Faktor bei der Bewertung einer Wandelanleihe. Werden beispielsweise starke Kurssteigerungen erwartet, so wird man für die Anleihe und insbesondere für das Wandelrecht deutlich mehr bezahlen müssen als in einem flauen Börsenumfeld. Der Fachbegriff dafür lautet: "Die implizite Volatilität nimmt zu." Es wird also nicht mehr die bisherige Volatilität als Bewertungsgrundlage hinzugezogen, sondern eine Schätzung (Vermutung) über das künftige Kurspotential. Somit kann der Kurs einer Wandelanleihe allein aufgrund von veränderten Erwartungen steigen, ohne dass sich der Aktienkurs oder andere Richtgrössen (Zinsen, Volatilität, ...) verändern.

Das mathematische Bewertungsmodell: Optionen und Anleihen

Bisher wurden einige wichtige Einflussfaktoren bei der Preis- und Prämienbildung von Wandelanleihen aufgrund unmittelbar einsichtiger Argumente erläutert. Dies ermöglicht eine erste grobe Schätzung des Wertes. Es ist jedoch ungenügend, um einen mathematisch korrekten Preis zu berechnen, den ein Händler braucht, um einen geregelten Markt für eine Wandelanleihe zu führen. Dazu wurde in den letzten 30 Jahren eine umfangreiche mathematische Theorie entwickelt. An dieser Stelle kann nicht im Detail auf diesen teilweise sehr formalen und technischen Ansatz eingegangen werden. Hier werden nur die verhältnismässig einfachen Grundgedanken kurz erläutert. Viele der bereits erwähnten Begriffe wie Prämie, Option und Volatilität spielen in der wissenschaftlichen Theorie eine wichtige Rolle.

Zur korrekten Bewertung einer Wandelanleihe wird das Papier gedanklich in zwei eigenständige Wertpapiere zerlegt:

Wandelanleihe = Anleihe + Wandelrecht

Das Wandelrecht gibt dem Besitzer das Recht, eine bestimmte Anzahl Aktien (in unserem Beispiel: -10- Namensaktien von Nestlé) zu einem bestimmten Preis (in unserem Beispiel: 500 Franken = Wandelpreis = Nominal der Anleihe / Anzahl Aktien = 5000 / 10) zu beziehen. Ein derartiges Recht wird in der Theorie als Option bezeichnet. Diese Bezeichnung ist sehr passend, da im umgangssprachlichen Gebrauch der Begriff "Eine Option auf etwas besitzen ..." tatsächlich in diesem Sinn verstanden wird. Eine Option zu haben, bedeutet aber stets nur die Möglichkeit etwas zu kaufen (oder zu tun), niemals die Pflicht oder den Zwang etwas zu tun. Optionsbesitzer bzw. Wandelanleihenbesitzer können daher niemals zur Ausübung ihrer Option bzw. zur Wandlung der Anleihe gezwungen werden. Auf diesen Zusammenhang wurde bereits hingewiesen. Zusammenfassend gilt daher:

Wandelanleihe = Anleihe + Option (*)

wobei

Wandelrecht = Option

(*) Siehe auch: Zusatzinformationen - Verfeinerung: Wandelanleihe = Anleihe + Option

Und es sei an dieser Stelle nochmals darauf hingewiesen, dass eine Option als ein eigenständiges Wertpapier aufgefasst wird (ähnlich wie ein Gutschein oder Rabattmarken, die stets einen bestimmten Wert verkörpern und theoretisch an einer Börse gehandelt werden könnten).

Hinweis: Optionsanleihen

Tatsächlich existieren am Markt auch sogenannte Optionsanleihen. Dabei handelt es sich - ganz ähnlich wie bei einer Wandelanleihe - um eine Kombination einer gewöhnlichen Anleihe und einer Option. Allerdings kann bei Optionsanleihen die Option abgetrennt und als eigenständiges Wertpapier gehandelt werden. Sowohl die Anleihe ohne Option, die Option und die Anleihe mit Option haben eine eigene Wertpapierkennnummer und können separat an der Börse ge- und verkauft werden.

Abgesehen von dieser Möglichkeit der Aufsplittung einer Optionsanleihe in ihre Einzelteile unterscheidet sich eine Optionsanleihe in ihren theoretischen Eigenschaften nur unwesentlich von einer Wandelanleihe, da diese für die Bewertung zumindest gedanklich ebenfalls in Anleihe und Option (Wandelrecht) zerlegt wird. (Siehe Zusatzinformationen - Verfeinerung: Wandelanleihe = Anleihe + Option)

Es zeigt sich aber, dass viele Investoren (insbesondere Grossanleger) die Aufsplittungsmöglichkeit sehr schätzen und für eine Optionsanleihe höhere Preise zahlen als für eine vergleichbare Wandelanleihe. Dies wiederum führt dazu, dass Wandelanleihen in der Regel zu billig gehandelt werden und sich für den Käufer dadurch überdurchschnittliche Gewinnmöglichkeiten ergeben.

Man beachte noch, dass Optionen (Wandelrechte) keine Verzinsung oder Dividende abwerfen.

Hinweis: Ausübungspreis, Strike Price

Optionen haben stets einen Ausübungspreis. Nämlich jenen Preis, zu dem die jeweiligen Aktien ge- oder verkauft werden. In unserem Beispiel wären das 500 Franken je Aktie Nestlé Namen. Der Ausübungspreis wird oft auch als Strike Price und gelegentlich als Optionspreis bezeichnet.

Es ist nun so, dass es sowohl für die Bewertung einer einfachen Anleihe wie auch für die Bewertung von Optionen fundierte mathematische Theorien gibt. Anleihen werden mit den traditionellen Methoden der Zins- und Zinseszinsrechnung bewertet. Dabei zeigt sich, dass eine gewöhnliche Anleihe im Kurs fällt, wenn die Zinsen steigen und umgekehrt.

Hinweis: Beispiel für die Abhängigkeit des Kurses vom Zinsniveau

Wir betrachten folgende Anleihe (ohne Wandelrecht):

3% Nestlé 2000 - 30.6.2008, Nominal 1000 Franken

Zusätzlich nehmen wir an, dass die Anleihe gerade 1000 Franken (100%) an der Börse kostet. Das allgemeine Zinsniveau für erstklassige Schuldner wie Nestlé betrage rund 3%. Für unsere Anleihe werden also 30 Franken ausgeschüttet. Wenn nun die Zinsen beispielsweise auf 5% ansteigen, so werden Geldanleger nicht mehr bereit sein, eine Anleihe mit einer Verzinsung von 3% zu kaufen. Unsere 3%-Nestlé-Anleihe wird im Verhältnis zu Neuemissionen mit einer Verzinsung von jetzt 5% unattraktiv. Wer die Anleihe vor Ende der Laufzeit verkaufen möchte, muss daher mit tieferen Kursen rechnen. Die Anleihe wird aber nicht ins Bodenlose fallen, denn auf einem tieferen Kursniveau (zum Beispiel bei 900 Franken = 90%) wird auch die Anleihe wieder attraktiv, da zusätzlich zum Zins von 3% nun auch noch ein Kursgewinn erzielt werden kann, da die Anleihe auf jeden Fall wieder zu 100% = 1000 Franken zurückbezahlt wird. Dank des tieferen Kursniveaus finden sich wieder Käufer am Markt.

Man erkennt, dass steigende Zinsen den Kurs von Anleihen drücken und umgekehrt. Damit wird aber auch der Preis einer Wandelanleihe von Schwankungen des allgemeinen Zinsniveaus beeinflusst. Denn eine Wandelanleihe besteht aus einer gewöhnlichen Anleihe (ohne Wandelrecht) und einer Option. Die konkreten Berechnungsformeln finden sich in vielen Lehrbüchern und sind auch in verschiedenen Taschenrechnern fest einprogrammiert. Hier ein Beispiel, wie obige Beispielanleihe auf Zinsschwankungen reagieren könnte (das genaue Ausmass der Schwankungen hängt von der Restlaufzeit der Anleihe ab):

Allgemeines Zinsniveau: 3% Kurs der Anleihe: 100%

Allgemeines Zinsniveau: 5% Kurs der Anleihe: 93%

Allgemeines Zinsniveau: 2% Kurs der Anleihe: 104%

Neben der Anleihenkomponente einer Wandelanleihe kann man auch den Wert des Wandelrechts (der Kaufoption) mit einer Formel exakt berechnen. Die Grundlage dafür findet sich im sogenannten Black & Scholes Optionspreismodell. Diese Theorie wurde zu Beginn der Siebzigerjahre von Myron Scholes und Fischer Black in den USA entwickelt. Sie hat - mit gewissen Modifikationen - bis heute aller grössten Bedeutung für die Bewertung von Optionen und ähnlichen Papieren (Derivate). Die genauen Zusammenhänge sind allerdings etwas komplizierter als die Kursbildung von Anleihen. Einige wichtige Faktoren, die in die Formel eingehen, wurden bereits in einem vorangegangenen Abschnitt besprochen (und sind selbst für Laien verständlich):

- Volatilität der Aktie
- Laufzeit der Option (Zeitwert der Option)
- Zinsen

Darüber hinaus spielen selbstverständlich auch noch

- der Bezugspreis / Bezugsverhältnis der Option (= Wandelpreis)
- und der Börsenkurs der Aktie

eine wichtige Rolle. Nehmen wir an, dass unsere Nestlé Wandelanleihe statt in 10 nur in eine einzige Aktie gewandelt werden kann. Der Wandelpreis wäre in diesem Fall gleich 5000 Franken. Falls der Börsenkurs von Nestlé Namenaktien weiterhin bei rund 500 Franken notiert, hätte ein derartiges Wandelrecht praktisch keinen Wert, da die Wandlung einen massiven Verlust bringen würde (man gibt eine Anleihe à 5000 Franken Nominal und erhält ein Aktie im Wert von 500 Franken). Eine solche Wandelanleihe hätte mehr oder weniger den gleichen Wert wie eine ganz gewöhnliche Anleihe mit gleichem Zinssatz und gleicher Laufzeit.

Das Recht für die Wandelanleihe statt 1 Aktie beispielsweise 16.6 Aktien beziehen zu können (entspricht einem Wandelpreis von $5000 / 16.6 = 300$) ist dagegen viel interessanter. Bei einem Börsenkurs von Nestlé Namen von 500 Franken ergäbe sich hier nämlich ein Gewinn von 3320 Franken, da 16.6 Aktien zu 300 Franken bezogen und an der Börse sofort zu 500 Franken verkauft werden könnten. Es resultiert ein Gewinn von $16.6 \times (500 - 300) = 16.6 \times 200 = 3320$ Franken. Eine Wandelanleihe mit diesen Konditionen wäre wesentlich attraktiver und damit entsprechend teurer. Selbstverständlich spielt dabei auch der Aktienkurs eine wichtige Rolle. Steigt der Kurs einer Aktie Nestlé Namen von 500 auf 5000 Franken, dann wird auch das zuvor erwähnte Wandelrecht (1 Aktie = 1 Anleihe) plötzlich interessant.

Die Formel von Black & Scholes stützt sich zudem auf Resultate der Wahrscheinlichkeitsrechnung und Statistik und hat damit im weitesten Sinn auch mit Versicherungsmathematik zu tun. Einer der zentralen Annahmen ist dabei, dass bei Börsenkursen die Wahrscheinlichkeit eines Kursanstieges jeweils gleich gross ist wie die Wahrscheinlichkeit eines Rückschlags. Derartige Bewegungen werden als Random Walk ("Zufallsspaziergang") bezeichnet und haben gut untersuchte statistische Eigenschaften.

Hinweis: Random Walk

Ein recht treffendes Beispiel eines Random Walks ist der Weg eines (stark) Betrunkenen, der zur Polizeistunde die Wirtschaft verlässt und ziellos umher torkelt. Dabei ist die Wahrscheinlichkeit, jeweils für einige Meter in eine bestimmte Richtung zu stolpern für alle Richtungen gleich gross. Als Resultat darf eine wilde, unkoordinierte Hin- und Herbewegung erwartet werden, die letztlich nicht weit vom Ausgangspunkt wegführt. Tatsächlich ist der statistische Erwartungswert des Spaziergangs gerade der Ausgangspunkt (die Wirtschaft). Die Wahrscheinlichkeit, den Betrunkenen nach einer bestimmten Zeit wieder in der Nähe des Startpunktes anzutreffen ist viel grösser als die Wahrscheinlichkeit, zufälligerweise den Weg nach Hause gefunden zu haben. Man beachte, dass in diesem Beispiel einer alkoholisierten Person vier Richtungen (links, rechts, rückwärts, vorwärts) eingeschlagen werden können, während bei Börsenkursen nur zwei Richtungen möglich sind (rauf und runter). Am allgemeinen Prinzip ändert sich dadurch aber nichts.

Alles in allem kann mit Hilfe der Formel von Black & Scholes, die in verschiedenen Taschenrechnern fest einprogrammiert ist, der genaue Wert einer Option bzw. des Wandelrechtes berechnet werden. Damit sind nun die oben erwähnten Bestandteile einer Wandelanleihe (Anleihe und Wandelrecht) einzeln in ihrem Wert bestimmt und ergeben als Summe den Wert der Wandelanleihe, der entweder in Währungseinheiten (Franken) oder in Prozent des Nominalbetrages (5000 Franken in unserem Beispiel) angegeben wird. Wie ebenfalls schon erwähnt, schwanken sowohl der Anleihenteil wie auch der Optionspreis in Abhängigkeit der Zins- und Börsenentwicklung. Die Einzelteile der Wandelanleihe verändern ständig ihren Wert und müssen daher täglich (bei aktiv gehandelten Papieren sogar permanent) neu berechnet werden.

Hinweis: Beispiel für die Wertschwankung einer Option

Wie bereits erwähnt, schwanken Optionen und damit auch der Wert einer Wandelanleihe stark mit dem Aktienkurs.

Ein Beispiel soll dies verdeutlichen. Gesetzt den Fall, der Besitzer der Option habe das Recht

10 Aktien Nestlé Namen zu einem Preis von 500 Franken zu beziehen.

Bei einem Börsenkurs von beispielsweise 600 Franken je Aktie Nestlé Namen ergäbe sich ein Gewinn von 1000 Franken, denn die zehn Aktien könnten je um 100 Franken billiger über die Option bezogen werden ($10 \times (600 - 500) = 1000$). Die Option hätte mindestens einen Wert von 1000 Franken. In Wirklichkeit wäre sie etwas teurer, wegen des Kursschutzmechanismus eines Wandelrechtes. Dieser Kursschutzmechanismus sorgt dafür, dass bei einem starken Kurseinbruch "nur" 1000 Franken verloren werden können, während bei einem vollständigen Aktienengagement wesentlich mehr an Wert verloren werden könnte. Steigt nun die Aktie auf 700 Franken, so hätte die Option einen Mindestwert von 2000 Franken ($10 \times (700 - 500) = 2000$). Die folgende Tabelle fasst einige mögliche Kombinationen zusammen:

Börsenkurs Nestlé Namen	innerer Wert der Option (Wandelrecht)
600	1000
700	2000
800	3000
1000	5000

Da es sich bei dem Wandelrecht einer Wandelanleihe in Wirklichkeit um eine Option handelt, wird auch aus dieser Perspektive deutlich, dass der Wert (Kurs) einer Wandelanleihe mit steigendem Aktienkurs ebenfalls ansteigen muss - und umgekehrt.

Einige weitere Eigenschaften: Anleihenanteil = Kursschutz

Wenn man Wandelanleihen mit den bisher beschriebenen Methoden in ihre Einzelteile zerlegt und analysiert, zeigt sich, dass die meisten Papiere mit folgender Aufteilung an den Markt kommen:

Wandelanleihe = Anleihe + Kaufoption

100% = ca. 75% + ca. 25%

SFr. 5000 = SFr. 3750 + SFr. 1250

Der Optionsteil macht rund 25% des Gesamtwertes aus. Dies kann vom Emittenten erreicht werden, in dem der Wandelpreis (= Ausübungspreis der Option) bzw. das Tauschverhältnis entsprechend festgesetzt wird. Das Tauschverhältnis bzw. der Wandelpreis beeinflusst den Wert des Wandelrechts und damit den der Kaufoption. Letztlich wird auf das Optionspreismodell von Black & Scholes zurückgegriffen. Statt der üblichen 25% Optionsteil könnte auch ein anderes Verhältnis gewählt werden. Die konkrete Ausgestaltung der Konditionen hängt von der Zielsetzung des Emittenten und dem allgemeinen Börsenumfeld (Zinsen, Aktienmarktentwicklung) ab.

Ein bestimmtes bei der Emission der Wandelanleihe festgelegtes Verhältnis (zum Beispiel 75% zu 25%) kann sich aufgrund der Marktentwicklung stark verändern. Beispielsweise kann die Aktie (Nestlé Namen) stark ansteigen. In diesem Fall wird auch die Option ansteigen und damit einen immer grösseren Anteil am Gesamtpaket einnehmen. Der Anleihenteil schwankt in der Regel nur wenig im Wert. Grundsätzlich gilt:

Je höher der Optionsteil, desto grösser das Risiko für den Käufer.

Wir wissen bereits, dass der Wert des Anleihenteils eine untere Grenze bei Kursrückschlägen bildet (Bond Floor). Der Anleihenteil hat eine feste Verzinsung und eine feste Rückzahlung. Die Option (Wandelrecht) kann dagegen verfallen oder stark an Wert verlieren, falls die betreffenden Aktien an Wert einbüßen und eine Wandlung, eine Ausübung der Option uninteressant wird. Und je tiefer der Anleihenteil (je mehr Optionen die Wandelanleihe enthält), desto mehr Geld kann verspielt werden. Viele Emittenten wählen daher ein Verhältnis von 75% zu 25%, da die Käufer einer Wandelanleihe in der Regel an einem guten Kursschutz und damit an einem relativ hohem Anleihenanteil interessiert sind.

Man beachte ausserdem, dass bei einer Wandelanleihe nur der Anleihenteil verzinst wird. Die Option (Wandelrecht) ist dagegen ein Papier ohne jegliche Verzinsung. Der Anleihenteil wird

zu den bei Emission gerade üblichen Marktzinsen (für die betreffende Laufzeit) verzinst. Die Wandelanleihe hat damit eine tiefere Verzinsung als eine gewöhnliche Anleihe mit gleicher Laufzeit.

Hinweis: Beispiel für die Verzinsung einer Wandelanleihe

Angenommen eine Anleihe ohne Wandelrecht eines erstklassigen Schuldners (beispielsweise Nestlé) mit einer Laufzeit von 2000 bis 2008 bietet einen

- Zinssatz von 3.75%.

Wir nehmen nun diese Anleihe als Bestandteil für eine Wandelanleihe und wählen ein

- Anleihen / Optionsverhältnis von 80% zu 20%.

Eine Wandelanleihe mit Nominal 5000 Franken setzt sich zusammen aus

- 5000 (= Wandelanleihe = 100%) = 4000 (= Anleihenteil = 80%) + 1000 (= Optionsteil = 20%).

Wie zuvor erwähnt, werden nur die 4000 Franken mit 3.75% verzinst. Dies ergibt eine Rendite von

- 4000 Franken x 3.75% = 150 Franken.

Auf den Preis der Wandelanleihe bezogen, ergibt das eine Gesamtrendite von 3%, da

- 150 Franken = 3% von 5000 Franken sind.

Eine Wandelanleihe bringt stets weniger Rendite als eine vergleichbare Anleihe des gleichen Schuldners. In gewisser Weise kann diese Renditeeinbuße auch als Preis für das Wandelrecht bezeichnet werden.

Vor- und Nachteile einer Wandelanleihe

Vorteile

Eine Wandelanleihe ist im Wesentlichen eine Optionsanleihe. Diese Einsicht ermöglicht es uns, die Anleihe und die Kaufoption unabhängig voneinander, jederzeit korrekt zu bewerten. Die Anleihe nach der althergebrachten Anleihenberechnung und die Option nach dem Bewertungsmodell von Black & Scholes. Wandelanleihen sind - trotz ihrer interessanten Eigenschaften (Kapitalschutz mit gleichzeitig intakten Gewinnchancen) - kein "Geschenk des Marktes". Allerdings wirkt hier dennoch ein vielfach unterschätzter Effekt, der den Wandelanleihen letztlich doch einen Bewertungsvorteil verleiht. Denn trotz der logisch-inhaltlichen Aufsplittung in Anleihenteil und Optionsteil können die beiden Komponenten nicht separat an der Börse gehandelt werden - im Gegensatz zu einer Optionsanleihe, wo sowohl die Option, die Anleihe ohne Option, sowie die Anleihe mit Option jeweils als eigenständige Papiere (mit jeweils eigener Wertpapierkennnummer) gehandelt werden könnten. Diese Einschränkung wird von vielen

Investoren als störend empfunden. Zum Beispiel sei die Einschränkung der Handlungsfreiheit genannt: Wer nur am Wandelrecht der Option interessiert ist, muss immer den Anleihen-Anteil "mitschleppen". Deshalb wird das Wandelrecht stets etwas tiefer am Markt bewertet als eine frei handelbare Option ohne den Ballast einer angehängten Anleihe. Diese Umstände vermindern letztlich auch den Kurs der Wandelanleihe. Man kann hier durchaus von einer leichten Marktineffizienz sprechen, welche durch konsequente Nutzung von Wandelanleihen systematisch gewinnbringend genutzt werden kann.

Darüber hinaus wirken aufgrund des vorhandenen Kapitalschutzes bei Wandelanleihen starke psychologische Faktoren. Konkret kommen Wandelanleihen Besitzer auch in sehr schwachem Marktumfeld nie in Zugzwang bzw. können panikartige Notverkäufe - in der Regel nahe am Tief einer Korrektur - vermeiden. Im Gegenteil kann in solchen Situationen das durch die Wandelanleihe gerettete Kapital allenfalls in neue Papiere günstig investiert werden.

Selbstverständlich bietet aber die Wandelanleihe nicht nur dem Käufer sondern auch dem Schuldner verschiedene Vorteile, so dass dieses interessante Finanzierungsinstrument in zunehmendem Masse genutzt wird, womit auch in Zukunft für ein genügend breites Angebot am Markt gesorgt sein dürfte. Der Hauptnutzen des Wandelanleihen-Emittenten besteht in der Umwandlung des ursprünglich aufgenommenen Fremdkapitals in Eigenkapital, denn durch die Wandlung wird aus einer Anleihe (Fremdkapital) neu geschaffenes Aktienkapital (Eigenkapital), das nicht mehr zurückbezahlt werden muss. Die Emission von Wandelanleihen entspricht damit einer marktschonenden Kapitalerhöhung, da die neuen Aktien nicht sofort sondern in der Regel über die gesamte Laufzeit verteilt nach und nach gewandelt werden. Mit einer solchen Aktienemission kann so ein vielfach zu verspürender temporärer Kursdruck umgangen werden. Zusammenfassend weist eine Wandelanleihe folgende Vorteile auf:

- Kursgewinnpotential bei gleichzeitig gutem Kapitalschutz
- Günstiges Wandelrecht (= billige Option)
- Schutz vor Fehlentscheidungen (insbesondere bei volatilen Börsen)
- Marktschonende Platzierungsform von Aktien

Nachteile

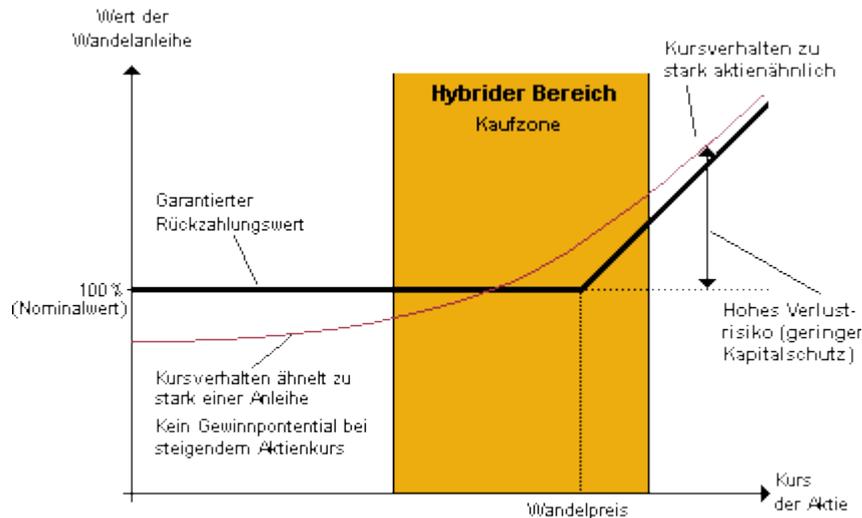
Der Hauptnachteil einer Wandelanleihe liegt in der festen Verknüpfung von Wandelrecht (Option) und Anleihen Teil. Anleger, die nur an der Entwicklung der Aktien interessiert sind und bereits genügend Anleihen besitzen, ziehen daher den Kauf einer reinen Option vor. Allerdings sind diese frei handelbaren Optionen in der Regel deutlich teurer als ein mit einer Wandelanleihe verknüpftes Wandelrecht. Zusammenfassend:

- Einschränkung der Handlungsfreiheit

Besonderheiten der Fisch Asset Management AG Fonds

Die Fisch Asset Management AG verwendet bei ihren Fonds ein spezielles Selektionsverfahren für das weltweit riesige Angebot an Wandelanleihen. Stark vereinfachend gesagt, werden grundsätzlich Anleihen gekauft, deren Wert nicht zu stark vom garantierten Rückzahlungswert (Nominalwert) abweichen.

Das wirkungsvolle aber einfache Prinzip dieser Auswahl verdeutlicht die nachfolgende Abbildung:



Vorteile

Bereits der Kauf einer einzelnen Wandelanleihe in der erwähnten hybriden Zone bietet gegenüber einem direkten Aktieninvestment wesentlich besseren Kapitalschutz bei gleichzeitig

intaktem Kurspotential. Die Aufnahme einer breiten Auswahl derartiger Papiere in unseren Anlagefonds führt dementsprechend zu einem ganz besonderen Diversifikationseffekt und damit ausserordentlicher Kapitalsicherung unter Beibehaltung sämtlicher Gewinnmöglichkeiten. Es erstaunt daher wenig, dass ein Wandelanleihenfonds unter bestimmten Bedingungen nicht dem Aktien- sondern dem Anleihenportefeuille zugerechnet werden darf. Insbesondere für Pensionskassen ergeben sich daraus verschiedene interessante Möglichkeiten der Renditesteigerung unter Ausschliessung grösserer Risiken.

Weitere Auswahlkriterien

Bei der Auswahl der Wandelanleihen für unsere Fonds werden weitere massgebende Auswahlkriterien berücksichtigt:

- Bonität der Anleihenschuldner
- angemessene Wandelprämien
- optimale durchschnittliche Restlaufzeit (Duration) der Anleihen

Eine strikte Übergewichtung bonitätsmässig hochrangiger Schuldner ergibt einen zusätzlichen Sicherheitseffekt, wobei diese Strategie trotzdem auch den massvollen Einbezug etwas spekulativerer aber vielversprechender Spezialtitel erlaubt, die dem Fonds insgesamt zusätzliche Würze verleihen. Die Beschränkung auf angemessene Wandelprämien garantiert eine direkte Weitergabe allfälliger Aktienmarktgewinne an die Fondsbesitzer, während ein ausgewogenes Restlaufzeit- / Duration-Management den Fonds gegen unerwünschte Veränderungen des Zinsniveaus absichert.

Fazit

Die prinzipiell einfach zu verstehende Wandelanleihe erfordert ein grosses Spektrum an Fachwissen und Finanzmarkttheorie, wenn ein konsequenter und effizienter Einsatz der investierten Mittel gewährleistet werden soll. Dieser Aufwand wird mit einem vorteilhaften Chancen / Risiko-Verhältnis belohnt, daselbst mit allergrössten Zusatzanstrengungen kaum mehr überboten werden kann.

Allerdings erfordern die ständige Überprüfung der bestehenden Positionen bezüglich der zuvor erwähnten Kriterien, die Analyse neuer Emissionen, sowie ständig notwendige Umschichtungen einen grossen administrativen Aufwand. Die Bewirtschaftung einzelner Kundenportefeuilles mit Wandelanleihen im hier geforderten professionellen Stil führt daher schnell an die Belastungsgrenzen des Verwaltungsapparates. So gesehen bietet das in einem Wandelanleihen-Fonds zentralisierte Management bedeutende Vorteile und Synergieeffekte, die sowohl der Endkundschaft als auch Zwischenparteien und Vermittlern in hohem Masse zugutekommen.

Zusatzinformationen

Verfeinerung: Wandelanleihe = Anleihe + Option

Die Gleichung "Wandelanleihe = Anleihe + Option" ist für praktische Zwecke gut brauchbar. Es werden durch sie auch die theoretischen Mechanismen bei der Kursbildung gut deutlich. Wenn man es aber ganz genau nimmt gilt:

$$\text{Wandelanleihe} = \text{Anleihe} + \text{Call (auf Aktie)} + \text{Put (auf Anleihe)}$$

Denn bei der Wandlung wird die Wandelanleihe in Aktien getauscht. Das heisst die Anleihe wird gerade als Zahlungsmittel für die bezogenen Aktien verwendet. Und wichtig: Die Anleihe wird bei diesem Tausch zu 100% angerechnet. Dies wird dann besonders wichtig, wenn die Zinsen stark gestiegen sind und der Anleihenteil eigentlich weniger wert ist als bei Emission der Wandelanleihe. Daraus folgt, dass Wandelanleihen weniger zinssensitiv sind als beispielsweise Optionsanleihen (wo der Anleihenteil frei handelbar ist und auf Zinssteigerungen voll reagiert). Das Recht, die Wandelanleihe als Zahlungsmittel bei der Wandlung zu 100% anzurechnen, entspricht finanzmathematisch einer Put-Option auf den Anleihenteil! Wenn man es noch genauer nimmt gilt aber: Dieser Put ist nur zusammen mit dem Call (Wandlungsrecht) ausübbar, das heisst es besteht eine zeitliche Einschränkung bei der Ausübung der Put-Option. Somit ist diese weniger wert als eine frei handelbare Put-Option auf einen Bond. Die Standardbewertungsmodelle sind hier deshalb nicht voll tauglich.

Ibbotson-Studie

Gemäss einer sehr interessanten Studie über Wandelanleihen (Ibbotson) erzielten Wandelanleihen in der Zeit von 1973 - 1998 eine jährliche Rendite von 11.80%. Damit liegen sie zwar leicht hinter den Aktien (13.06%) aber deutlich vor einem gewöhnlichen Anleiheninvestment (9.48%). Sehr interessant ist nun aber die Tatsache, dass gewöhnliche Anleihen trotz der tieferen Durchschnittsrendite ein höheres Risiko (gemessen an der Standardabweichung) von 12.11% aufweisen als Wandelanleihen mit nur 11.94%. Das Aktienrisiko betrug im Betrachtungszeitraum 17.12% und war damit deutlich höher, sowohl als Anleihen wie auch als Wandelanleihen. Diese Zahlen belegen eindrücklich die äusserst vorteilhafte Chancen / Risiko-Ausbeute von Wandelanleihen.

Wandlung einer Wandelanleihe

Sowohl bei privaten wie auch vielen professionellen Anlegern kommt es in der Regel nie zu einer Wandlung (auf dem Markt jedoch wird der Grossteil der Anleihen gewandelt, insbesondere bei günstiger Börsentendenz). Solange eine Anleihe eine Wandelprämie aufweist, lohnt sich die Wandlung ohnehin nicht, während im Fall von grösseren Kurssteigerungen (Prämienabbau) eine Wandlung in einer (ungesicherten) Aktienposition resultieren würde. Vielmehr wird in diesem Fall die Wandelanleihe einfach verkauft und so die bisher erzielten Gewinne mitgenommen. Allerdings kann sich eine Wandlung aus Arbitragegründen (Konversionsarbitrage) lohnen. Dabei wird eine Anleihe gekauft, gewandelt und die Aktien mit kleinem Gewinn sofort an der Börse wieder verkauft. Dies bedeutet, dass die Anleihe eine negative Prämie aufweisen muss, das heisst der innere Wert übersteigt den Preis der Wandelanleihe.

Wandelrecht als Put-Option

Beim Wandelrecht einer Wandelanleihe handelt es sich um eine Kaufoption, da Aktien (der Basiswert) bezogen und damit gekauft werden. Daneben existieren aber auch Verkaufsoptionen, die dem Besitzer das Recht geben, eine bestimmte Anzahl Aktien zu einem bestimmten Preis zu verkaufen. Es leuchtet ein, dass eine Verkaufsoption in einem Baissemarkt an Wert gewinnt, weil die Aktien aufgrund der Option zum festgelegten Preis verkauft werden können, obwohl sie an der Börse möglicherweise bereits viel tiefer gefallen sind. Verkaufsoptionen eignen sich daher für eine Spekulation auf fallende Kurse, während Kaufoptionen in Haussemärkten ansteigen.

Eine Wandelanleihe kann neben der bisherigen Betrachtungsweise (Kombination aus Anleihe und Call-Option) auch als eine Kombination aus einer Aktie, einer Anleihe und einer Verkaufsoption (Put) betrachtet werden. Auch in diesem Fall gelten die gleichen Bewertungskriterien und Preismodelle.

Rechtliche Fragen

Je nach Perspektive kann eine Wandelanleihe der Kategorie der Aktienanlagen oder aber der Anleihenanlagen zugeordnet werden. Diskutiert wird auch die Einordnung in eine eigene Kategorie. Aus praktischer Sicht spielen diese Einordnungsfragen keine wesentliche Rolle. Rechtlich ergeben sich dagegen wichtige Konsequenzen, beispielsweise bei der Aufnahme von Wandelanleihen in gesetzlich geregelte Pensionskassen-Portefeuilles.