

# XI. Wandelanleihen und Vorzugskapital

---

- a) Wandelanleihen
- b) Vorzugskapital

## a) Wandelanleihen

---

- Eine Wandelanleihe (convertible bond), auch Wandelschuldverschreibung oder Wandelobligation ist eine Anleihe, die in der Regel mit einem Nominalzins ausgestattet ist, dem Inhaber zusätzlich jedoch das Recht einräumt, sie während einer Wandlungsfrist zu einem vorher festgelegten Verhältnis in Aktien einzutauschen; andernfalls wird die Anleihe zum Ende der Laufzeit zur Rückzahlung fällig.
- Wenn dieses Wahlrecht bei der Aktiengesellschaft und nicht bei dem Inhaber liegt, wird dies als „Umgekehrte Wandelanleihe“ bezeichnet.
- Es handelt sich um eine „hybride“ Finanzierungsform, die zu einem Teil dem Fremdkapital und zu einem weiteren Teil dem Eigenkapital zuzuordnen ist. Mit ihren Kupons ist die Anleihe als Fremdkapital zu werten, während die Optionsprämie zur Umwandlung dem Wert des Eigenkapitals zuzuordnen ist.
- Berechnungsbeispiel:
  - Der Nominalbetrag einer Wandelanleihe beträgt EUR 125 Mio. mit einer Laufzeit von 10 Jahren
  - Der feste Zinssatz beträgt 4% (Kupon)
  - Die Anleihe notiert mit einem Marktpreis von EUR 140 Mio.
  - Das Unternehmen hat ein Rating von A
  - Anleihen ohne Wandlungsrecht mit gleicher Laufzeit und gleichem Rating haben einen Zins von 8%

Fremdkapital =  $(4\% * 125 \text{ Mio.}) * (\text{Barwert der Annuität, 10 Jahre, 8\%}) + 125 \text{ Mio.} / 1,081 = 91,45 \text{ Mio.}$   
Eigenkapital =  $140 \text{ Mio.} - 91,45 \text{ Mio.} = 48,44 \text{ Mio.}$
- Wandelanleihen machen ein DCF-Modell kompliziert und die vorgestellte Berechnung eines Eigenkapitalanteils sollte nur bei größeren Beträgen und ausreichender Datenlage vorgenommen werden.

### b) Vorzugskapital

---

- Börsennotierte Unternehmen können über Vorzugskapital verfügen und sogenannte Vorzugsaktien ausgegeben haben.
- Eine Vorzugsaktie ist eine Aktie, bei der der Inhaber in der Regel kein Stimmrecht als Aktionär eingeräumt bekommt. Dafür erhält er aber das Recht auf eine bevorzugte, in der Regel höhere Dividende.
- Die Kosten für solches Vorzugskapital bestehen in der Differenz zwischen der Vorzugdividende gegenüber der Dividende für eine mit Stimmrecht versehene Stammaktie.
- Aus Sicht des Unternehmens ist ein solcher Differenzbetrag demnach der Preis dafür, dass Kapitalgeber kein Stimmrecht erhalten. Aus diesem Blickwinkel heraus ist die Differenz als Fremdkapitalzins zu qualifizieren.
- Vorzugskapital ist grundsätzlich jedoch Teil des Eigenkapitals und es stellt sich aus bewertungstechnischer Sicht die Frage, ob ein dem Differenzbetrag angemessener Fremdkapitalanteil in die Überlegungen einbezogen werden sollte.
- Bei verhältnismäßig geringen Anteilen kann diese Besonderheit im Rahmen einer intrinsischen Unternehmensbewertung außer Acht gelassen werden.
- Besteht ein hoher Anteil von Vorzugskapital, kann - gleichsam der Logik für Wandelanleihen – bestehendes Vorzugskapital in Fremdkapital und Eigenkapital zerlegt werden.
- Ein hoher Anteil liegt vor, wenn das Vorzugskapital 10% der Marktkapitalisierung übersteigt. In einem solchen Fall können entsprechende Anpassungen vorgenommen werden.
- Hinweise ergeben sich freilich aus den unterschiedlichen Kursen von Stamm- und Vorzugsaktien. Insbesondere Banken nutzen aus regulatorischen Gründen Vorzugskapital (da Teil von Tier 1).