

Kapitalmarktentwicklungen kennen

Veredelte Anleihen

Im Zuge der sogenannten Restliberalisierung des deutschen Kapitalmarktes wurden potentielle Anleihegläubiger in immer größerem Umfang mit innovativen Spielarten traditioneller Schuldverschreibungen konfrontiert. Neben der Emission von Anleihen mit variabler Verzinsung, Zero-Bonds und Doppelwährungsanleihen ist eine verstärkte Verknüpfung klassischer Obligationen mit Optionsrechten verschiedenster Art festzustellen. Diplom-Kaufmann Hartmut Walz und Diplom-Kaufmann Marco J. Menichetti weisen einen Weg durch den mittlerweile entstandenen Dschungel von Optionsanleihen.

Vor nur wenigen Jahren herrschte auf dem Anleihemarkt noch Übersicht: Neben vereinzelt Wandelschuldverschreibungen und Aktienoptionsanleihen – letztere werden seit 1983 wieder verstärkt genutzt – existierten lediglich klassische Kuponanleihen (straight bonds), welche nach den Kriterien Nominalverzinsung, Ausgabe- und Rückzahlungskurs, (Rest-)Laufzeit sowie Schuldnerbonität relativ mühelos zu bewerten waren.

Emittenten wollen Zinslast senken

Die einfache Beurteilbarkeit von straight bonds bewirkte eine vergleichsweise hohe Markttransparenz aus der wiederum eine harte Konkurrenz zwischen den Kapitalnehmern resultierte und deren Kapitalkosten steigerte. Das natürliche Bestreben der Emittenten nach einer Senkung ihrer Zinslast führte in den letzten Jahren zu einer Differenzierung der ausgegebenen Titel, wobei neben der Konstruktion von Zinssammlern (Zero Bonds) und von Papieren variabler Verzinsung (Floating Rate Notes) der Gewährung zusätzlicher Anreize durch das Angebot von Optionsrechten auf Basis von Straight Bonds die vorrangige Bedeutung zukam. Die so entstandenen Optionsanleihen bieten dem Investor näher zu spezifizierende Rechte, die im Erwerb oder Umtausch von verschiedenen Aktiva zu im voraus festgelegten Bedingungen bestehen.

Die folgende Übersicht soll die unterschiedlichen Varianten von Optionsanleihen darstellen.

Gemeinsame Kennzeichen der Optionsanleihen

Warrant Bonds zeichnen sich stets durch eine unter dem aktuellen Marktzins liegende Rendite aus, wobei allerdings zum Ausgleich dieser Unterverzinslichkeit Zusatzrechte gewährt werden. Der Inhalt dieser Rechte muß bereits zum Emis-

sionszeitpunkt des Basispapiers detailliert festgelegt werden. Insbesondere ist hier an die Bestimmung von Quantität und Bezugspreis des Optionsgegenstandes, Zuzahlung sowie Beginn und Dauer der Optionsfrist zu denken. Die im Regelfall übliche Trennung der Optionsscheine von den jeweiligen Basispapieren führt dazu, daß auf dem Sekundärmarkt neben den ursprünglichen Optionsanleihen (Bonds cum Warrants) auch Anleihe-Leerstücke (Bonds ex Warrants) sowie isolierte Optionscheine gehandelt werden können. Im Gegensatz zur Ausgestaltung der Wandelschuldverschreibungen führt die Ausübung des Optionsrechtes bei Warrant Bonds nicht zum Untergang des Basispapiers.

Interesse für Anleger

Die durch zusätzliche Optionsrechte „versüßten“ Anleihen bergen gleichermaßen für institutionelle wie auch private Anleger besondere Reize. So ist das mit einer Optionsanleihe zusätzlich verbundene Risiko des Investors darauf beschränkt, daß

Ursprungspapier: Straight Bond	
Gegenstand des Wahlrechts	Bezeichnung
Bezug junger Aktien	Aktienoptionsanleihe (Equity Warrant Bond)
Umtausch von Fremdkapital in junge Aktien	Wandelschuldverschreibung (Convertible Bond)
Bezug einer weiteren Anleihe	Zinsoptionsanleihe (Debt Warrant Bond)
Umtausch der Ursprungsanleihe	Wandelschuldverschreibung auf Rentenwerte (Harmless Debt Warrant Bond)
Bezug von Fremdwährung	Währungsoptionsanleihe (Currency Warrant Bond)
Bezug einer Anleihe in Fremdwährung	Zins-Währungsoptionsanleihe (Currency Option Bond)
Bezug von Gold	Goldoptionsanleihe (Gold Option Bond)

Marktgängige Verknüpfungsformen von Anleihen mit Optionsrechten.

dieser eine unter dem Marktzins liegende Rendite erhält, während andererseits bei positiver Entwicklung von den der Option zugrundeliegenden Aktiva erhebliche Spekulationsgewinne winken.

Jedoch kann der potentielle Anleger auch genau durch entgegengesetzte Ziele zum Engagement in diese Papiere motiviert werden, nämlich wenn er die Optionsanleihe als Instrument des Risk-Managements verwendet. Dies gilt in besonderem Umfange für Anleger, die beispielsweise in der Absicherung offener Positionen durch Optionsscheine eine Alternative zum Börsenoptionshandel sehen. Da institutionelle Investoren vom deutschen Börsenoptionshandel aufgrund juristischer Restriktionen größtenteils ausgeschlossen sind, kommt Optionsscheinen für diese Anlegergruppe eine größere Bedeutung zu.

Die Hauptmotivation der Privaten an dieser Wertpapierart begründet sich auf ihr Bestreben, Rentenportefeuilles weiter aufzufächern und durch Einbezug innovativer Titel abwechslungsreicher zu gestalten. Der Reiz des Neuen sowie die Phantasie, die diesen Papieren innewohnt und den Spieltrieb der Kapitalgeber herausfordert, erklären die überwiegend hohe Bewertung der jüngsten Emissionen. Die Einsatzmöglichkeiten von Zins-, Währungs- sowie Goldoptionsanleihen, denen im Augenblick unter den Warrant Bonds die größte Bedeutung zukommt, sollen im folgenden aus Anlegersicht näher analysiert werden.

Zinsoptionsanleihe

Bei dieser Warrant-Bond-Spezifikation erwirbt der Investor das Recht auf den späteren Bezug weiterer Anleihen des Kapitalnehmers oder eines anderen Emittenten zu einem festen Zinssatz. Durch den Kauf eines solchen Bonds ist ein Schutz vor dem Risiko sinkender Zinsen während der Optionsfrist möglich. Plant der Investor die Wiederanlage beliebiger Liquiditätszuflüsse für einen Zeitpunkt innerhalb der Optionsfrist, so kann er sich mit Hilfe der Zinsoptionsscheine eine Mindestrendite sichern, die bereits im Planungszeitpunkt festliegt. Er schützt sich somit vor sinkenden Erträgen bei der Wiederanlage ohne auf die Chance eventueller Zinssteigerungen verzichten zu müssen.

Insbesondere in Perioden nachhaltiger Zinssenkungserwartungen erfreut sich dieses Instrument auf Anlegerseite hoher Beliebtheit, wie die Explosion des Debt Warrant Marktes in der Zinssenkungspha-

se 1985/86 anschaulich bewies. So überstiegen in dieser Phase die emittierten Rentenoptionsanleihen bei weitem die Anzahl der neu herausgegebenen Papiere mit Bezugsrechten auf Aktien. Ist hingegen nach Auffassung des Marktes das Zinstal erreicht, so wird die Attraktivität des Papiers erheblich vermindert, da mit hoher Wahrscheinlichkeit erwartet werden kann, daß die versprochene Verzinsung des zu optierenden Papiers durch die Marktentwicklung übertroffen wird. Der den Bonds anhängende Optionsschein würde in dieser Situation seinen Wert völlig verlieren, so daß dem Anleger nur die unterverzinsliche Anleihe verbleiben würde.

Eine interessante Variante der Zinsoptionsanleihe stellen die sogenannten „Harmless Debt Warrant Bonds“ dar. Sie ermöglichen nach Ablauf einer festgelegten Wartefrist anstelle des üblichen Optionsrechts auf Rentenpapiere den Umtausch des Basispapiers in eine höherverzinsliche Anleihe. Aufgrund der Tauschbedingungen wird für den Emittenten ein konstanter Verschuldungsbetrag gewährleistet.

Währungsoptionsanleihe

Sie verbrieft das Zusatzrecht, innerhalb einer festgesetzten Frist eine bestimmte Devisensumme zu einem im voraus fixierten Wechselkurs erwerben zu dürfen. Als Ausgleich für die niedrigere Verzinsung des Basispapiers kann sich für den Anleger ein interessanter Spekulationsgewinn ergeben, wenn der Kassakurs der entsprechenden Währung während der Optionsfrist über den in den Optionsbedingungen fixierten Wechselkurs steigt.

Sofern der Erwerber von Währungsoptionsanleihen Verbindlichkeiten in der entsprechenden Devisen besitzt, kann er das Instrument sozusagen als „Versicherung“ gegen Kurssteigerungen verwenden. Das Optionsrecht sichert ihm eine feste Kalkulationsgrundlage, da die Obergrenze des Wechselkurses bestimmt ist. Befindet sich der Kassakurs bei Fälligkeit der Devisenverbindlichkeit unter dem in den Optionsbedingungen fixierten Niveau, so kauft der Investor den entsprechenden Betrag am Kassamarkt und läßt die Optionsscheine verfallen. Übersteigt der Kassakurs hingegen bei Fälligkeit die fixierte Grenze, so hat der Investor zwei Möglichkeiten, die wirtschaftlich jedoch zum selben Resultat führen: Entweder er deckt die Währungsverbindlichkeiten unmittelbar mit

den aus der Ausübung des Optionsscheines erhaltenen Devisen ab (direktes Hedging) oder er kauft die erforderliche Währung zwar zum teureren Kassakurs ein, kann aber durch die Veräußerung der Optionsscheine einen Gewinn erzielen, welcher die Mehrkosten gerade abdeckt (indirektes Hedging).

Die Attraktivität des Optionsscheines ist aus Erwerbersicht insbesondere von der Differenz zwischen Optionskurs und aktuellem Kassakurs, Beginn und Dauer der Optionsfrist sowie der Volatilität des entsprechenden Wechselkurses abhängig. Daher kann diese Optionsart nur dann Interesse am Markt auslösen, wenn sie sich auf Währungen bezieht, für die im Verhältnis zur Basiswährung freie Wechselkurse bestehen. Die meisten derzeit am Markt gehandelten Currency Warrant Bonds wurden auf der Basis DM/US-\$ oder SFR/US-\$ begeben.

Goldoptionsanleihen

Da diese Spezifikation neben einer geringen, aber sicheren Verzinsung das Recht auf den Bezug von Gold zu einem fixierten Preis bietet, eignet sie sich besonders für Investoren, die zum einen ein Direktengagement in Gold scheuen, zum anderen jedoch eine Sicherung vor Inflationsgefahren anstreben. Da erfahrungsgemäß „die Inflation dem Goldpreis das Laufen lehrt“ bietet sich dem Optionsinhaber die Gelegenheit, diese mit Gewinn auszuüben, wodurch wiederum der ursprünglich erlittene Kaufkraftverlust ausgeglichen oder sogar übertroffen werden kann. Wenn auch bislang erst verhältnismäßig wenige Papiere dieser Gattung am Markt sind, werden aufgrund des schwachen US-Dollars, der niedrigen Zinsen und des wiederauflebenden Interesses an Edelmetallen Gold Warrant Bonds in Zukunft erheblich an Bedeutung gewinnen.

Neben der „Goldgeränderten Anleihe“ der Credit Suisse ist inzwischen auch eine Staatsanleihe des Königreiches Belgien sowie ein „Goldesel“ des Schweizer Pharmakonzerns Hoffmann-La Roche – alle Titel auf Schweizer Franken lautend – am Markt erhältlich.

Bei aller Euphorie, die durch diese neuen Instrumente ausgelöst wurde, ist eine nüchterne Gegenüberstellung der mit einer Optionsanleihe erworbenen Rechte und der hierfür hingenommenen Minderverzinsung vonnöten. Insbesondere sollte der Anleger stets errechnen, welchen

Wertpapiere und Börsen

Preis er indirekt für das eingeräumte Zusatzrecht zahlen muß. Als Anhaltspunkt dient hierfür der Kurs einer in allen sonstigen Merkmalen vergleichbaren Kuponanleihe, die lediglich kein Optionsrecht aufweist. An der Kursdifferenz kann der Preis für die Warrants ermittelt werden. Anhand dieser Methode konnte beispielsweise für einige Currency Warrant Bonds festgestellt werden, daß der Preis des anhängenden Optionsscheins im Vergleich zu entsprechenden Rechten des Börsenoptionshandels um bis zum Vierfachen erhöht war. Die Aufgabe eines seriösen Anlageberaters muß hier oftmals eher in einem „Bremsen“ als einem „Gasgeben“ bestehen, um zu verhindern, daß der Investor seinen Spieltrieb beziehungsweise die dem Papier innewohnende „Phantasie“ zu teuer bezahlt.

Außerdem sollte der Wertpapierberater auf die Möglichkeit hinweisen, daß nicht nur die Optionsanleihe cum (mit Optionsschein) zur Disposition steht, sondern die am Sekundärmarkt getrennt erhältlichen

Warrants auch ohne Basispapier ins Anlegerportefeuille aufgenommen werden können, wobei aufgrund des vergleichsweise geringeren Kapitaleinsatzes ein erheblicher Leverage-Effekt, das heißt eine Hebelwirkung entsteht.

Naked Warrants

In diesem Zusammenhang ist eine weitere Finanzinnovation von Bedeutung, nämlich die sogenannten „Naked Warrants“. Hierunter versteht man Optionsscheine, die von Beginn an eigenständig, das heißt ohne ein Basispapier ausgegeben werden, ansonsten jedoch mit den traditionellen Warrants in jeder Hinsicht vergleichbar sind. Die in jüngster Vergangenheit feststellbare rege Emissionstätigkeit in „Naked Warrants“ hat zu einer weiteren Marktverbreiterung für Optionsscheine geführt und gewährt dem Investor die Möglichkeit, die durch Optionsanleihen entstehende Position durch Kombination isolier-

ter Optionsscheine mit beliebigen Straight Bonds sozusagen „selbst herzustellen“.

Optionsinnovationen

Trotz der bereits zum jetzigen Zeitpunkt nahezu unübersehbaren Vielfalt an Optionsanleihen ist ein Ende des Erfindungsreichtums der Emittenten noch lange nicht in Sicht. Als derzeit „letzter Schrei“ wird die Verknüpfung von Floaters und Zeros mit Optionsrechten betrachtet, wodurch jetzt die spezifischen Vorteile dieser Basispapiere auch für Anhänger von Optionsanleihen nutzbar wurden. So handelt es sich zum Beispiel bei der oben genannten Optionsanleihe von Hoffmann-La Roche um einen Null-Kupon-Titel in Schweizer Franken. Nachdem im Mai 1987 erstmals isolierte Verkaufsoptionsscheine auf Aktien an der Züricher Börse eingeführt wurden, ist es wohl eine Frage der Zeit, bis auch komplette Optionsanleihen für Baissiers auftauchen werden.

So sichern Sie Ihren Aufstieg

Mit dem Gabler Fernstudium zum

**Geprüften Finanz- und
Kreditfachmann**

**Geprüften Anlage- und
Vermögensberater**

Geprüften Betriebswirt *

Organisator (IHK)

**Personalfachkaufmann
(IHK)**

Mit diesen Gabler Fernlehrgängen bilden Sie sich zu Hause weiter, gezielt und nach Plan, neben Ihrem Beruf. Sie selbst bestimmen, wann, wo und wie schnell Sie studieren.

Damit erwerben Sie sich die Qualifikation zur Übernahme von gehobenen Aufgaben in Stab und Linie,

ja Sie öffnen sich die Tür zu neuen beruflichen Herausforderungen.

*Sie haben die Wahl

Für interessierte Teilnehmer am Fernlehrgang zum **Geprüften Betriebswirt** werden zusätzlich **Seminare** zur Vertiefung und Festigung des erworbenen Wissens sowie zur Prüfungsvorbereitung angeboten.

Neu!

Für diesen Lehrgang können Sie von Ihrem zuständigen Arbeitsamt gem. § 34 Arbeitsförderungsgesetz etwa 50% der Lehrgangsgebühren als Zuschuß erhalten.

Ja, ich will mich gezielt neben meinem Beruf weiterbilden. Senden Sie mir deshalb **kostenlos und unverbindlich** die ausführlichen Informationen zum Fernlehrgang:

- Geprüfter Betriebswirt
- Finanz- und Kreditfachmann
- Anlage- und Vermögensberater
- Organisator IHK
- Personalkaufmann IHK



**So einfach
ist Ihr erster Schritt zum Erfolg.**

Fordern Sie **NOCH HEUTE** den neuen **Gabler Studienführer** an.

Vorname, Zuname

Straße und Hausnummer

PLZ/Ort

Beruf

**Betriebswirtschaftlicher Verlag
Dr. Th. Gabler, Abt. 11CB
Taanusstr. 54, 6200 Wiesbaden
Ruf (0 61 21) 5 34 81 Frau Schreiber**

GABLER