

Die Wandelanleihe verbindet zwei Welten

Marktübersicht, Volumina und Motive

Von Prof. Dr. Wolfgang Blättchen und Uwe Nespethal,
Blättchen Financial Advisory

Das derzeitige volatile Aktienmarktumfeld macht es Anlegern schwer, sich auf eine Strategie festzulegen. Hinzu kommt, dass die Rentenmärkte zumindest in Europa vermutlich noch für eine längere Zeit bei einem niedrigen Zinsniveau verharren. Aktuell rentiert eine fünfjährige Bundesanleihe bei nur noch 0,125%. Selbst High-Yield-Anleihen mit Ratingnoten von BB und gleicher Laufzeit werfen kaum noch Renditen von mehr als 3% ab. Für Emittenten ist dieses Umfeld zumindest auf der Fremdkapitalseite bei entsprechender Solvenz natürlich ideal für Refinanzierungen oder Neuaufnahmen. Ein Mix aus volatilen Aktienmärkten und niedrigen Zinsen begünstigt das Finanzierungsinstrument „Wandelanleihe“, das das Beste aus dieser Konstellation macht.



Prof. Dr. Wolfgang Blättchen



Uwe Nespethal

Für den Anleger eröffnet die Wandelanleihe die Möglichkeit, zum einen an steigenden Aktienmärkten zu partizipieren und zum anderen ihr Risiko durch die Tilgung der Anleihe zzgl. ihrer Verzinsung zu minimieren. Mit Wandelanleihen konnten Investoren in den letzten 15 Jahren jährliche Renditen von 7,2% erzielen und damit andere Anlageklassen übertreffen. Im gleichen Zeitraum gelang Aktien nur eine Rendite von 6,5% und Unternehmensanleihen 5,6%¹. Es gibt eine Faustregel, wonach Wandelanleihen die Aufwärtsbewegung der Aktien zu 2/3 und die Abwärtsbewegung nur zu 1/3 mitmachen.

Marktübersicht

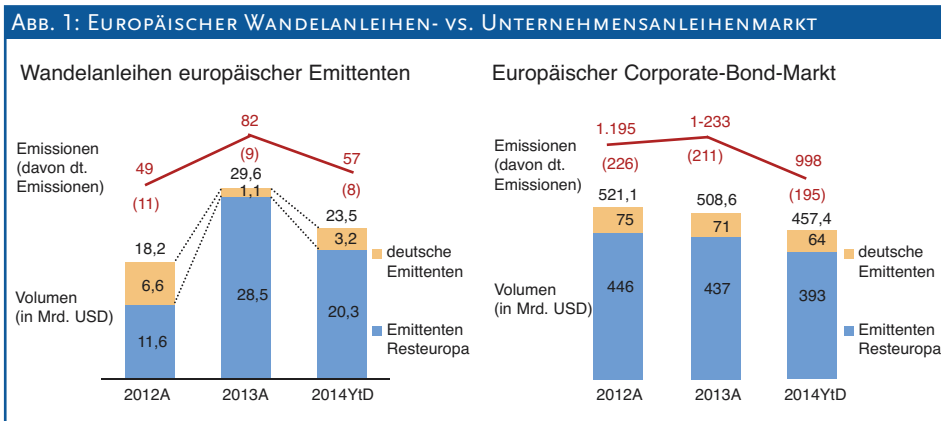
Das günstige Umfeld wird natürlich auch von Unternehmen zur Ausgabe von Wandelanleihen genutzt. Bis zum 10. November 2014 sind im laufenden Jahr rund 24 Mrd. USD durch 57 Emissionen an den Märkten platziert worden (siehe Abb. 1). Der Anteil deutscher Emittenten im

europäischen Corporate Convertible Bondmarkt lag im Jahr 2012 mit 6,6 Mrd. USD Emissionsvolumen bei rund 36%. Im Folgejahr 2013 fiel das Volumen auf 1,1 Mrd. USD und damit 4%. Im laufenden Jahr stieg es jedoch wieder auf 3,2 Mrd. USD (=14%). Im Vergleich zum klassischen Anleihenmarkt ist der Wandelanleihen-Emissionsmarkt deutlich volatil und kleiner. So entspricht das Emissionsvolumen des europäischen Convertible-Bond-Marktes selbst im Boomjahr 2013 nur rund 6% des gesamten europäischen Corporate Bondmarktes².

Zahlreiche Vorteile

Das derzeitige Niedrigzinsumfeld führt dazu, dass der Kupon entsprechend niedrig ausfallen kann. Das in der Wandelanleihe eingebaute Optionsrecht ermöglicht einen zusätzlichen Zinsdiscount, der i.d.R. 100 bis 200

Basispunkte unter dem Kupon einer Standardanleihe des Emittenten liegt. Bei einigen jüngeren Emissionen (z.B. EON im Sept. 2014, RAG Stiftung im Juni 2014) liegt die Verzinsung sogar bei 0%. Da die Wandelanleihe dem Inha-



Quelle: Thomson Financial, Emissionen in Europa (Non Financials), Stand 10.11.2014

1) Vgl. Studie von Fisch Asset Management/Bloomberg, UBS in der FAZ vom 19.08.2014 veröffentlicht
2) Sämtliche genannte Statistiken wurden der Datenbank von Thomson Financial entnommen.

TAB. 1: ÜBERBLICK DEUTSCHER EMITTENTEN VON WANDELANLEIHEN 2013-2014

| EMITTENT | EMISSIONS-DATUM | VOLUMEN IN MIO. USD | AUSGABE-KURS | WANDLUNGS-PRÄMIE | KUPON | LAUFZEIT |
|---------------------------------|-----------------|---------------------|--------------|------------------|-------|------------|
| PNE WIND AG | 09.10.2014 | 8 | 100% | 17,00% | 3,75% | 10.10.2019 |
| EON BETEILIGUNGEN AG | 23.09.2014 | 147 | 101% | 22,50% | 0,00% | 24.09.2018 |
| FRESENIUS MEDICAL CARE AG & Co. | 16.09.2014 | 518 | 100% | 35,00% | 1,13% | 31.01.2020 |
| DEUTSCHE WOHNEN AG | 08.09.2014 | 540 | 100 | 27,50 | 0,88 | 08.09.2021 |
| SAF-HOLLAND S.A. | 05.09.2014 | 135 | 100 | 20,00 | 1,00 | 12.09.2020 |
| RAG-STIFTUNG | 04.06.2014 | 816 | 100 | 37,50 | 0,00 | 01.12.2018 |
| LEG IMMOBILIEN AG | 07.04.2014 | 412 | 100 | 30,00 | 0,50 | 27.05.2021 |
| CANCOM SE | 20.03.2014 | 62 | 100 | 20,00 | 0,88 | 17.03.2019 |
| FRESENIUS SE & Co KGAA | 18.03.2014 | 697 | 100 | 35,00 | 0,00 | 25.08.2019 |
| ADLER REAL ESTATE AG | 23.12.2013 | 15 | 100 | 0,00 | 6,00 | 27.12.2018 |
| DRILLISCH AG | 05.12.2013 | 137 | 100 | 22,50 | 0,75 | 02.12.2018 |
| VIB VERMÖGEN AG | 26.11.2013 | 35 | 100 | 0,00 | 4,50 | 28.11.2015 |
| DEUTSCHE WOHNEN AG | 19.11.2013 | 338 | 100 | 30,00 | 0,50 | 19.10.2020 |
| WIGE MEDIA AG | 13.08.2013 | 3 | 100 | 0,00 | 4,00 | 05.08.2015 |
| HEIDELBERGER DRUCKMASCHINEN AG | 03.07.2013 | 78 | 100 | 37,17 | 8,50 | 30.06.2017 |
| ALSTRIA OFFICE REIT-AG | 07.06.2013 | 105 | 100 | 15,00 | 2,75 | 04.06.2018 |
| AIR BERLIN FINANCE BV | 27.02.2013 | 184 | 100 | 25,00 | 6,00 | 03.06.2019 |
| KUKA AG | 06.02.2013 | 214 | 100 | 26,00 | 20,0 | 12.02.2018 |

Quelle: Thomson Financial, Stand 10.11.2014

ber eine definierte Anzahl von Aktien im Falle einer künftigen Wandlung garantiert, entspricht die Ausgabe einer Wandelanleihe einer vorgelagerten Kapitalerhöhung. Durch eine möglichst hohe Wandlungsprämie auf den Aktienkurs zum Zeitpunkt der Emission kann im Gegensatz zu einer klassischen Kapitalerhöhung – hier erfolgt i.d.R. ein Abschlag – ein höherer Emissionserlös erzielt werden. Im Durchschnitt liegt die Wandlungsprämie bei 20%.

Im aktuellen Umfeld können sogar höhere Prämien am Markt durchgesetzt werden (z.B. FRESENIUS mit 35%). Je höher diese Prämie ausfällt, desto geringer ist die künftige potenzielle Verwässerung für das gewünschte Zielemissionsvolumen. Die Voraussetzung für die Emission einer Wandelanleihe ist grundsätzlich die Bereitstellung eines entsprechend hohen bedingten Kapitals, das bei der Wandlung in Anspruch genommen wird. Beträgt das für die Wandlung reservierte Aktienkapital mehr als 10% des Grundkapitals, so ist nach AktG den Aktionären generell ein Bezugsrecht für den Bezug der Wandelanleihe einzuräumen³. Die Bezugsfrist beträgt mindestens zwei Wochen, in der die Bezugsrechte auch an einer Börse gehandelt werden können. Obwohl das Wandlungsrecht lange vor der Fälligkeit der Wandelanleihe in Anspruch genommen werden kann, wird meistens erst bei Fälligkeit gewandelt. Natürlich nur, wenn die Aktien über dem Wandlungspreis liegen.

Eigentlich „Fremdkapital“

Die Wandelanleihe wird bis zur Wandlung bilanziell als Fremdkapital ausgewiesen. Sowohl nach HGB als auch nach IFRS wird jedoch ein möglicher Optionswert des Wandlers dem Eigenkapital zugerechnet. Nach HGB ist das Agio bzw. der Zinsvorteil in die Kapitalrücklage einzustellen und gleichzeitig wahlweise als Aufwand zu erfassen oder in der Rechnungsabgrenzung zu

aktivieren⁴. Nach IFRS wird zunächst der Zeitwert der Anleihe ohne Wandlungsrecht ermittelt.

Das mittlere Emissionsvolumen einer Wandelanleihe deutscher Emittenten lag in den letzten Jahren bei ca. 200 Mio. USD und damit auch im Fokus institutioneller Investoren. Bei kleineren Emissionen spielen vor allem spezialisierte kleinere Fonds bzw. Family Offices eine Rolle, aber auch Privatanleger treten mehr in den Fokus. Möchte ein mittelständisches, börsennotiertes Unternehmen eine Wandelanleihe in einem für institutionelle Anleger wenig attraktiven Volumen (<100 Mio. EUR) emittieren, so empfiehlt es sich, seine Streubesitzinvestoren oder neue externe Privatanleger in die Vermarktung einzubinden. Dies kann durch handelbare Bezugsrechte auf die Wandelanleihe, eine auf Retail-Anleger ausgelegte Finanzkommunikation und eine privatanlegerfreundliche Stückelung der Wandelanleihe geschehen. Hierfür ist die Veröffentlichung eines Wertpapierprospekts zwingend.

Besser mit Börsennotierung

Darüber hinaus empfiehlt es sich, die begebene Wandelanleihe in den Börsenhandel einzubeziehen. Für nicht-börsennotierte Unternehmen ist die Emission einer sogenannten „Going Public“-Anleihe denkbar, wonach der Zeichner im Falle eines künftigen IPOs die Anleihe in Aktien wandeln kann. Dieses Instrument ist bei Biotechunternehmen in der Pre-IPO-Finanzierungsrunde gängig⁵. Die Wandelanleihe bietet den Emittenten zahlreiche Gestaltungsmöglichkeiten bezüglich Laufzeit, Wandlungsvolumen oder Verzinsung und ist, was die Nachfrage betrifft, nicht nur auf institutionelle Anleger beschränkt.

3) Vgl. §221 Abs. 4 AktG

4) Vgl. § 272 Abs. 2 Nr. 2 HGB

5) z.B. NOXXON Pharma AG