

Fahren Sie mit dem Cabriolet der Anlageinstrumente?

Von EMCORE Asset Management, Zug

Eine Wandelanleihe (Convertible) weist die gleiche Grundstruktur wie eine Obligation auf: Laufzeit, Verzinsung und Rückzahlung werden vor der Emission bestimmt. Der Inhaber hat das Recht, nicht aber die Pflicht, die Anleihe in eine bestimmte Anzahl Aktien zu wandeln. Der Obligationenteil lässt sich mit der Karosserie eines Autos vergleichen. Der Optionsteil entspricht dem Faltdach eines Cabriolets (Convertible), der die «sportliche» Komponente des Instruments ausmacht und bei schönem Wetter – in der Hausse – zum Tragen kommt. Investoren partizipieren an steigenden Aktienkursen, ohne dabei auf den Kapitalschutz verzichten zu müssen. Wenn es anfängt zu regnen, können sie das Dach schliessen. Eine Wandelanleihe entspricht der Kombination einer Obligation und einer Call-Option auf eine Aktie. Die Option wird indirekt bezahlt: Wandelanleihen weisen im Vergleich zu herkömmlichen Obligationen eine tiefere Rendite auf. Die Optionen sind in der Regel allerdings günstiger als die entsprechenden Instrumente im Derivatmarkt und daher für Investoren interessant.

Am Kursgewinn partizipieren

In der Grafik wird ersichtlich, dass die Entwicklung des Kurses der Aktie einen wesentlichen Bestandteil des Wertes einer Wandelanleihe ausmacht. Der Wert des Aktienanteils einer Wandelanleihe wird Parität genannt. Sie errechnet sich aus dem aktuellen Aktienkurs und der Anzahl wandelbarer Dividendenpapiere. Steigt der Kurs, profitieren die Inhaber der Wandelanleihe von dieser Entwicklung.

Die Partizipation an steigenden Aktienkursen wird mit dem Exchangeable (Schuldner und Basiswert nicht identisch) 2 1/2% Ems/Lonza 2002/2010 veranschaulicht. Jede Wandelobligation hat einen Nominalwert von 5000 Fr. und ist in 40 Lonza-Namenaktien wandelbar. Der Ausübungspreis ist somit auf 125 Fr. pro Aktie festgelegt. Steigt der Aktienkurs auf 140 Fr., muss die Wandelanleihe mindestens einen Kurs von 112% aufweisen: 40 mal 140 Fr. ergibt 5600 Fr. oder 112% des Nominalwerts. Würde der Wandelanleihenkurs tiefer liegen, wäre ein risikoloser Gewinn realisierbar: Der Wandler würde unter dem Marktwert der Aktien gekauft, sofort gewandelt und die Aktien zu einem höheren Preis verkauft.

Die Differenz zwischen dem Marktpreis der Wandelanleihe und der Parität wird Prämie oder Aufgeld genannt und in Prozenten ausgedrückt. Je mehr der Aktienkurs und somit der Preis der Wandelanleihe steigt, desto geringer wird die Prämie (siehe Grafik). Die Wandelanleihe erhält zunehmend Aktiencharakter (Equity proxy). Wegen der kapitalschützenden Funktion des Obligationenteils wird immer eine kleine Prämie bezahlt. Um auf den Vergleich mit dem Cabriolet zurückzukommen: Auch auf der Autobahn lässt sich das Dach schliessen, wenn es zu regnen beginnt. Der Prozess dauert allerdings etwas länger, da zuerst gebremst werden muss.

Schutz vor Kursverlusten

Sinken hingegen die Aktienkurse, wird das Kapital durch den Obligationenteil der Wandelanleihe geschützt. Während der Laufzeit kann der Kurs der Wandelanleihe – wie der

einer normalen Obligation – unter den Emissionspreis fallen. Da eine Wandelanleihe eine geringere Rendite aufweist als eine festverzinsliche Obligation, kann ihr Kurs bis auf ein Niveau fallen, auf dem die Rendite der einer Obligation desselben Schuldners mit gleicher Laufzeit entspricht. Dieses Niveau wird Bond floor genannt. Mit einem Risikoaufschlag von 250 Basispunkten zum Swap ergibt sich für Ems ein Bond floor von 83,3%. Damit böse Überraschungen vermieden werden, sollte die Annahme des Risikoaufschlags konservativ getroffen werden. Der Wert einer Wandelanleihe fällt theoretisch nie unter den Bond floor. Statt für das Wandelrecht zu bezahlen, würde der Inhaber einer Wandelanleihe sonst eine höhere Rendite als mit einer entsprechenden Standardobligation erhalten.

Es sei hier aber angemerkt, dass der Bond floor nur mit guter Schuldnerqualität verlässlich ist, wie auch ein Auto eine solide Karosserie braucht, wenn Sicherheitsgefühl vermittelt werden soll. Dies zeigt die Grafik. Verliert der Basiswert beachtlich, verschlechtert sich die Schuldnerqualität, und der Kurs der Wandelanleihe kann unter den zuvor berechneten Bond floor fallen. Gerade die vergangenen zwei Jahre haben dies im Technologie-, Medien- und Telekommunikationssektor (TMT-Sektor) deutlich gezeigt. Eine genaue Überwachung der Schuldnerqualität ist daher unerlässlich.

Der Marktwert von Wandelanleihen im ausgeglichenen Bereich wird in gleichem Masse von der Zins- und der Aktienkursentwicklung beeinflusst. Hier sind die Anleihen mit dem interessantesten Risiko-Rendite-Profil angesiedelt, da der Wert an steigenden Aktienkursen sehr schnell partizipiert, der Obligationenteil jedoch das investierte Kapital schützt, wenn die Kurse sinken. In diesem Bereich sind auch die so genannten High-Gamma-Wandelanleihen zu finden, auf die in der nächsten Folge eingegangen wird.

Grafik zum Artikel: http://www.finanzinfo.ch/upload/archiv/dossiers/artikel/dossier_pdfs/36-grafiken/36-2-S13-G1.pdf