

Kapitalmärkte. Wandelanleihen.

Zwitter für alle Fälle?

LB≡BW

Ansprechpartner.

Equity Trading & Sales Frankfurt.

++49 / (0) 69 / 2 99 75-

Leitung:

Michael Wasserhaas - 15 19

Sales-Ausland

Benoit Caire - 1522

Sales-Inland

Michael Wallmeyer - 15 14

Ralf Schiller - 15 13

Sales-Trading

Thomas Bosch - 15 54

OTC-Sales

M. Kronenberger - 15 44

Execution/Supports

Thomas Mariotti - 15 06

Listed Derivatives

S. Djurdjevic - 15 27

Sales Research

Nils Hafa - 15 02

Inhalt.

5	Executive Summary.	20	Alternative Investments mit Wandelanleihen.
5	Marktübersicht.	20	Negative Prämie.
5	Portfolioaspekte.	20	Cash-Flow-Vorteil.
6	Hedging- und Arbitragemöglichkeiten.	21	Delta-Hedging.
6	Fazit.	21	Vorzeitige Wandlung.
7	Wandelanleihen: konstitutive Merkmale.	22	Kreditrisiken.
		22	Risiken.
11	Marktübersicht.	23	Glossar.
14	Das Verhalten der Wandelanleihen in Abhängigkeit von der Aktie.	25	Anhang.
14	Junk Bond Bereich.	25	Beispiel Preussag.
15	Bond Area.	28	Übersicht Wandelanleihen (alphabetisch sortiert).
15	Hybrid Area.	31	Übersicht Wandelanleihen (nach Prämie sortiert).
15	Equity Area.	34	Übersicht Umtauschanleihen.
16	Discount Area.	36	Moody's Rating Definitionen.
16	Zusammenfassung:		
16	Welche allgemeine Strategien lassen sich aus den bisherigen Erkenntnissen ableiten?		
18	Portfolio-Aspekte.		
18	Implikationen für Aktienfonds.		
19	Implikationen für Rentenfonds.		

Executive Summary.

Marktübersicht.

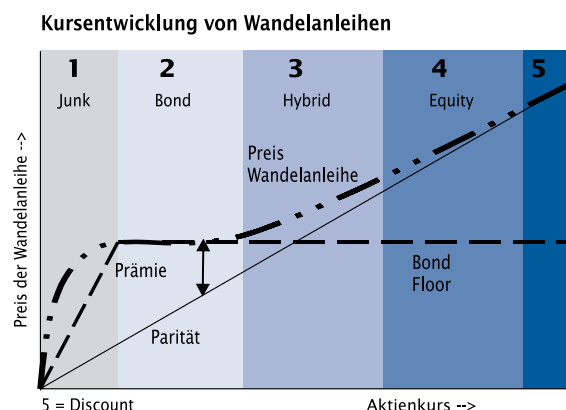
Das Segment der konvertierbaren Finanzprodukte ist im Euroraum während des letzten Jahrzehnts sowohl in quantitativer als auch in qualitativer Hinsicht stark gewachsen. Das Emissionsvolumen hat im Jahre 2001 zum ersten Mal die € 50 Mrd. Grenze überschritten. Auch die Emittentenanzahl erlaubt mittlerweile eine breite Diversifizierung in allen Wirtschaftssektoren.

Die zunehmende Bedeutung der Umtauschanleihen erhöht die Attraktivität und das Interesse für diese Asset-Klasse. Kapitalanlagegesellschaften haben bereits auf diese Entwicklung reagiert, indem sie vermehrt Fonds mit dem Schwerpunkt „Wandelanleihen“ auflegen.

Die Kursentwicklung der Wandelanleihe

Die Wandelanleihe weist eine hybride Form auf, d.h. sie besitzt charakteristische Merkmale von Anleihen einerseits und von Aktien andererseits.

Diese Eigenschaft spiegelt sich auch in ihrem Kursverlauf wider. Es lassen sich fünf verschiedene Kursbereiche unterscheiden, in denen der Convertible auf die verschiedenen Einflussfaktoren unterschiedliche Sensitivitäten aufweist. In der Regel zeichnet die Wandelanleihe den Kursverlauf der Aktie umso stärker nach, je kleiner die Wandlungsprämie wird. Wird sie jedoch größer, unterliegt die Wandelanleihe immer mehr den für Anleihen kursrelevanten Faktoren.



Übersicht Kursbereiche

	Parität	Prämie	Einfluss des		Rating
			Zins- niveaus	Aktien- kurse	
Junk	< 50 %	>150 %	****	*	*****
Bond	50 % - 75 %	30 % - 100 %	****	**	***
Hybrid	75 % - 125 %	15 % - 30 %	***	***	*
Equity	> 125 %	0 % - 15 %	**	****	*
Discount	> 125 %	neg.	*	*****	*

***** sehr bedeutend **** bedeutend *** mittel ** gering * sehr gering

Portfolioaspekte.

Die Performance der Wandelanleihen im Zeitraum 1996-2001 war beeindruckend: gemessen am UBS Warburg Convertible Bond Eurozone Index haben sie bei geringerer Volatilität eine höhere Rendite als der Dow Jones Euro Stoxx erzielt, so dass sie unter Risk-/Return-Gesichtspunkten von außerordentlichem Interesse sind. Zudem lassen sich durch die Beimischung von Convertibles in Aktien- und/oder Rentenfonds weitere Diversifikationseffekte erzielen.

Wandelanleihen sind sowohl für Aktien- als auch für Anleihenportfolios geeignet. In Aktienportfolios können sie als zusätzliche Sicherheit eingesetzt werden, um Kursrückschläge besser auffangen zu können. Um aber auch von Kurssteigerungen profitieren zu können, sollten sie eine geringe Wandlungsprämie aufweisen.

Convertibles bieten außerdem in der Regel einen income advantage, d.h. ihre laufende Verzinsung ist höher als die Dividendenrendite.

Bei den Anleihenportfolios steht hingegen der offensive Aspekt im Vordergrund: in diesem Falle sollen die Wandelanleihen eine zusätzliche Rendite in Form von Kurssteigerungen erzielen. Ohne unnötige Risiken einzugehen, gelingt dies durch Tauschen der straight bonds in entsprechende Convertibles mit einer geringen Investment Prämie und einer langen Laufzeit. Bedeutende Kurssteigerungen des Underlying führen zu einem Wertzuwachs der Wandelanleihe.

Hedging- und Arbitragemöglichkeiten.

Wenn die Möglichkeit der Aktienleihe gegeben ist, bieten Wandelanleihen verschiedene effiziente Möglichkeiten des Hedgings und der Arbitrage. Entsprechende Positionierung im Convertible und Underlying führt entweder zu einer höheren Verzinsung des eingesetzten Kapitals (Cash-Flow-Vorteil) oder zu Gewinnen bei bedeutenden Kursschwankungen des Underlyings, wobei mit derselben Position von Kursgewinnen und Kursverlusten gleichermaßen profitiert werden kann (Gamma Trading).

Zunehmende Verbreitung finden auch die Techniken des Stripping und Swapping. Diese trennen die Wandelanleihe de facto in die beiden Komponenten Anleihe und Option, so dass diese unabhängig voneinander gehandelt werden können. Dadurch lassen sich beispielsweise Kreditrisiken auf Dritte übertragen oder nicht marktübliche Optionen generieren.

Fazit.

Die Aussage, Wandelanleihen schützen gegen Kursverluste und ließen gleichzeitig an Kurssteigerungen teilhaben, ist eine grobe Verallgemeinerung und kann in dieser Form nicht aufrecht erhalten werden. Sie vernachlässigt nämlich die unterschiedlichen Sensitivitäten der Convertibles und unterstellt dadurch eine einheitliche Kursentwicklung. Kursverluste bis hin zum Default sind hingegen durchaus möglich und waren auch schon zu beobachten. Fundiertes Credit Research bildet somit eine unverzichtbare Voraussetzung für ein Engagement in diesem Bereich.

Außerdem ist das Segment der konvertierbaren Finanzprodukte sehr heterogen, so dass jeder einzelne Titel sehr genau geprüft werden muss, um unangenehme Überraschungen zu vermeiden.

Trotzdem weisen Wandelanleihen einige sehr attraktive Eigenschaften auf, welche sowohl Aktien- als auch Anleihenportfolios optimieren können und dadurch den erhöhten Research-Bedarf rechtfertigen.

Wandelanleihen: konstitutive Merkmale.

Ein Investor, der sich erstmals dem Thema Wandelanleihen nähert, wird sehr bald mit einer Vielzahl von Begriffen konfrontiert. Mit einigen dürfte er bereits vertraut sein, da sie auch bei Anleihen verwendet werden, andere hingegen werden ihm hingegen neu sein.

Um die Lesbarkeit und das Verständnis der vorliegenden Studie zu erhöhen, werden wir im Folgenden die Begrifflichkeiten und die Ausgestaltungsmöglichkeiten in Bezug auf Wandelanleihen anhand eines konkreten Beispiels erläutern. Dafür dient uns die Wandelanleihe der Preussag AG. Die ausführlichen Formeln zur Berechnung der einzelnen Werte befinden sich im Glossar.

Emittent:	Preussag AG
Kupon:	2,125 %
Zinszahlung:	jährlich
Emissionstag:	17.06.1999
Fälligkeit:	17.06.2004
Kurs:	95,4 %
Rendite bis Fälligkeit:	4,62 %
Laufende Verzinsung:	2,23 %
Rückzahlkurs:	100 %
Nennbetrag:	€ 1.000
Emissionsvolumen:	€ 550 Mio.
Underlying:	Preussag AG
Wandlungsverhältnis:	15,9128 Aktien
Wandlungspreis:	€ 61,90
Aktienkurs:	€ 24,49
Parität:	38,97 %
Wandlungsprämie:	144,80 %
Breakeven:	negativ
Dividendenrendite:	3,14 %
Bond Floor:	94,39 %
Credit Spread:	Govt + 110 bp
Investment Prämie:	1,07 %
Harter Kündigungsschutz:	keiner
Weicher Kündigungsschutz:	17. Juni 2002 - 17. Mai 2004
Kündigungsrechte des Investors:	keine
Wandlungs-Startdatum:	01.07.1999
Konvertierbar bis:	28.05.2004

Unmittelbar einsichtig ist, dass der Wandelanleihen-schuldner (**Emittent**) die Preussag AG ist. Sie hat am 17.06.1999 Convertibles im Wert von € 550 Mio. emittiert und verpflichtet sich, jedes Jahr bis zum 17.06.2004 Zinsen in Höhe von 2,125 % auf den Nennwert zu bezahlen sowie am Fälligkeitstag das Kapital (€ 550 Mio.) zurückzubezahlen.

Die Wandelanleihe wird zur Zeit mit 95,4 % bewertet, d.h. ein Investor muss 95,4 % des **Nennbetrages** bezahlen (= € 954). Dafür erhält er bei Fälligkeit 100 % des Nennbetrages zurück (= € 1.000). Dies entspricht einer **Rendite** (Kuponzahlungen und Kursgewinne) bis **Fälligkeit** von 4,62 %. Die **laufende Verzinsung** beträgt 2,23 %. Sie errechnet sich aus dem Quotienten zwischen Kupon und Kurs der Anleihe.

Wandelanleihen im Nennwert von € 1.000 berechtigen den Inhaber, bei Fälligkeit 15,9128 Aktien der Preussag AG (**Underlying**) zu beziehen. Nachdem er dafür auf die Rückerstattung des Nennwertes verzichten muss, ergibt sich ein Kaufkurs von € 1.000 dividiert durch 15,9128 Aktien = € 61,90 pro Aktie (**Wandlungspreis**). Der Investor wird also erst ab diesem Aktienkurs zu wandeln bereit sein, da er in jedem anderen Fall die Aktien an der Börse billiger beziehen könnte als mittels der Wandelanleihe. Die **Wandlungsprämie** zeigt uns, um wie viel der Bezug der Aktien durch den Kauf und die Wandlung des Convertibles teurer ist als der direkte Erwerb der Aktien. Die **Parität** hingegen misst den Gegenwert der Aktien, in die der Convertibles gewandelt werden kann, als Prozent des Nennbetrages. Eine Parität von 38,97 % bedeutet dementsprechend, dass der Investor im Falle der Wandlung nur knapp 40 % des Nennbetrages erhalten würde.

Der **Breakeven** oder Payback ist der Zeitraum, der benötigt wird, die Wandlungsprämie durch die im Vergleich zur Dividendenrendite höhere laufende Verzinsung zu amortisieren. In diesem Falle ist der Wert negativ, d.h. die laufende Verzinsung (2,23 %) ist geringer als die Dividendenrendite (3,14 %).

Die Prozentnotiz beim Kurs der Wandelanleihe und der Parität ist die übliche Form der Notierung von Convertibles. Der Kurs und die Parität von Wandelanleihen französischer Emittenten werden hingegen häufig als Stücknotiz bzw. als Wert in Euro ausgewiesen.

Zwecks Einschätzung möglicher Verlustpotenziale ist die Kenntnis des **Bond Floors** relevant. Dieser versucht, den Kurs einer äquivalenten Anleihe ohne Optionsrechte zu bestimmen. Der Bond Floor wird oft als die Untergrenze für mögliche Kursverluste des Convertibles interpretiert. Zur Berechnung benötigt man den **Credit Spread**, welcher angibt, wieviel eine Anleihe höher rentiert als eine vergleichbare Staatsanleihe. Die **Investment Prämie** bildet sich als Quotient zwischen Kurs der Wandelanleihe und dem Bond Floor und zeigt an, wie viel Prozent des Kurses auf den Optionswert zurückzuführen sind.

Wandelanleihen beinhalten grundsätzlich mindestens eine Option und zwar die Option für den Inhaber, bei Fälligkeit die Anleihe in eine vorher festgelegte Anzahl von Aktien zu tauschen. Es handelt sich dabei um die originäre Call-Option. Die Wandlung hat dabei an einem bestimmten Tag oder innerhalb eines gewissen Zeitraumes zu erfolgen.

In der Regel beinhalten sie auch weitere Kündigungsrechte des Emittenten, wodurch der Schuldner die Wandelanleihe vor Fälligkeit zu einem bestimmten Kurs zurückkaufen kann. Dies kann für den Investor unangenehme Folgen haben, da er unter gewissen Voraussetzungen zur Wandlung in Aktien de facto gezwungen werden kann. Dies ist zum Beispiel der Fall, wenn der Preis des Underlying sehr stark angestiegen ist und der Kurs der Wandelanleihe sich über dem vorzeitigen Rückkaufkurs bewegt. Kündigt der Emittent unter diesen Umständen, muss der Investor wandeln, um nicht einen Verlust zu erleiden.

Kündigungsrechte zu Gunsten des Emittenten mindern tendenziell den Preis der Wandelanleihe.

Um die Investoren vor einem vorzeitigen Rückkauf zumindest teilweise zu schützen, bieten die Emittenten in der Regel eine „Call Protection“. Die zwei wichtigsten Formen davon sind der harte („hard call protection“) und der weiche Kündigungsschutz („soft call protection“). Die „hard call protection“ verbietet dem Emittenten (nicht ungewöhnliche Ereignisse vorausgesetzt), die Wandelanleihe während eines bestimmten Zeitraumes zu kündigen. Die „soft call protection“ knüpft die Kündigung der Anleihen an vorher vereinbarte Kriterien, meistens den Preis. So darf das Kündi-

gungsrecht beispielsweise nur unter der Bedingung ausgeübt werden, dass der Kurs der Aktie eine bestimmte Höhe überschritten hat.

Häufig anzutreffen ist auch der „clean-up“-Call. Dieser gestattet dem Emittenten das Recht zu, die Anleihe zu kündigen, wenn ein vorher festgelegter Anteil des Gesamtvolumens nicht mehr aussteht. Die Grenze liegt meistens bei mindestens 80 %.

Manchmal werden auch Kündigungsrechte für den Investor vereinbart. Diese gewähren dem Investor das Recht, die Wandelanleihe zu einem festgelegten Zeitpunkt vor Fälligkeit dem Emittenten zu einem festgelegten Preis zu verkaufen. Dieses Ausstattungsmerkmal erhöht den Wert einer Wandelanleihe, da es eine zusätzliche Absicherung gegen Kursverluste bietet.

Außer den oben angeführten Bedingungen und Kennzahlen gibt es noch eine ganze Reihe weiterer Ausgestaltungsmöglichkeiten. Im Folgenden gehen wir kurz auf die gebräuchlichsten ein.

Refix-Klausel.

Diese erlaubt dem Emittenten, den Konversionspreis während der Laufzeit des Convertibles neu festzulegen. Meistens erfolgt der Refix, nachdem der Aktienkurs eine bestimmte Grenze nach unten durchbrochen hat.

Verzögerte Wandlung.

Eine entsprechende Vereinbarung verbietet die sofortige Konversion der Anleihe und erlaubt sie erst ab einem bestimmten Datum in der Zukunft.

Außerordentliche Dividenden.

Im Normalfall sind die Inhaber von Wandelanleihen nicht an den ordentlichen Dividendenzahlungen beteiligt. In einigen Fällen können sie aber an außerordentlichen Ausschüttungen beteiligt werden, wenn die Bedingungen entsprechendes vorschreiben. Die Entstehung und das Ausmaß der Ansprüche sind im Emissionsprospekt nachzulesen. Zum einen kann nämlich

die Klassifizierung der Dividende als außergewöhnlich genügen, um eine Beteiligung zu garantieren. Zum anderen könnte der Investor nur an den Anteil beteiligt werden, der eine bestimmte Dividendenrendite übersteigt.

Der Grund, warum auch die Inhaber von Wandelanleihen an außerordentlichen Dividenden beteiligt werden sollen, ist relativ klar: Ausschüttungen vermindern tendenziell den Aktienkurs des Unternehmens, so dass die Option auch an Wert verliert. Der Wandelanleihe-Investor wird dadurch schlechter gestellt.

Verwässerungseffekt.

Die Emission von Wandelanleihen führt zu einer bedingten Kapitalerhöhung, d.h. es kommt zu einer potenziellen Neuemission von Aktien. Dies führt zu der Verwässerung der Beteiligungsquote bei den Aktionären.

Ähnlich verhält es sich für die Inhaber der Wandelanleihen im Falle einer weiteren Emission von Convertibles oder anlässlich einer Kapitalerhöhung.

Es gibt aber Möglichkeiten, die Verwässerungseffekte für die Gläubiger/Anteilseigner zu verhindern. Sofern vorgesehen, sind entsprechende Maßnahmen dem Prospekt zu entnehmen.

Im Regelfall bieten die Emittenten nur einen reduzierten Verwässerungsschutz und zwar lediglich im Falle von Stock Splits.

Anspruchsberechtigung durch gewandelte Aktien.

Diese Regelungen enthalten sehr großes Konfliktpotenzial, da sie die Dividenden- und/oder Zinszahlungen betreffen.

Für den Investor ist es entscheidend zu wissen, zu welchem Zeitpunkt die Aktien, in die die Anleihe gewandelt werden können, dividendenberechtigt sind.

Da es eines entsprechenden Beschlusses der Hauptversammlung bedarf, werden Dividendenzahlungen, welche dem Finanzjahr t zuzuordnen sind, in der Regel erst im Zeitpunkt $t+1$ ausgeschüttet. Der Investor, der eine Wandelanleihe besitzt, deren Aktien zum Bezug der Dividenden des laufenden Geschäftsjahres berechnen, und diese in t wandelt, erhält somit die erste Dividende erst in $t+1$ und verliert aufgrund der Konversion meist auch den Anspruch auf die in der Zwischenzeit angefallenen Kuponzahlungen. Er erleidet somit einen doppelten Ausfall.

Automatische Konversion.

Für den Investor lohnt die Konversion üblicherweise dann, wenn der Wandlungserlös den Rückzahlungsbetrag der Anleihen übersteigt. In diesem Falle wird er gewillt sein, die Aktien zu beziehen und dadurch einen Gewinn erzielen.

Immer wieder kommt es auch vor, dass bei Fälligkeit die Wandlung unterlassen wird, obwohl sich die Option im Geld befindet. Somit wird auch nur der Nennbetrag zurückgezahlt, obwohl dieser viel niedriger ist.

Investorenfreundliche Emissionen räumen daher den offiziellen Interessensvertretern der Bond-Investoren, den Trustee's, das Recht ein, die Konversion anstelle des Inhabers zu beantragen, falls die (Netto-)Parität eine bestimmte Höhe überschreitet.

Besicherung der Anleihe.

Auch bei den Convertibles gibt es vorrangig und nachrangig besicherte Anleihen. Gläubiger von nachrangig besicherten Anleihen müssen im Falle der Liquidation oder des Konkurses des Emittenten hinter die Ansprüche von nicht-nachrangigen Forderungen zurücktreten.

Schutz vor Übernahme des Unternehmens.

Bei Übernahmen des Emittenten durch ein anderes Unternehmen kann sich für den Wandelanleihe-Investor eine völlig neue Situation ergeben. So kann die Bonität des übernehmenden oder fusionierten Unternehmens schlechter als jene der ursprünglichen Firma sein und dadurch den Preis der Anleihe negativ beeinflussen. Ein sog. „takeover call“ kann bei Übernahmen zur vorzeitigen Kündigung der Anleihe führen und damit den Inhaber der Wandelanleihe in einem bestimmten Maße schützen.

Wie für alle anderen Klauseln auch, ist eine klare und präzise Begriffsklärung von großer Bedeutung, um spätere Unannehmlichkeiten zu verhindern. Solche gab es beispielsweise im Jahre 1999, als die Hypovereinsbank die Bank Austria erworben hat. Obwohl es sich bei diesem Vorgang de facto um eine Akquisition gehandelt hat, wurde sie technisch als eine Fusion vollzogen, so dass die „takeover protection“ nicht zur Anwendung gekommen ist.

Rückzahlung.

Entgegen den Marktusancen gibt es einige Emissionen, welche bei vorzeitiger Kündigung oder Rückgabe den Gegenwert nicht nur in Geld, sondern auch in Aktien begleichen. Obwohl der Wert prinzipiell derselbe sein muss, können gerade institutionelle Investoren dadurch mit Problemen konfrontiert werden, besonders, wenn sie aufgrund von internen Bestimmungen keine Aktien halten dürfen. Dadurch kommt bereits vor Auslieferung der Aktien Druck auf, der sich wertmindernd auswirkt.

Nicht standardisiert ist ebenfalls die Währung, in der der Rückzahlungsbetrag zurückgezahlt wird.

Wandelfrist und Dauer des Wandelvorganges.

Auch diese beiden Klauseln sind von Emittent zu Emittent unterschiedlich. Als investorenfreundlich gelten die fortlaufende Konvertierungsmöglichkeit und ein Zeitraum von bis zu zehn Geschäftstagen.

Steuerliche Komponente.

Zinszahlungen inländischer Wandelanleihen unterliegen der Kapitalertragssteuer, während ausländische zinsabschlagssteuerpflichtig sind, jeweils unter der Voraussetzung, dass kein Freistellungsauftrag besteht oder dieser bereits ausgeschöpft ist. Der Verkauf von im Privatvermögen gehaltenen Wandelanleihen i.e.S. ist nach Ablauf der Spekulationsfrist von einem Jahr steuerfrei, während die aufgelaufenen Stückzinsen steuerpflichtig bleiben.

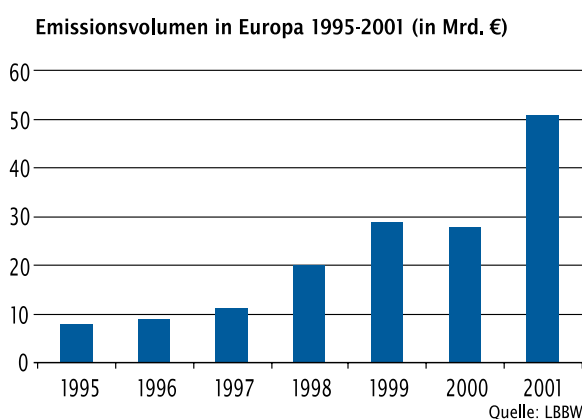
Eine Unterscheidung ergibt sich bei der steuerlichen Behandlung von Wandlungsgewinnen. Erzielt man nämlich durch die Konversion der Anleihe in die Aktien (nicht realisierte) Gewinne, so sind diese bei Wandelanleihen steuerfrei, bei Umtausch- und Aktienanleihen hingegen steuerpflichtig. Als Anschaffungspreis sind die Kosten (inkl. Zuzahlungen) für den Erwerb der Anleihen anzusetzen.

Die aus der Wandlung hervorgegangenen Aktien unterliegen ihrerseits wieder der Spekulationsfrist. Maßgebend ist hierfür der Wandlungstag.

Marktübersicht.

Der europäische Markt für Convertibles hat sich seit der zweiten Hälfte der 90er-Jahre stark verändert. Bis vor einigen Jahren war die „klassische“ Wandelanleihe das am weitesten verbreitete Produkt. Neben regelmäßigen Kuponzahlungen (ähnlich einer Anleihe) räumt sie dem Investor zusätzlich das Recht ein, innerhalb eines bestimmten Zeitraumes anstelle des Rückzahlungsbetrages eine Anzahl Aktien des Emittenten zu einem vorher festgelegten Preis zu beziehen.

In den letzten Jahren konnte sich aber auch die zweite Kategorie von Wandelanleihen, die Umtauschanleihen (Exchangeables), immer stärker durchsetzen. Die Unterschiede zu den Wandelanleihen im engeren Sinne bestehen im Wesentlichen darin, dass nicht mehr die Aktien des Anleiheschuldners, sondern eines dritten Unternehmens bezogen werden können. Beide Gruppen finden immer größeren Anklang, sowohl bei den institutionellen Investoren als auch bei den Privatanlegern. Die Unternehmen berücksichtigen mittlerweile ebenfalls öfter die Möglichkeit einer Emission einer Wandelanleihe. Besonders beliebt sind die Umtauschanleihen, da diese eine elegante Form der Platzierung von Finanzbeteiligungen an Dritte darstellen.



Die große Akzeptanz ist umso überraschender, als wandelbare Produkte vom Aufbau und der Gestaltung sehr komplexe Gebilde sind. Dieses Segment ist nämlich nur in geringem Maße standardisiert und in seiner Funktionsweise nicht leicht nachvollziehbar. Wandelanleihen weisen zwar einige gemeinsame konstitutive Merkmale auf, ihre Ausgestaltung jedoch ist höchst unterschiedlich, so dass man wohl kaum von der typischen Wandelanleihe sprechen kann. Ein intensives Research

ist daher erforderlich, um die Charakteristika der einzelnen Convertibles zu überblicken und so unangenehme Überraschungen zu vermeiden.

Convertibles haben sich von einem Nischenprodukt zu einem immer wichtigeren Bestandteil vieler Portfolios entwickelt. Die Anzahl der ausschließlich auf Wandelanleihen spezialisierten Fonds nimmt immer stärker zu und mit ihr die Marktreife, so dass dadurch das weitere Wachstum zusätzlich unterstützt wird.

Während sich noch Ende der 80er Jahre nur ein beschränkter Kreis von Investoren mit dem Thema Wandelanleihen beschäftigte, unterhält heute fast jede größere Bank eine eigene Convertibles-Abteilung. Goldman Sachs hat im vergangenen Jahr als erstes Institut weltweit den Anlegern empfohlen, 5 % ihres Vermögens in Wandelanleihen zu investieren. Es sind hauptsächlich drei Investorengruppen, die den Markt, der mittlerweile ungefähr USD 500 Mrd. weltweit umfasst, bestimmen.

Den weitaus größten Anteil halten Hedge Funds. 80 % des Emissionsvolumens im Jahre 2001 sollen Schätzungen zufolge von Hedge Funds gekauft worden sein. Sogenannte Convertibles Arbitrage Funds benutzen die Wandelanleihen beispielsweise, um eine marktneutrale und von der Kursentwicklung der Underlyings unabhängige Position einzunehmen (zur genauen Anlagestrategie: siehe weiter unten). Sie spielen im Universum der Hedge Funds nur eine untergeordnete Rolle. Weniger als 10 % des gesamten von Hedge Funds verwalteten Vermögens werden nach solchen Grundsätzen investiert.

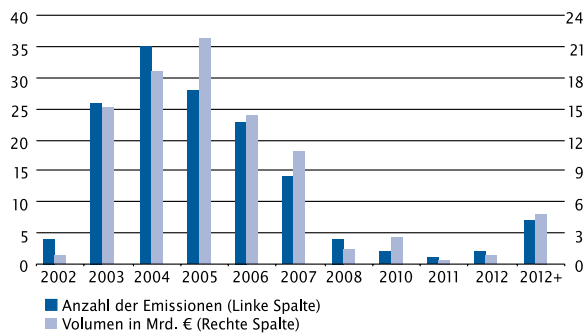
Direktanlagen in Convertibles werden hauptsächlich von Banken getätigt, die ein starkes Private Banking besitzen.

Wandelanleihen werden außerdem, wenn auch in weit geringerem Ausmaß, von „herkömmlichen“ Aktien- und Rentenfonds gekauft. Dabei dienen sie der Reduktion der Volatilität bzw. der Verbesserung der Renditechancen. Sie können aber auch den vorsichtigen Übergang von einem renten- zu einem aktiengeprägten Portfolio einleiten oder wie im Falle von japanischen Pensionsfonds dazu benutzt werden, die gesetzliche Obergrenze für Aktienengagements zu umgehen.

Für Hedge Funds und sonstige Investoren gleichermaßen interessant ist die Verwendung von Convertibles im Rahmen von Swap-Geschäften. Das Wachsen des Marktes für Kreditderivate hat das Strippen von Wandelanleihen häufiger und unproblematischer werden lassen. Fonds sind in der Regel nicht am festverzinslichen Teil des Convertibles interessiert, sondern an den Call-Optionen. Die von Convertibles gestripten Optionen kontrollieren nämlich relativ zum Kapitaleinsatz oft mehr Aktien als herkömmlich emittierte Optionen und können auch sehr lange Laufzeiten aufweisen.

Der europäische Markt für Euro-denominierte Wandel- und Umtauschanleihen umfasst derzeit ungefähr 150 Emissionen mit einem ausstehenden Volumen von rund € 95 Mrd. Die Laufzeiten umfassen großteils den kurzfristigen Bereich (bis 2005) und den Zeitraum ab 10 Jahren.

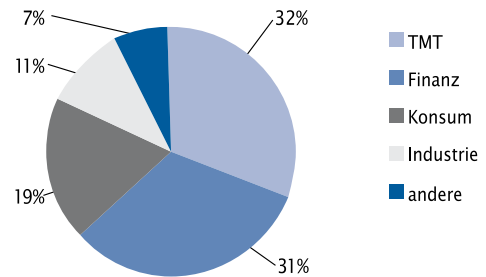
Fälligkeitsstruktur nach Anzahl und ausstehendem Volumen der Wandel- und Umtauschanleihen in Europa



Quelle: LBBW

Die zunehmende Emissionstätigkeit der Unternehmen hat auch dazu geführt, dass sich das Spektrum der vertretenen Sektoren erweitert und die Anzahl der Convertibles je Sektor deutlich erhöht hat, so dass teilweise schon eine recht gute Diversifizierung erreicht werden kann. Die Aufteilung nach Sektoren zeigt eine klare Dominanz von TMT und Finanzwerten. Energie- und Versorgerwerte spielen hingegen eine untergeordnete Rolle.

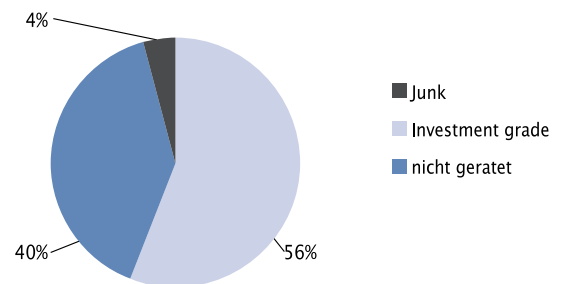
Ausstehendes Volumen aufgeteilt nach Wirtschaftssektoren



Quelle: LBBW

Obwohl Wandelanleihen vor allem in den Vereinigten Staaten ein beliebtes Instrument von Wachstumsunternehmen sind, um Kapital verhältnismäßig billig aufnehmen zu können, scheinen in Europa in erster Linie etablierte Unternehmen dieses Instrument zu begeben. Ein Blick auf die Verteilung der Emittentenratings legt diesen Schluss nahe.

Prozentuelle Verteilung der Convertibles nach Emittentenrating

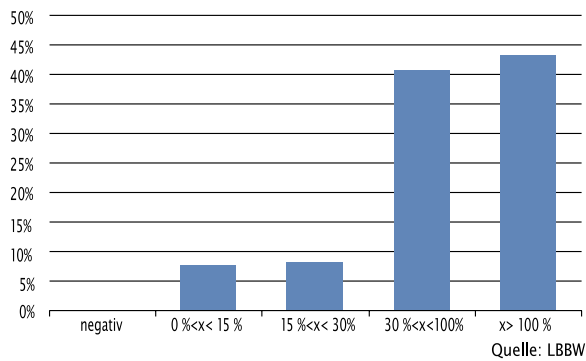


Quelle: LBBW

Der bereits hohe Anteil an ratinglosen Emissionen erhöht sich weiter, wenn wir die Einschätzung der Wandelanleihen selbst betrachten. Im Gegensatz zum Emittentenrating weisen nämlich fast 45 % keine Einschätzung von Seiten einer der drei renommiertesten Agenturen (S&P, Moody's, FitchIBCA) auf, während 50 % als Investment-Grade eingestuft werden. Der Rest gehört dem Junk-Bond Bereich an.

Von besonderem Interesse für Investoren ist unter anderem die für einen Convertible geforderte Wandlungsprämie. Nachdem das Emissionsvolumen während der Haussejahren an den internationalen Aktienmärkten 1999 und 2000 insgesamt fast € 60 Mrd. betragen hat, weist ein Großteil der Titel eine hohe Prämie (x) auf und hat somit großteils ihre Eigenschaft als Aktie verloren.

Prozentuelle Verteilung der Convertibles nach derzeitiger Prämie



Das Verhalten der Wandelanleihen in Abhängigkeit von der Aktie.

In den Medien werden Wandelanleihen oft als Allheilmittel unter den Finanzinstrumenten dargestellt. So soll bei sinkenden Aktienkursen die Bond-Komponente den Investor nicht nur vor Einbußen bewahren, sondern ihm noch Zinseinkünfte bescheren, während der Optionsteil bei haussierenden Aktienmärkten den Wert der Wandelanleihen stark ansteigen lassen soll. Verluste scheinen somit beinahe ausgeschlossen zu sein. Dass sich die Realität jedoch nicht an diese Wunschvorstellungen hält, ist unter den Marktteilnehmern spätestens seit dem letzten Bärenmarkt am Aktienmarkt kein Geheimnis mehr.

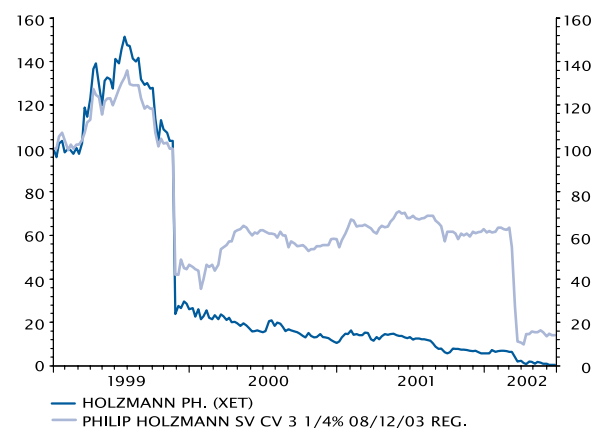
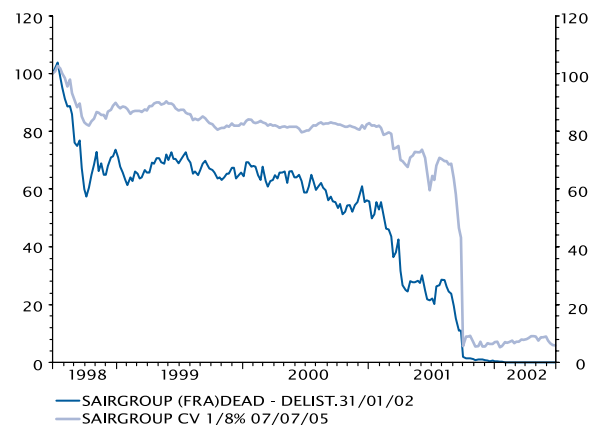
Trotzdem ist obenstehende Aussage nicht in Bausch und Bogen zu verwerfen. Eine nach Bonität und Prämie differenzierte Betrachtung der Problematik fördert hingegen interessante Erkenntnisse zu Tage. Nachfolgende Überlegung geht von der Annahme aus, dass einerseits Wandelanleihen im Prinzip aus einem Bond und einem Optionsteil auf ein Dividendenpapier bestehen, und dass andererseits für die Kursentwicklung meistens nur jeweils eine Komponente maßgeblichen Anteil hat.

Demzufolge können fünf verschiedene Bereiche unterschieden werden:

Junk Bond Bereich.

Die Wandelanleihe notiert auf einem sehr niedrigen Niveau. Grund hierfür ist aber nicht der ebenfalls sehr tiefe Aktienkurs oder die geringere als marktübliche Verzinsung, sondern der aus Sicht der Kapitalmärkte unsichere Fortbestand des Unternehmens. Die Anleihe wird als Junk Bond eingestuft und als solcher bewertet. In diesem Bereich entwickelt sich der Kurs der Wandelanleihe vom Preis des Underlying weitgehend unabhängig. Änderungen des Zinsniveaus haben keinen so großen Einfluss auf den Kursverlauf wie Informationen, die die Bonitätseinschätzung betreffen. Unternehmensnachrichten, welche die Gefahr der Insolvenz unwahrscheinlicher erscheinen lassen, bewirken im Vergleich zum Aktienkurs überproportionale Kurssteigerungen.

Als Beispiele dienen SAirgroup und Philipp Holzmann:



Oben ist der auf den Juli 1998 indexierte Kursverlauf der SAirgroup Aktie und der entsprechenden Wandelanleihe dargestellt. Man erkennt deutlich, dass der Kurs der Wandelanleihe zunächst deutlich weniger als der Aktienkurs leidet. Als im September 2001 schließlich Zweifel an der wirtschaftlichen Lebensfähigkeit der Fluglinie aufkamen, bricht auch deren Kurs ein.

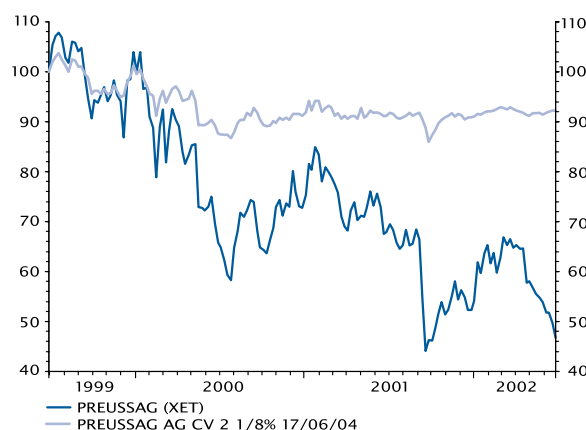
Ähnlich verhält es sich bei der Philipp Holzmann AG. Während der Aktienkurs weiter nachgibt, erholt sich der Kurs der Wandelanleihe vorerst noch, bricht aber letztendlich im Zuge des Konkurses ebenfalls ein.

Weitere wichtige Themen in Zusammenhang mit Junk Bond Convertibles sind die Art der unter Umständen vorhandenen Besicherungen, gesamtwirtschaftliche Restriktionen (Devisentransfer etc.), Transparenz der Rechnungslegung etc.

Bond Area.

Wenn sich der Aktienkurs genügend weit vom Wandlungspreis (Preis, zu dem die Aktien bezogen werden können) nach unten bewegt, so dass die Wandlung unwahrscheinlich wird, die Solvenz des Unternehmens aber unbestritten bleibt, verliert die Option de facto ihren Wert. Die Wandelanleihe wird folglich im Grunde wie eine gewöhnliche Anleihe bewertet (daher wird sie oft auch „busted Convertible“ genannt), d.h. sie reagiert auch nicht mehr auf Kursverluste des Underlying. Änderungen im Zinsniveau hingegen beeinflussen den Renditeverlauf deutlich.

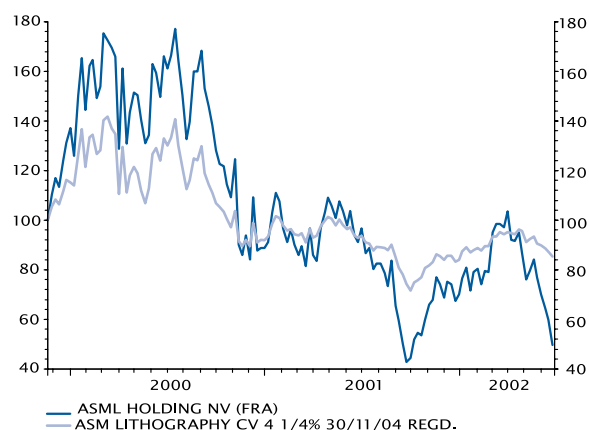
Als Beispiel dient die Preussag-Wandelanleihe (kursverlauf Index: Juli 1999 = 100):



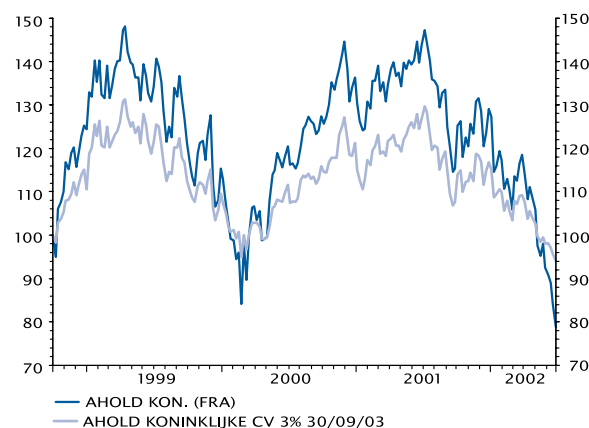
Hybrid Area.

Dies ist der einzige Bereich, in dem sowohl der Bond- als auch der Optionsteil den Preis des Convertibles beeinflussen. Daher kommen in dieser Area auch die vielgepriesenen Eigenschaften „Absicherung gegen fallende und Teilnahme an steigenden Aktienkurse“ voll zur Geltung.

Folgend sind der Kursverlauf der Aktie bzw. Wandelanleihe der ASML Holding dargestellt. Die Wandelanleihe reagiert abgeschwächt auf jede Kursänderung des Underlying und zwar in beide Richtungen. Die Absicherungsfunktion ist anlässlich des Einbruchs der Aktie Mitte 2001 klar ersichtlich. (Kursverlauf: Index: Dezember 1998 = 100)



Equity Area.



Der starke Kursanstieg des Underlying führt mit sehr hoher Wahrscheinlichkeit zur Wandlung des Convertibles. Folglich ist die Bereitschaft, eine hohe Prämie für den Convertible zu bezahlen, in der Regel eher gering.

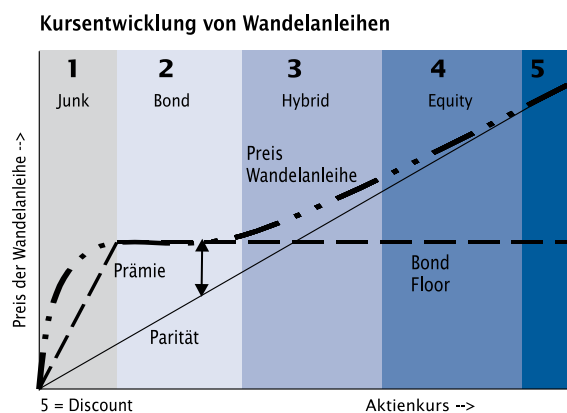
Ausnahmen sind denkbar im Falle eines hohen Renditevorteils gegenüber der Aktie oder einer langen Laufzeit bis zum ersten Kündigungszeitpunkt durch den Emittenten oder zur Fälligkeit. Der Grund für die abnehmende Zahlungsbereitschaft bei tief im Geld befindlichen Optionen besteht darin, dass sich Veränderungen des Aktienkurses in annähernd gleich großen Schwankungen des Optionspreises niederschlagen und die Option damit keinen Schutz bei einer negativen Entwicklung des Aktienkurses mehr bietet.

Die Ahold-Anleihe hat während des gesamten dargestellten Zeitverlaufs über dem Konversionspreis notiert. Die Sensitivität der Wandelanleihe auf Kursänderungen der Aktie ist sehr hoch.

Discount Area.

Wandelanleihen sind nur selten in diesem Bereich anzutreffen, da er von einer negativen Prämie gekennzeichnet ist. Dies bedeutet, dass es möglich wäre, durch Erwerb der Wandelanleihe, sofortige Wandlung und Verkauf der Aktien einen risikolosen Gewinn zu generieren. Dass dies jedoch die Ausnahme und nicht die Regel ist, liegt an den international differierenden Bestimmungen zu Wandlung und Wertpapierleihe.

Zusammenfassung:



Übersicht Kursbereiche

	Parität	Prämie	Einfluss des		
			Zins- niveaus	Aktien- kurses	Rating
Junk	< 50 %	>150 %	****	*	*****
Bond	50 % - 75 %	30 % - 100 %	****	**	***
Hybrid	75 % - 125 %	15 % - 30 %	***	***	**
Equity	> 125 %	0 % - 15 %	**	****	*
Discount	> 125 %	neg.	*	*****	*

**** sehr bedeutend **** bedeutend *** mittel ** gering * sehr gering

Die obenstehende Graphik und die dazugehörige Tabelle verdeutlichen abschließend den Zusammenhang zwischen Aktienkurs, Kurs der Wandelanleihe, Parität und Prämie für jeden der fünf zu Beginn des Kapitels ausgemachten Bereiche. Es ist klar ersichtlich, dass sich Wandelanleihen umso bondähnlicher verhalten,

je stärker der Preis des Underlying vom Konversionspreis entfernt ist und umso aktienähnlicher, je mehr die Option ins Geld läuft. Die geforderte Prämie nimmt dabei mit steigender Parität ab. Der Bond Floor bildet die theoretische Bewertungsuntergrenze für Nicht-Junk-Wandelanleihen. Interessant ist auch die (empirische) Beobachtung, dass Wandelanleihen von hochriskanten Unternehmen in der Regel höher notieren als vergleichbare Anleihen. Dies ist ein Indiz dafür, dass der Markt bereit ist, den Zeitwert der Option auch dann zu vergelten, wenn ein „Ins-Geld-Laufen“ derselben äußerst unwahrscheinlich ist.

Welche allgemeine Strategien lassen sich aus den bisherigen Erkenntnissen ableiten?

Im Junk-Bond Bereich:

Ein Engagement in diesen Instrumenten ist sehr gefährlich und sollte nicht ohne eingehende (Kredit-)Prüfung des Unternehmens erfolgen. Wenn man aus berechtigtem Grund und entgegen der allgemeinen Einschätzung an dessen Fortbestehen glaubt, lassen sich gute Kursgewinne erzielen, sobald auch der Markt dieselbe Einsicht gewinnt und das Unternehmen überlebt.

Im bondähnlichen Bereich:

Die Profitmöglichkeiten bei busted Convertibles sind eher begrenzt. Sie sind nämlich aufgrund des Optionswertes teurer als straight bonds. Gewinne lassen sich nur in drei Fällen generieren, und zwar, wenn der Aktienkurs deutlich ansteigt, das Zinsniveau sinkt und/oder wenn sich die Credit-Spreads einengen.

Im hybriden Bereich:

Dies ist der „originäre“ Bereich der Wandelanleihen. Sie reflektieren - gedämpft - die Kursschwankungen des Underlying. Interessant ist dabei die Tatsache, dass sich die Partizipation am Aktienverlauf ein wenig asymmetrisch darstellt. Wandelanleihen reagieren nämlich stärker auf Kursgewinne als auf Kursverluste von Aktien. Grund hierfür ist die Konvexität der Kurskurve der Convertibles (siehe Graphik „Kursentwicklung“).

Im aktienähnlichen Bereich:

Wandelanleihen, die sich im aktienähnlichen Bereich befinden, sind für den Fixed-Income-Anleger unter Buy-and-hold-Gesichtspunkten ungeeignet, da sie, so-

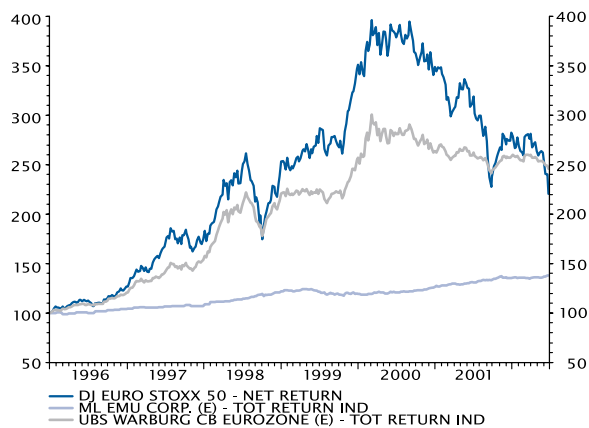
fern die Tilgung zum Nennbetrag erfolgt, oft negative Renditen auf Endfälligkeit aufweisen. Andererseits bieten sie aber aufgrund des hohen Delta aktienähnliches Exposure. Diese Eigenschaft kann auch für equity-Investoren besonders interessant sein. Sie bietet nämlich die Möglichkeit, an den Kurssteigerungen einer Aktie überwiegend teilzunehmen und gleichzeitig ein geringeres Maß an Risiko einzugehen.

Im Discount-Bereich:

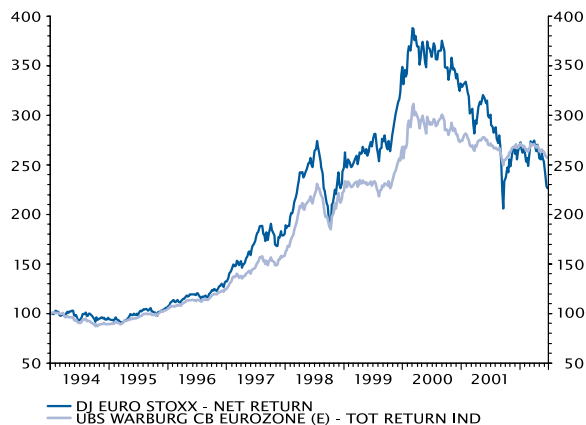
Für Investoren, die das Underlying bereits besitzen, stellt der Discount-Bereich das best case scenario dar. Tauschen sie nämlich die Aktien gegen die Wandelanleihe, behalten sie zwar dasselbe Gewinnpotenzial im Falle von Aktienkurssteigerungen, verringern aber aufgrund der oben angesprochenen Konvexität des Kursverlaufs und des Rechts, bei Fälligkeit den Nennbetrag zurückzubekommen, ihr Verlustpotenzial bei Aktienkursrückgängen. Falls die laufende Verzinsung der Wandelanleihe höher ist als die Dividendenrendite, können Investoren durch den Switch zusätzlich einen Einkommensvorteil erlangen.

Portfolio-Aspekte.

Wandelanleihen können aufgrund ihrer hybriden Form und den daraus resultierenden Eigenschaften institutionellen Investoren interessante Möglichkeiten bieten, die Rendite oder die Volatilität ihrer Portfolios zu verbessern.



In der obigen Graphik wurden für den Zeitraum 1996-Juni 2002 der DJ Euro Stoxx und der Merrill Lynch EMU Corporate dem UBS Warburg Eurozone Convertible Bonds gegenüber gestellt. Die Performance der Wandelanleihen ist beeindruckend: zum einen partizipieren sie stark an den Kursanstiegen der Aktien, federn aber deren Kursrückschläge gut ab (siehe Asienkrise und Jahr 2001), so dass sie am Ende der betrachteten 6,5 Jahre die Aktien sogar leicht outperformen konnten. Wie aus dem Chart ersichtlich, ist das bessere Ergebnis überwiegend auf den ausgeprägten Bärenmarkt der Aktien der letzten Jahre zurückzuführen. Aber auch ein Vergleich für den Zeitraum 1994- Juni 2002 liefert ein ähnliches Bild:



Weit abgeschlagen ist hingegen der Corporate Index (ex Pfandbriefe).

Auch in Bezug auf die Volatilität erzielen die Wandelanleihen ein besseres Ergebnis als die Aktien.

Folgend eine Übersicht der wichtigsten Kennzahlen für die Jahre 1996-Juni 2002:

	Rendite p.a.	Volatilität p.a.
Equities	11,9 %	20,3
Convertibles	14,8 %	11,1
Corporates	5,1 %	2,7

Implikationen für Aktienfonds.

Der institutionelle Anleger kann sich auf verschiedene Art und Weise die Vorteile von Convertibles zu Nutze machen.

Die einfachste Methode ist die bloße Beimischung. Wie wir aus der Finanztheorie wissen, verringert sich die Volatilität eines aus risikobehafteten Titeln bestehenden Portfolios, wenn ein weiteres Wertpapier aufgenommen wird. Voraussetzung ist aber, dass letzteres nicht perfekt mit dem Portfolio korreliert. Dies ist bei Wandelanleihen durchweg der Fall. Der von uns berechnete Korrelationskoeffizient weist einen Wert von 0,848 auf. (siehe unten). Im Allgemeinen wird immer dann ein Diversifikationseffekt erzielt, wenn das Delta eines Convertibles kleiner als eins ist.

Das Wechseln von Aktien in Wandelanleihen birgt aber einige Risiken in sich: der Investor könnte in Rallye-Zeiten nur eine Underperformance im Vergleich zu den Aktien erzielen, einerseits, weil die Option noch zu wenig ins Geld gelaufen ist und daher die Sensitivität auf Aktienkurssteigerungen noch gering ist, andererseits aber, weil sich die Prämie mehr und mehr einengt und der Kursverlauf des Convertibles den Aktien hinterherhinkt.

Problematisch sind auch die nicht immer ausreichende Liquidität der einzelnen Titel und die dadurch höheren Transaktionskosten.

Besonders interessant ist auch die Unabhängigkeit der Convertibles von den Staats- und Unternehmensanleihen. Nachdem die Korrelation de facto null bis tendenziell geringfügig negativ ist, kann das Portfolio in beachtlichem Ausmaße stabilisiert werden

In der folgenden Tabelle sind die Korrelationen für den Zeitraum 1996-Juni 2002 (für Unternehmensanleihen 1998-2002) zusammengefasst dargestellt:

	Equity	Conv.	Corp.	Govt.
Equity	1	0,848	-0,097	-0,059
Conv.	0,848	1	-0,032	0,013
Corp.	-0,097	-0,032	1	0,890
Govt.	-0,059	0,013	0,890	1

Equity: DJ Euro Stoxx

Convertibles: UBS Warburg CB Eurozone

Corporates: ML EMU Corporate ex Pfandbriefe

Government: JPM EMU Germany all maturities

Implikationen für Rentenfonds.

Werden Wandelanleihen von Aktien-Investoren vorwiegend als defensive Titel verwendet, so setzen sie Rentenfonds hauptsächlich als offensives Mittel ein. Aufgrund der aktienähnlichen Komponenten ist es möglich, anhand von Convertibles Aktienengagements einzugehen und damit bei entsprechendem Marktumfeld eine Mehrrendite zu erzielen.

Die erfolgreiche Strategie ist dabei jene, bereits im Portfolio enthaltene (langlaufende) Anleihen durch Wandelanleihen zu ersetzen, deren Optionswert sehr stark aus dem Geld gelaufen ist und denen somit vom Markt nur ein sehr geringer Wert zuerkannt wird (geringe investment premium). Bei starken Kursanstiegen des Underlying nähert sich die Option dem Konversionswert wieder an, so dass der Zeitwert wieder an Bedeutung gewinnt und der Kurs des Convertibles ansteigt.

Problematischer wird es hingegen, wenn der Preis des Underlying oder der Anleihe den Preis, zu dem die Kündigung von Seiten des Emittenten möglich wird, deutlich überschritten hat. Ruft der Emittent den Convertible tatsächlich zurück, wird der Investor de facto zur Wandlung gezwungen. Notiert nämlich die Wandelanleihe beispielsweise bei 135 % und der Rückzahlkurs beträgt demgegenüber nur 125 %, so würde der Investor einen Verlust erleiden, wenn er nicht wandelte. Im Allgemeinen üben die Emittenten ihr Recht auch aus. Dies ist völlig verständlich, da sie damit der Rückzahlungsverpflichtung entgehen.

Alternative Investments mit Wandelanleihen.

Negative Prämie.

Eine negative Prämie bietet eine „klassische“ Arbitragemöglichkeit: Durch Kauf der Anleihe, Wandlung derselben und sofortigen Verkauf der Aktien lässt sich ein risikoloser Gewinn generieren. Um aber eine solche Möglichkeit tatsächlich nutzen zu können, müssen einige Voraussetzungen erfüllt sein. Zum einen müssen die Aktien nach der Wandlung entweder sofort geliefert werden oder die Möglichkeit der Aktienleihe muss gegeben sein. Bekommt der Arbitrageur nämlich die Aktien erst verspätet ausgeliefert, kann er u.U. nicht mehr den Preis pro Aktie erzielen, der im Moment der Wandlung bestand und somit könnte sich in der Zwischenzeit die Arbitragegelegenheit zu einem Verlustgeschäft entwickeln. Er wird daher, wenn überhaupt, dieses Geschäft nur eingehen wollen, wenn der Discount groß genug ist, so dass Verluste unwahrscheinlich sind. Er muss aber damit rechnen, dass auch andere diese Arbitragemöglichkeit erkannt haben und ebenfalls die Aktien verkaufen wollen. Dies könnte zu zusätzlichem Verkaufsdruck führen. Falls aber die Möglichkeit der Aktienleihe besteht, so kennt der Arbitrageur bereits vor Abschluss der Transaktion sämtliche Kosten und die daraus entstehenden Gewinne. Er agiert somit nicht mehr unter Unsicherheit.

Fazit: Eine negative Prämie bietet nicht per se Gelegenheit zur Arbitrage. Besteht nämlich keine Möglichkeit der Aktienleihe, so kann die Wandelanleihe z.T. auch eine zweistellige negative Prämie aufweisen, ohne dass sich daraus zwingend ein risikoloser Gewinn ergibt. Wenn stock borrowing durchführbar ist, kann nur in wenigen Fällen ein Discount bestehen. Denkbar ist zum Beispiel der Fall, in dem die aus der Wandelanleihe hervorgegangenen Aktien nicht für den nächsten, sondern erst für den übernächsten Dividendentermin berechtigt sind.

Cash-Flow-Vorteil.

Die meisten Wandelanleihen bieten bereits durch das Eingehen einer Long-Position einen Einkommensvorteil, d.h. ihre laufende Verzinsung ist höher als die Dividendenrendite. Eine gleichzeitige Short-Position in der Aktie kann die Rendite außerdem noch deutlich erhöhen. Die höhere Performance kann erzielt werden, wenn die laufende Rendite der Wandelanleihe höher ist als die Kosten der Aktienleihe und die Dividende. Das folgende Beispiel soll die Überlegung verdeutlichen:

Wandelanleihe	Aktie
Preis: 95,00 %	Preis: 32,00 €
Prämie: 29,08 %	Dividende: 0,4 €
Kupon: 3,25 %	Kosten der Aktienleihe: 2,00 %
Nennbetrag: 1000 €	
Wandlungsverh.: 23	

Cash-Flow-Berechnung:

Szenario 1:

Long Position in den Aktien

Kauf der Aktien	23 x 32 €	- 736,00 €
Ausschüttung	23 x 0,4 €	9,2 €
Dividendenrendite	9,2 / 736,00	1,25 %

Szenario 2:

Long Position in der Wandelanleihe

Kauf des Convertible	1000 x 95,00	- 950,00 €
Kuponzahlung	1000 x 3,25 %	32,50 €
Rendite (laufende)	32,5 / 950,00	3,42 %
Einkommensvorteil:	3,42 % - 1,25 %	2,17 %

Szenario 3:

Long Position in der Wandelanleihe

Short Position in den Aktien

Kauf des Convertible	1000 x 95,00	- 950,00 €
Verkauf der Aktien	23 x 32 €	+ 736,00 €
Eingesetztes Kapital		+ 214,00 €
Kuponzahlung	1000 x 3,25 %	+ 32,50 €
Ausschüttung	23 * 0,4 €	- 9,20 €
Aktienleihe	736 € x 2 %	- 14,72 €
Zinsen		+ 8,58 €
Rendite	8,58 / 214,00	4,01 %

Wie aus den Berechnungen ersichtlich, fällt im Szenario 3 der Cash-Flow mit 8,58 € im Vergleich zu den beiden anderen Fällen niedriger aus, das benötigte Kapital ist aber auch geringer, so dass per Saldo durch eine simultane Long Position in der Wandelanleihe und eine Short Position in den Aktien eine höhere Rendite erzielt werden kann.

Delta-Hedging.

Mit Wandelanleihen können Investoren von heftigen Kursbewegungen profitieren und zwar unabhängig davon, ob es sich um eine Kurs-Rallye oder einen Kurssturz handelt, und gleichzeitig gegen kleinere Kursschwankungen abgesichert sein.

Ausgangspunkt ist wieder eine Long-Position in einer Wandelanleihe und eine Short-Position in den Aktien. Im Unterschied zum Fall des Cash-Flow-Vorteils werden aber nicht sämtliche Aktien, in die der Convertible gewandelt werden kann, verkauft, sondern in der Regel nur ein Teil. Zur Berechnung der genauen Anzahl dient das sogenannte Delta. Dieses zeigt die Sensitivität der Wandelanleihe gegenüber dem Underlying an. Ein Delta von 0,5 bedeutet beispielsweise, dass ein Anstieg der Aktie um 1 % ceteris paribus zu einem Kursanstieg der Wandelanleihe um 0,5 % führt. Um somit gegen kleinere Kursschwankungen abgesichert zu sein, genügt es, „Delta mal Wandlungsverhältnis“-Aktien zu verkaufen. Steigt dann der Preis der Aktie, werden die Verluste der Short-Position von den Kursgewinnen der Wandelanleihe wettgemacht und umgekehrt. Der Hedge funktioniert aber bei großen Kursbewegungen nicht mehr, da sich der Bond-Preis nicht linear mit dem Aktienpreis bewegt. Dadurch ergeben sich aber keine Verlustpotenziale, sondern vielmehr Gewinnchancen. Bei Kurseinbrüchen ist der Gewinn, der aus der Short-Position resultiert, höher als der Kursverfall der Wandelanleihe. Bei einem bedeutenden Kursanstieg (und dadurch resultierendem Delta-Anstieg) werden die Verluste aus der Aktienposition durch die Wandelanleihe mehr als wettgemacht. Diese Strategie wird als Gamma Trading bezeichnet.

Als Gamma wird die Sensitivität des Delta auf Kursveränderungen des Aktienkurses bezeichnet. Für Convertible Arbitrage Hedge Funds Manager ist es vorteilhaft, abgesicherte Delta-Positionen mit hohem Gamma einzugehen, da diese eine relativ höhere Veränderung des Delta schon bei kleinen Schwankungen des Underlying aufweisen. Somit müssen größere Volumina an Aktien bewegt werden, um die Position weiterhin delta-neutral zu halten. Steigt das Delta nämlich mit steigenden Preisen an, werden Aktien zu einem höheren Kurs verkauft, sinkt das Delta bei sinkenden Preisen, werden Aktien zu einem tieferen Kurs gekauft. Da diese Strategie eine große Anzahl von Bewegungen voraussetzt, dürfen bei der Berechnung der Vorteilhaftigkeit eines Gamma Trades die Transaktionskosten nicht außer Acht gelassen werden.

Entscheidend für die Erzielung einer höheren Rendite als der risikofreien Verzinsung ist aber die Entwicklung der Volatilität des Underlyings. Nur wenn diese während des Hedge-Zeitraumes höher ist als sie bei Abschluss des Geschäftes im Convertible eskomptiert war, wird eine Outperformance erzielt.

Vorzeitige Wandlung.

Wenn die Option im Geld steht und die Investoren bestehende Gewinne sichern wollen, stellt sich für viele die Frage, ob es vorteilhafter ist, den Convertible zu verkaufen oder zu wandeln. Die Antwort knüpft stark an die Optionspreistheorie an. Die gedankliche Trennung der Wandelanleihe in die beiden Komponenten Bond und Call-Option erleichtert das Verständnis.

Sechs Faktoren beeinflussen den Wert einer Option: der Kurs des Underlying, der Ausübungspreis, die Volatilität, das Zinsniveau, und für unsere Überlegungen besonders relevant, die Dividendenzahlungen und die Restlaufzeit. Der Zeitwert errechnet sich aus der Differenz zwischen dem Optionspreis und dem inneren Wert der Option. Letzterer besteht aus dem größeren Wert zwischen dem Kurs des Underlyings minus dem Ausübungspreis und Null. Mathematisch ausgedrückt: $\max\{\text{Aktienkurs} - \text{Strike Price}; 0\}$ Der innere Wert kann also keinen negativen Wert annehmen.

Dies vorausgeschickt lassen sich drei verschiedene Szenarien unterscheiden. Gemeinsam haben sie eine Option mit einem inneren Wert größer Null.

1. Keine Dividendenzahlungen

Convertibles können in der Regel während eines mehr oder weniger langen Zeitraums gewandelt werden. Dabei kann als maximaler Gewinn der innere Wert der Option realisiert werden. Der Zeitwert geht allerdings entschädigungslos verloren. Der Inhaber der Wandelanleihe würde daher auf einen Teil des Optionswertes verzichten. Es empfiehlt sich daher, den Convertible zu verkaufen anstatt zu wandeln.

2. Dividendenzahlungen

Werden bis zur Fälligkeit der Wandelanleihe Dividendenzahlungen fällig und sind diese größer als die Kuponzahlungen, so ist dem Verkauf des Convertibles der Vorzug zu geben, wenn der Barwert der Differenz zwischen Dividendenzahlungen während der Laufzeit

der Option und der Kuponzahlung größer ist als der Zeitwert der Option. Ansonsten ist die Wandlung vorteilhafter.

Sind die Kuponzahlungen höher, so lohnt sich die Wandlung in keinem Fall, da der Barwert der Differenz zwischen Dividenden- und Kuponzahlungen negativ ist, der Zeitwert der Option hingegen positiv.

Im Szenario zwei und drei muss Sicherheit bezüglich zukünftiger Dividendenzahlungen unterstellt werden.

Risiken.

Außer den unter den verschiedenen Punkten angeführten Risiken gibt es noch weitere, derer sich ein Arbitrageur bewusst sein sollte. Große Gefahren rühren stets von gesetzlichen Änderungen her. Viele Convertibles beinhalten ein Sonderkündigungsrecht für den Emittenten im Falle einer Veränderung der steuerlichen und/oder bilanziellen Handhabung von Wandelanleihen.

Weitere Gefahrenquellen ergeben sich aus der Entwicklung der Bestimmungen zur Aktienleihe oder der Dividendenpolitik der Unternehmen. Entspricht diese nämlich nicht den Erwartungen des Investors, können sich die Kosten des stock borrowing zu seinen Ungunsten verändern. Beschließt das Unternehmen nämlich höhere Dividenden als prognostiziert oder gar Sonderausschüttungen, so muss der Arbitrageur zusätzliche, unkalkulierte Geldmittel aufbringen, um den Eigentümer der von ihm geliehenen Aktien zu entschädigen. Somit können der ursprünglich errechnete Einkommensvorteil der Wandelanleihe oder die höhere Rendite durch den Cash-Flow-Vorteil schnell dahinschmelzen.

Glossar.

At the money.

(zu deutsch: „am Geld“) Eine Option befindet sich am Geld, wenn der Preis des Underlying dem Strikeprice (bei Wandelanleihen: dem Wandlungspreis) entspricht.

$$\frac{\text{Kurs des Convertible} - \text{Parität}}{\text{Parität}}$$

Bond (debenture) cum warrant.

Die Optionsanleihe ist die Schuldverschreibung einer Aktiengesellschaft, welcher noch eine oder mehrere Optionsscheine angehören, die nach bestimmten Vorschriften zum Bezug von Aktien berechtigen. Im Gegensatz zu herkömmlichen Wandelanleihen können die Optionsscheine von der Anleihe getrennt und als eigenes Instrument an der Börse gehandelt werden. Außerdem wird die Anleihe unabhängig von einer Ausübung des Optionsrechtes zurückgezahlt, sie geht folglich nicht unter.

Conversion Price.

Der Wandlungspreis wird bei Emission festgelegt und entspricht dem Kaufpreis der Aktien, wenn der Investor die Anleihe wandelt.

Erreicht das Underlying diesen Preis, beträgt die Parität 100 %.

Berechnung:

$$\frac{\text{Nominalbetrag}}{\text{Wandlungsverhältnis}}$$

Bond Floor („Investment Value“)

Der Bond Floor entspricht der idealtypischen Wertuntergrenze einer Wandelanleihe. Sie wird berechnet, indem der Convertible als straight bond betrachtet und entsprechend bewertet wird.

Conversion Ratio.

Das Wandlungsverhältnis bestimmt die Anzahl der Aktien, die pro Einheit Wandelanleihe bezogen werden können. In der Regel wird es bei der Begebung der Convertibles festgelegt, kann aber in entsprechenden Fällen auch nachträglich verändert werden.

Busted Convertible.

Der Preis des Underlying ist ungleich tiefer als der Konversionspreis, so dass die Option de facto wertlos ist und der Convertible einer gewöhnlichen Anleihe entspricht. Die Wandlungsprämie ist hoch.

Current yield.

Die laufende Verzinsung berechnet sich als Kupon der Anleihe dividiert durch den aktuellen Kurs.

Conversion Period.

Der Zeitraum, während dessen die Wandelanleihe gewandelt werden kann.

Exchangeable.

Der Unterschied zur „klassischen“ Wandelanleihe besteht darin, dass bei Umtauschanleihen nicht die Aktien des Anleihe-Emittenten, sondern eines anderen Unternehmens bezogen werden können.

Conversion Premium.

Die Wandlungsprämie zeigt, um wie viel der Bezug der Aktien über den Convertible teurer ist als der direkte Bezug. Sie erlaubt Rückschlüsse über die Kursentwicklung in Abhängigkeit vom Underlying.
Berechnung (Parität und Kurs in Prozent):

In the money.

(zu deutsch: „im Geld“) Eine Option befindet sich im Geld, wenn der Preis des Underlying den Strikeprice (bei Wandelanleihen: den Wandlungspreis) übersteigt. Die Parität beträgt mehr als 100 %.

Investment value premium.

Die Investment Prämie (nicht zu verwechseln mit der Wandlungsprämie) entspricht dem zusätzlichen Wert der Wandelanleihe im Vergleich zur entsprechenden Anleihe ohne Optionsrecht.

Junk Convertible.

Eine Wandelanleihe eines Emittenten mit nicht investment grade Qualität. Rating nach Standard and Poors und Moody's: BB+ bzw. B_q1 und darunter.

Mandatory Conversion.

Dieses Ausstattungsmerkmal zwingt den Investor zur Wandlung der Anleihe. Beispiel: WKN 350340 DaimlerChrysler AG 5,75 % 2002

Original Issue with Discount (OID).

Die meist verbreitete Form von OID sind Null-Kupon-Wandelanleihen. Diese werden nicht zu 100 % emittiert, sondern zu einem niedrigeren Preis, um die Investoren für die fehlenden Kuponzahlungen zu entschädigen.

Out of the money.

(zu deutsch: „aus dem Geld“) Eine Option befindet sich aus dem Geld, wenn der Preis des Underlying den Strikeprice (bei Wandelanleihen: den Wandlungspreis) unterschreitet.

Parität.

Die Parität entspricht dem aktuellen Gegenwert der Aktien des Convertibles für den Fall, dass er sofort gewandelt würde.

Berechnung:

$$\text{Wandlungsverhältnis} \times \text{Aktienkurs}$$

In der Regel wird die parity aber in Prozentpunkten des Rückzahlkurses angegeben. Bei einem Wert größer als 100 % bietet sich die Wandlung in Aktien an, da deren Wert größer als der Rückzahlkurs ist.

Berechnung:

$$\frac{\text{Wandlungsverhältnis} \times \text{Aktienkurs}}{\text{Rückzahlkurs}}$$

Payback/Breakeven.

Der Breakeven-Point gibt in diesem Zusammenhang die Anzahl der Jahre an, nach denen die Prämie durch die Convertibles income advantage amortisiert wird.

Berechnung:

$$\frac{\text{WertWandelanleihe} - \text{Parität}}{\text{Kupon} - (\text{Dividendenrendite} \times \text{WertWandelanleihe})}$$

Reverse Convertible.

Bei der Aktienanleihe behält sich der Emittent das Recht vor, anstatt des Rückzahlbetrages eine vorher festgelegte Anzahl von (unternehmensfremden) Aktien zu liefern. Dieses Recht wird er dann ausüben, wenn der Wert der Aktien geringer als der Rückzahlkurs ist. Als Entgelt für das höhere Risiko erhält der Investor auch eine (deutlich) höhere Verzinsung.

Yield advantage / Yield pick-up.

Der Einkommensvorteil entspricht der größeren laufenden Rendite der Wandelanleihe im Vergleich zur Aktie.

Anhang.

Beispiel Preussag.

Börsenzulassungsprospekt Wandelschuldverschreibung Preussag 2,125 % 1999/ 2004 WKN 350 798

Zinsen

Die Schuldverschreibungen sind vom 17. Juni 1999 mit 2,125 % jährlich zu verzinsen. Die Zinsen sind jährlich nachträglich am 17. Juni der Jahre 2000 bis 2004 (...) zur Zahlung fällig. Die erste Zinszahlung erfolgt am 17. Juni 2000. Der Zinslauf der Schuldverschreibungen endet (i) *im Falle der Ausübung des Wandelrechts während der Wandlungsfrist mit dem Ablauf des Tages, der dem letzten Zinszahlungstermin vor Eingang der Wandlungserklärung bei der Umtauschstelle unmittelbar vorausgeht* oder (ii) im Falle der planmäßigen Rückzahlung (...) oder einer vorzeitigen Rückzahlung (...) jeweils mit dem Ablauf des Tages, der dem Fälligkeitstag unmittelbar vorausgeht.

Rückzahlung und vorzeitige Rückzahlung

Die Anleiheschuldnerin verpflichtet sich, die Schuldverschreibungen zum Kurs von 100 % am 17. Juni 2004 zurückzubezahlen, sofern sie nicht vorher zurückgezahlt oder gewandelt worden sind.

Vom 17. Juni 2002 bis zum 17. Mai 2004 (jeweils einschließlich) ist die Anleiheschuldnerin jederzeit berechtigt, die Wandelschuldverschreibungen insgesamt, jedoch nicht teilweise, zum Nennbetrag einschließlich gegebenenfalls aufgelaufener Zinsen zurückzuzahlen. Die vorzeitige Rückzahlung ist mindestens 30 und höchstens 45 Tage vor dem vorzeitigen Rückzahlungstermin gemäß § 13 der Anleihebedingungen bekannt zu machen. Die Bekanntmachung ist unwiderruflich. Eine vorzeitige Rückzahlung kann nur erfolgen, wenn der Kurs der Mittagsauktionen im Xetra-Handel (Xetra-Kassakurs) der Aktie Preussag AG innerhalb der 30 letzten Börsentage vor der Bekanntmachung mindestens an 20 aufeinanderfolgenden Börsentagen mindestens 130 % des dann geltenden Wandelpreises betragen hat.

Die Anleiheschuldnerin kann die Schuldverschreibungen, vorbehaltlich ihrer Rechte gemäß Absatz (2) und § 4 Absatz (2), nicht kündigen. Auch den Anleihegläubigern steht, unbeschadet ihrer Rechte aus § 10, ein Kün-

digungsrecht nicht zu; dies gilt auch für den Fall, dass die Anleiheschuldnerin eine andere Gesellschaftsform annimmt, sich mit einem Unternehmen verschmilzt oder ihr Vermögen auf eine andere Gesellschaft überträgt.

Steuern und Steuerkündigung

(...)

Die Anleiheschuldnerin ist zur Kündigung der Wandelschuldverschreibungen berechtigt, falls zu irgendeiner Zeit infolge einer Änderung des Steuerrechts nach der Begebung der Wandelschuldverschreibung die Anleiheschuldnerin zusätzliche Beträge (...) zu zahlen hat oder zu zahlen haben wird.

Die Anleiheschuldnerin ist in den vorgenannten Fällen berechtigt, die Wandelschuldverschreibungen insgesamt, jedoch nicht nur teilweise, unter Einhaltung einer Kündigungsfrist von mindestens 60 Tagen jederzeit zum Nennbetrag einschließlich gegebenenfalls aufgelaufener Zinsen zurückzuzahlen. Eine solche Kündigung darf jedoch nicht früher als 90 Tage vor dem Zeitpunkt erfolgen, an dem von der Anleiheschuldnerin erstmals zusätzliche Beträge zu zahlen bzw. derartige Quellensteuern abzuziehen oder einzubehalten wären.

Wandelrecht

Die Inhaber der Schuldverschreibungen haben das Recht, ihre Schuldverschreibungen in nennwertlose Stückaktien (Inhaberstammaktien) der Anleiheschuldnerin („die Aktien“) zu wandeln.

Der Wandelpreis pro Aktie beträgt, vorbehaltlich einer Anpassung € 62,84.

Die Anzahl der bei der Wandlung einer Schuldverschreibung zu liefernden Aktien pro Schuldverschreibung von nominal € 1.000 beträgt * Aktien (berechnet durch Teilung des Ausgabebetrag pro Schuldverschreibung von € 985,00 (der „Ausgabebetrag“) durch den Wandelpreis). Im Falle einer Anpassung des Wandelpreises gemäß § 8 Absatz (1) ergibt sich die Anzahl der zu liefernden Aktien durch Teilung des Ausgabebetrag pro Schuldverschreibung durch den am Wandlungstag geltenden Wandelpreis. (...)

Bruchteile von Aktien werden bei der Wandlung nicht geliefert, statt dessen wird die Anleiheschuldnerin an

den jeweiligen Anleihegläubiger die Zahlung eines nach folgender Formel zu berechnenden Differenzbetrages in Deutscher Mark oder Euro innerhalb von sieben Bankgeschäftstagen nach dem jeweiligen Wandlungstag leisten:

Anzahl der von einem Anleihegläubiger gehaltenen Schuldverschreibung(en) multipliziert mit dem Ausgabebetrag **minus** ganzzahliges Vielfaches des Wandelpreises, das betragsmäßig der Anzahl der von einem Anleihegläubiger gehaltenen Schuldverschreibungen multipliziert mit dem Ausgabebetrag am nächsten kommt, aber nicht überschreitet.

*Das Wandelrecht kann vom 01. Juli 1999 bis zum 28. Mai 2004 („Wandlungsfrist“) jederzeit ausgeübt werden. Ausgenommen von der Wandlungsfrist bleibt jedoch bei Hauptversammlungen der Anleiheschuldnerin jeweils der Zeitraum zwischen dem letzten Hinterlegungstag für die Aktien und dem ersten Bankgeschäftstag nach der Hauptversammlung (jeweils ausschließlich), ferner ein Zeitraum von 14 Tagen vor dem Ende des Geschäftsjahres der Anleiheschuldnerin sowie jeweils der Zeitraum zwischen dem Tag, an dem die Anleiheschuldnerin ein Angebot zum Bezug von neuen Aktien, Genussrechten oder Schuldverschreibungen mit Wandel- oder Optionsrechten in einem überregionalen Pflichtblatt einer der deutschen Wertpapierbörsen, an denen die Aktien zum Handel zugelassen sind, oder im Bundesanzeiger (die erste Veröffentlichung ist maßgeblich) veröffentlicht, und dem ersten Börsentag nach Ablauf der Bezugsfrist. *Wandlungserklärungen, die zur Umtauschstelle in dem Zeitraum, in dem nach Satz 2 die Wandlung ausgeschlossen ist, zugehen, gelten als zum nächstfolgenden Bankgeschäftstag, an dem die Ausübung des Wandelrechts wieder zulässig ist, abgegeben und zugegangen.**

Werden Schuldverschreibungen (...) vor dem 17. Juni 2004 zur vorzeitigen Rückzahlungen gekündigt, so endet die Wandlungsfrist mit Ablauf des zehnten Bankgeschäftstages vor dem vorzeitigen Rückzahlungstermin. Das Wandelrecht kann von einem Anleihegläubiger nicht ausgeübt werden, nachdem er (...) seine Schuldverschreibung gekündigt hat.

Aus der Wandlung hervorgegangene Aktien sind für das gesamte Geschäftsjahr der Anleiheschuldnerin dividendenberechtigt, in dem die Aktien ausgegeben werden. Im Falle der Wandlung stehen dem Inhaber der

Schuldverschreibungen Zinsen von dem der Wandlung unmittelbar vorausgehenden Zinszahlungstermin bis zum Tage der Wandlung nicht zu.

Ausübung

Zur Ausübung des Wandelrechts muss der Inhaber von Schuldverschreibungen eine ordnungsgemäß unterzeichnete und ausgefüllte Wandlungserklärung unter Benutzung des bei der Westdeutschen Landesbank als Umtauschstelle erhältlichen Vordrucks gegenüber der Anleiheschuldnerin durch Vermittlung der Westdeutschen Landesbank Girozentrale abgeben. Die Wandlungserklärung ist unwiderruflich. (...)

Die aus der Wandlung hervorgehenden Aktien werden alsbald nach Wirksamwerden der Wandlungserklärung auf ein Wertpapierdepot des Anleihegläubigers übertragen.

Als Wandlungstag im Sinne dieser Anleihebedingungen gilt jeweils der Tag, an dem sowohl eine vollständige, wirksam abgegebene Wandlungserklärung der Umtauschstelle wirksam zugegangen ist, als auch die Schuldverschreibungen, für die das Wandelrecht ausgeübt werden soll, (...) an die Umtauschstelle geliefert worden sind.

Verwässerungsschutz

Sofern die Anleiheschuldnerin während der Laufzeit unter Einräumung eines unmittelbaren oder mittelbaren Bezugsrechts an ihre Aktionäre ihr Grundkapital durch die Ausgabe neuer Aktien erhöht oder Schuldverschreibungen mit Wandel- oder Optionsrechten auf neue Aktien oder Genussrechte begibt, wird der Wandelpreis zu dem in Absatz 6 bestimmten Stichtag um den Betrag ermäßigt, der sich aus dem arithmetischen Mittel der Kassakurse des einer Stammaktie gewährten Bezugsrechts an allen Börsenhandelstagen an der Frankfurter Wertpapierbörse, aufgerundet bzw. abgerundet auf voll Euro, errechnet.

Bei der Ermäßigung des Wandelpreises ist die Anleiheschuldnerin verpflichtet, die Ermäßigung durch Zahlung der entsprechenden Beträge bei Ausübung des Wandelrechts in bar auszugleichen.

Eine Ermäßigung des Wandelpreises nach Absatz 1 tritt nicht ein, wenn den Inhabern der Schuldverschreibungen ein mittelbares oder unmittelbares Bezugsrecht eingeräumt wird, das sie so stellt, als hätten sie die

Wandlung bereits ausgeübt. Eine Ermäßigung des Wandelpreises tritt ferne nicht ein, sofern die Ermäßigung dazu führen würde, dass der Wandelpreis für eine Stammaktie unter dem Betrag des rechnerischen Anteils der Stammaktie am Grundkapital der Anleiheschuldnerin fällt.

Für den Fall, dass die Anleiheschuldnerin vor dem Wandlungstag für eines ihrer Geschäftsjahre eine Dividende auf ihre Aktien in einem Gesamtbetrag (...) ausschüttet, der pro Aktie berechnet auf den Durchschnitt der Kurse (...) im Xetra-Handel der Aktie (...) für das der Ausschüttung vorangegangene Geschäftsjahr eine Dividendenrendite in Prozent ergibt, die höher ist als die Summe von (i) 3 % zuzüglich (ii) des Durchschnitts der jeweiligen Dividendenrendite (...) der letzten fünf Geschäftsjahre, die dem der Ausschüttung vorangegangenen Geschäftsjahr vorangingen (die Summe aus (i) und (ii) übersteigende Betrag, nachstehend „außerordentliche Dividende“ genannt), ist jeder Anleihegläubiger, der seine Schuldverschreibungen am Stichtag noch nicht wirksam (...) gewandelt hat, zu einer Ausgleichszahlung in bar (...) durch die Anleiheschuldnerin berechtigt, die wie folgt berechnet wird:

Anzahl der Aktien (einschließlich Bruchteilen von Aktien), die einem Anleihegläubiger zustehen würde, wenn eine Wandlung (...) bereits erfolgt wäre, multipliziert mit dem Betrag, der der außerordentlichen Dividende pro Aktie entspricht.

Im Falle einer Verschmelzung der Anleiheschuldnerin als übertragender Rechtsträger im Sinne des Umwandlungsgesetzes sind den Inhabern der Schuldverschreibungen gleichwertige Rechte in dem übernehmenden Rechtsträger zu gewähren. Entsprechendes gilt in den Fällen einer Aufspaltung und einer Abspaltung. Soweit im Falle einer Aufspaltung oder Abspaltung Aktien von anderen juristischen Personen an die Aktionäre der Anleiheschuldnerin gewährt oder verteilt werden, können gleichwertige Rechte auch in Form einer verhältnismäßigen Zuteilung solcher Aktien und/oder aus einer Barzahlung an die Anleihegläubiger bestehen.

Sollte ein sonstiges Ereignis eintreten, das die Aktien oder das Wandlungsverhältnis betreffen, wird die Anleiheschuldnerin (...) diejenigen Anpassungen des Wandlungsverhältnisses vornehmen, die angemessen sind, um einem solchen Ereignis Rechnung zu tragen.

Gleichrang und Negativerklärung

Die Verpflichtungen der Anleiheschuldnerin aus den Schuldverschreibungen haben den gleichen Rang mit allen gegenwärtigen und zukünftigen unbesicherten Verbindlichkeiten der Anleiheschuldnerin aus Anleihen, Darlehen und Garantien.

Kündigung durch Anleihegläubiger

Jeder Anleihegläubiger kann seine Schuldverschreibungen fällig stellen und deren sofortige Rückzahlung zum Nennbetrag zuzüglich Stückzinsen verlangen, wenn

- (a) die Anleiheschuldnerin mit der Zahlungen fälliger Zinsbeträge länger als einen Monat in Verzug gerät; oder
 - (b) die Anleiheschuldnerin irgendeine andere Verpflichtung (...) aus dieser Anleihe verletzt und diese Verletzung frei Monate nach Eingang einer schriftlichen Mahnung durch die Treuhänderin fort dauern; oder
- (...)

(Bei den obigen Bedingungen handelt es sich um einen Auszug aus dem Börsenzulassungsprospekt)

Übersicht Wandelanleihen (alphabetisch sortiert).

Emittent	WKN	Kpn	Fälligkeit	YTM	Premium	Ausstehendes Volumen	Whrg.	Konv.-Preis	Rating Moody's	S&P	Industrie-sektor
ACCOR	855962	1,000	01.01.2007		138	570.000.000	EUR	55,63	NA	NA	Konsum
ALTRAN TECHNOLOGIES SA	505863	3,500	01.01.2005	8,92	152	448.497.660	EUR	86,67	NA	NA	Industrie
ARCELOR	857659	3,000	27.06.2017	3,16	36	750.000.000	EUR	19,25	NA	NA	Andere
ATOS ORIGIN	314543	1,000	01.10.2004	6,81	92	172.499.995	EUR	119,75	NA	NA	Technology
AUGUSTA TECHNOLOGIE AG	370599	4,000	15.02.2005	14,05	506	75.000.000	EUR	42,30	NA	NA	Industrie
AUTOGRILL FINANCE SPA	309008	0,000	16.06.2014	2,03	39	471.055.000	EUR	19,25	NA	NA	Finanz
AXA	291971	2,500	01.01.2014	6,19	116	1.517.978.385	EUR	40,84	A2	A-	Finanz
AXA-UAP	452476	3,750	01.01.2017	6,88	159	1.098.831.127	EUR	40,97	A2	A-	Finanz
BANCA POPOLARE DI LODI	248964	4,375	01.07.2003	3,65	31	159.646.132	EUR	13,12	NA	NA	Finanz
BANCA POPOLARE DI LODI	107260	4,750	01.06.2010	5,32	56	299.954.030	EUR	16,31	NA	NA	Finanz
BANCA POPOLARE DI MILANO	248576	2,500	15.04.2008	6,42	104	232.707.882	EUR	8,84	A3 /#-	BBB+	Finanz
BANCO SANTANDER CENT-HIS	249310	2,000	01.10.2003	4,74	105	20.741.500	EUR	16,53	NA	A	Finanz
BCP FINANCE BANK LTD	685548	4,750	20.06.2011	5,77	57	425.000.000	EUR	6,03	A2	BBB+	Finanz
BOUYGUES SA	291848	1,700	01.01.2006	-2,55	12	427.536.979	EUR	25,78	NA	A-	Industrie
BULL	109856	2,250	01.01.2005	101,50	757	181.000.000	EUR	15,75	NA	NA	Technology
CARREFOUR SA	353907	2,500	01.01.2004	5,14	56	466.671.000	EUR	83,33	NA	NA	Konsum
CIE GENERAL D'INDUST PAR	856254	3,750	27.05.2005	-14,83	137	375.200.000	EUR	56,00	NA	NA	Industrie
CLUB MEDITERRANEE S.A.	855644	3,000	01.11.2008	8,43	54	139.474.545	EUR	58,00	NA	NA	Konsum
COMPAGNIE DE ST GOBAIN	845107	2,625	01.01.2007	2,40	25	920.000.000	EUR	210,00	A2	A	Industrie
CONTINENTAL AG	352650	2,000	25.10.2004	4,90	44	250.000.000	EUR	25,75	NA	NA	Konsum
CORUS GROUP PLC	191386	4,625	22.04.2007	3,59	26	156.554.100	EUR	1,57	NA	NA	Industrie
CSM NV	314670	1,500	27.07.2004	4,38	34	110.000.000	EUR	31,03	NA	NA	Konsum
DAIMLER-CHRYSLER LUX CAP	132950	4,125	05.07.2003	-4,40	23	613.550.257	EUR	49,61	A3	NA	Finanz
DEUTSCHE LUFTHANSA AG	795560	1,250	04.01.2012	1,68	40	750.000.000	EUR	20,16	NA	NA	Konsum
DRAKA HOLDING NV	852433	5,000	15.04.2007	7,83	107	143.750.000	EUR	54,60	NA	NA	Industrie
ELIOR	685551	1,000	08.06.2007	7,20	101	150.000.000	EUR	16,83	NA	NA	Konsum
EM TV MERCHANDISING	368284	4,000	16.02.2005	41,57	5.016	400.000.000	EUR	106,39	NA	NA	TMT
ESPIRITO SANTO FIN GROUP	775805	4,750	13.11.2006	4,74	33	200.000.000	EUR	21,69	A2	BBB+	Finanz
ESPIRITO SANTO FIN GROUP	856622	3,470	07.02.2007	4,96	32	110.000.000	EUR	22,89	A2	BBB+	Finanz
FINAXA	248954	3,000	01.01.2007	2,14	53	1.047.179.172	EUR	20,75	NA	NA	Finanz
FINMECCANICA SPA	246719	2,000	08.06.2005	5,29	153	765.000.000	EUR	1,88	Baa2	NA	Industrie
FORTIS (NL) NV	176338	2,625	06.11.2003	4,17	48	680.670.000	EUR	31,51	NA	NA	Finanz
FORTIS (NL) NV	314183	1,500	29.07.2004	4,91	90	575.250.000	EUR	38,35	Aa3	NA	Finanz
FRANCE TELECOM	269271	2,000	01.01.2004	10,97	583	2.030.961.327	EUR	80,01	Baa3	BBB /#-	TMT
FRANCE TELECOM	825123	4,000	29.11.2005	9,16	480	3.492.000.000	EUR	72,00	Baa3	BBB /#-	TMT
FUCHS PETROLUB AG	350406	4,130	10.12.2002			51.129.188	EUR	127,82	NA	NA	Andere
GETRONICS NV	296712	0,250	21.04.2004	18,84	587	201.153.000	EUR	14,53	NA	NA	TMT
GETRONICS NV	107451	0,250	22.03.2005	18,36	1.451	353.533.000	EUR	36,98	Ba1	BB-	TMT
GOLD-ZACK AG	768683	7,000	14.12.2005	109,33	572	112.500.000	EUR	14,40	NA	NA	Finanz
GROUPE BRUXELLES LAMBERT	248330	2,500	09.07.2003	-11,45	14	257.077.558	EUR	51,42	NA	NA	Finanz
GROUPE DANONE	687155	1,200	01.01.2007	1,63	42	999.999.974	EUR	197,00	A1	A+	Konsum

Emittent	WKN	Kpn	Fälligkeit	YTM	Premium	Ausstehendes Volumen	Whrg.	Konv.-Preis	Rating Moody's	S&P	Industrie-sektor
HAVAS	292395	1,000	01.01.2004	6,51	4,7	97.435.700	EUR	9,22	NA	NA	TMT
HAVAS		1,000	01.01.2006	8,58	2,23	661.590.958	EUR	21,18	NA	NA	TMT
HAVAS	857417	4,000	01.01.2009	4,33	7,7	450.000.000	EUR	10,54	NA	NA	TMT
HENKEL CORP	191880	2,000	12.06.2003	-14,96	4	76.693.782	EUR	59,69	NA	NA	Anderere
INFINEON TECH HOLDINGS	829917	4,250	06.02.2007	8,48	86	1.000.000.000	EUR	35,43	NA	NA	TMT
INFOGRAMES ENTERTAINMENT	309911	1,000	01.07.2004	40,00	2,04	118.132.352	EUR	16,38	NA	NA	TMT
INFOGRAMES ENTERTAINMENT		1,500	01.07.2005	44,37	332	348.719.163	EUR	37,14	NA	NA	TMT
KAMPS AG	376879	0,000	17.03.2015	5,44	2,90	37.406.000	EUR	91,74	NA	BB /*+	Konsum
KBC INTL FINANCE NV	177145	2,500	10.12.2005	4,25	91	485.727.287	EUR	79,93	A1	NA	Finanz
KONINKLIJKE AHOLD NV	175842	3,000	30.09.2003	4,00	30	678.401.100	EUR	26,80	Baa2	BBB	Konsum
KONINKLIJKE AHOLD NV	118099	4,000	19.05.2005	4,76	52	920.000.000	EUR	31,56	Baa2	BBB	Konsum
LAFARGE SA	687883	1,500	01.01.2006	3,67	35	1.300.000.067	EUR	127,00	NA	BBB	Industrie
METRO INTL FINANCE BV	248600	0,000	09.07.2013	3,19	174	766.937.822	EUR	73,38	NA	NA	Konsum
NV VERENIGD BEZIT VNU	450022	1,750	15.11.2004	4,63	55	250.000.000	EUR	41,88	Baa2	BBB	TMT
OLIVETTI SPA	610750	1,500	01.01.2004	5,35	144	1.267.627.834	EUR	2,60	NA	BBB	TMT
OLIVETTI SPA	776625	1,500	01.01.2010	1,87	7	2.411.121.493	EUR	1,00	Baa2	BBB	TMT
PARMALAT CAP NETHERLAND	230294	1,000	31.12.2005	4,84	34	281.200.000	EUR	3,89	NA	NA	Konsum
PARMALAT NETHERLANDS BV	610246	0,875	30.06.2021	4,56	2,8	350.000.000	EUR	3,87	NA	BBB-	Konsum
PARMALAT SOPARFI SA	855837	6,125	23.05.2032	6,12	51	306.800.000	EUR	4,72	NA	BB	Finanz
PERNOD RICARD SA	844065	2,500	01.01.2008	2,97	24	488.749.999	EUR	107,00	NA	NA	Konsum
PHILIPP HOLZMANN AG	350498	3,250	08.12.2003	298,22	2.297	255.645.941	EUR	127,82	NA	NA	Industrie
PINAULT-PRINTEMPS-REDOUT	309874	1,500	01.01.2003	5,07	78	999.999.792	EUR	209,00	NA	BBB-	Konsum
PINAULT-PRINTEMPS-REDOUT	776557	1,500	01.01.2007	2,43	36	879.987.550	EUR	162,50	NA	BBB-	Konsum
PORTUGAL TELECOM INT FIN	308379	1,500	07.06.2004	4,25	3,8	509.435.000	EUR	10,51	A3	A	Finanz
PORTUGAL TELECOM INT FIN	779035	2,000	06.12.2006	4,27	56	550.000.000	EUR	12,40	A3	A	Finanz
PREUSSAG AG	350798	2,125	17.06.2004	4,86	145	550.000.000	EUR	62,84	NA	NA	Anderere
PUBLICIS GROUP SA	830295	1,000	18.01.2018	3,43	59	690.000.000	EUR	39,15	NA	NA	TMT
RALLYE	230493	3,000	01.01.2003	-35,50	2	331.408.151	EUR	41,32	NA	NA	Konsum
REMY COINTREAU S.A.	609892	3,500	01.04.2006	5,64	40	299.999.969	EUR	43,50	NA	BB	Konsum
ROYAL KPN NV	572330	3,500	24.11.2005	8,94	307	1.500.000.000	EUR	21,42	Ba1	BB+	TMT
ROYAL NUMICO NV	352612	1,500	22.09.2004	7,09	133	690.000.000	EUR	51,20	NA	NA	Konsum
ROYAL NUMICO NV	614428	4,250	26.06.2005	6,82	144	690.000.000	EUR	57,79	NA	NA	Konsum
SANTANDER FINANCE BV	249205	2,000	06.08.2003	4,87	104	300.378.000	EUR	16,53	A1	A	Finanz
SGL CARBON CORP	195200	1,750	30.09.2003	8,79	562	1.360.548	EUR	147,98	NA	NA	Anderere
SGL CARBON AG	723531	3,500	18.09.2005	7,47	285	133.650.000	EUR	89,10	NA	NA	Anderere
SILICON ON INSULATOR TEC	825333	5,500	27.11.2006	12,74	111	115.000.000	EUR	23,80	NA	NA	TMT
SIMCO	193599	3,250	01.01.2006	4,80	10	304.851.840	EUR	78,97	NA	NA	Finanz
SUEZ	294363	0,000	01.01.2004	32,56	45	786.963.168	EUR	35,49	NA	A-	Anderere
SUEZ	131282	4,000	01.01.2006	-4,30	0	214.419.008	EUR	15,85	NA	A-	Anderere
SWISSRE FINANCE BERMUDA	248151	1,250	23.06.2003	3,63	71	419.746.500	EUR	41,97	Aaa	NA	Finanz

Emittent	WKN	Kpn	Fälligkeit	YTM	Premium	Ausstehendes Volumen	Whrg.	Konv.-Preis	Rating Moody's	S&P	Industrie-sektor
TECHNIP-COFLEXIP SA	840626	1,000	01.01.2007	6,13	36	793.499.986	EUR	170,00	NA	A-	Industrie
THALES SA	826880	2,500	01.01.2007	1,74	29	500.000.000	EUR	50,97	A3	A-	Industrie
THOMSON MULTIMEDIA	559392	1,000	01.01.2006	6,50	213	812.115.228	EUR	72,67	NA	NA	Konsum
UBI SOFT ENTERTAINMENT	825103	2,500	30.11.2006	13,96	53	149.625.000	EUR	47,50	NA	NA	Konsum
USINOR	452505	3,875	01.01.2005	2,16	50	6.345.524	EUR	19,87	NA	BBB	Anderere
USINOR	269274	3,000	01.01.2006	0,79	9	26.145.426	EUR	12,81	Baa2	NA	Anderere
VERSATEL TELECOM NV	450315	4,000	17.12.2004	119,78	3.008	225.000.000	EUR	43,40	Ca	D	TMT
VERSATEL TELECOM NV	4,000	30.03.2005	100,66	4.349	360.000.000	EUR	60,76	Ca	D	TMT	
VINCI	700113	1,000	01.01.2007	4,88	37	517.500.000	EUR	90,00	NA	NA	Industrie
VINCI	855821	2,000	01.01.2018	4,03	35	500.000.000	EUR	90,00	NA	BBB+	Industrie
VIVENDI UNIVERSAL	278795	1,250	01.01.2004	11,33	311	1.500.000.018	EUR	92,55	Baa3	BBB	Konsum
VNU NV	649595	1,750	18.05.2006	5,41	84	1.150.000.000	EUR	59,50	Baa1	BBB+	TMT
VODAFONE FINANCE BV	352550	1,000	13.10.2004	6,92	-2	6.455.000	EUR	209,76	A2	A	TMT
VOLKSWAGEN INTL FIN NV	193500	1,750	15.07.2003		1.527	51.129.188	EUR	786,12	A1	NA	Konsum
WOLTERS KLUWER N.V	1,000	30.11.2006	3,30	53	700.000.000	EUR	31,00	A3	A-	A-	TMT

Übersicht Wandelanleihen (nach Prämie sortiert).

Emittent	WKN	Kpn	Fälligkeit	YTM	Premium	Ausstehendes Volumen	Whrg.	Konv.-Preis	Rating Moody's	S&P	Industrie-sektor
Discount Bereich											
VODAFONE FINANCE BV	352550	1,000	13.10.2004	6,92	-2	6.455.000	EUR	209,76	A2	A	TMT
SUEZ	131282	4,000	01.01.2006	-4,30	0	214.419.008	EUR	15,85	NA	A-	Andere
Equity Bereich											
RALLYE	230493	3,000	01.01.2003	-35,50	2	331.408.151	EUR	41,32	NA	NA	Konsum
HENKEL CORP	191880	2,000	12.06.2003	-14,96	4	76.693.782	EUR	59,69	NA	NA	Andere
OLIVETTI SPA	776625	1,500	01.01.2010	1,87	7	2.411.121.493	EUR	1,00	Baa2	BBB	TMT
USINOR	269274	3,000	01.01.2006	0,79	9	26.145.426	EUR	12,81	Baa2	NA	Andere
SIMCO	193599	3,250	01.01.2006	4,80	10	304.851.840	EUR	78,97	NA	NA	Finanz
BOUYGUES SA	291848	1,700	01.01.2006	-2,55	12	427.536.979	EUR	25,78	NA	A-	Industrie
GRUPE BRUXELLES LAMBERT	248330	2,500	09.07.2003	-11,45	14	257.077.558	EUR	51,42	NA	NA	Finanz
DAIMLER-CHRYSLER LUX CAP	132950	4,125	05.07.2003	-4,40	23	613.550.257	EUR	49,61	A3	NA	Finanz
PERNOD RICARD SA	844065	2,500	01.01.2008	2,97	24	488.749.999	EUR	107,00	NA	NA	Konsum
COMPAGNIE DE ST GOBAIN	845107	2,625	01.01.2007	2,40	25	920.000.000	EUR	210,00	A2	A-	Industrie
CORUS GROUP PLC	191386	4,625	22.04.2007	3,59	26	156.554.100	EUR	1,57	NA	NA	Industrie
PARMALAT NETHERLANDS BV	610246	0,875	30.06.2021	4,56	28	350.000.000	EUR	3,87	NA	BBB-	Konsum
THALES SA	826880	2,500	01.01.2007	1,74	29	500.000.000	EUR	50,97	A3	A-	Industrie
KONINKLIJKE AHOLD NV	175842	3,000	30.09.2003	4,00	30	678.401.100	EUR	26,80	Baa2	BBB	Konsum
Hybrid Bereich											
BANCA POPOLARE DI LODI	248964	4,375	01.07.2003	3,65	31	159.646.132	EUR	13,12	NA	NA	Finanz
ESPIRITO SANTO FIN GROUP	856622	3,470	07.02.2007	4,96	32	110.000.000	EUR	22,89	A2	BBB+	Finanz
ESPIRITO SANTO FIN GROUP	775805	4,750	13.11.2006	4,74	33	200.000.000	EUR	21,69	A2	BBB+	Finanz
CSM NV	314670	1,500	27.07.2004	4,38	34	110.000.000	EUR	31,03	NA	NA	Konsum
PARMALAT CAP NETHERLAND	230294	1,000	31.12.2005	4,84	34	281.200.000	EUR	3,89	NA	NA	Konsum
VINCI	855821	2,000	01.01.2018	4,03	35	500.000.000	EUR	90,00	NA	BBB+	Industrie
LAFARGE SA	687883	1,500	01.01.2006	3,67	35	1.300.000.067	EUR	127,00	NA	BBB	Industrie
ARCELOR	857659	3,000	27.06.2017	3,16	36	750.000.000	EUR	19,25	NA	NA	Andere
PINAULT-PRINTEMPS-REDOUT	776557	1,500	01.01.2007	2,43	36	879.987.550	EUR	162,50	NA	BBB-	Konsum
TECHNIP-COFLEXIP SA	840626	1,000	01.01.2007	6,13	36	793.499.986	EUR	170,00	NA	A-	Industrie
VINCI	700113	1,000	01.01.2007	4,88	37	517.500.000	EUR	90,00	NA	NA	Industrie
PORTUGAL TELECOM INT FIN	308379	1,500	07.06.2004	4,25	38	509.435.000	EUR	10,51	A3	A	Finanz
AUTOGRILL FINANCE SPA	309008	0,000	16.06.2014	2,03	39	471.055.000	EUR	19,25	NA	NA	Finanz
REMY COINTREAU S.A.	609892	3,500	01.04.2006	5,64	40	299.999.969	EUR	43,50	NA	BB	Konsum
DEUTSCHE LUFTHANSA AG	795560	1,250	04.01.2012	1,68	40	750.000.000	EUR	20,16	NA	NA	Konsum
GRUPE DANONE	687155	1,200	01.01.2007	1,63	42	999.999.974	EUR	197,00	A1	A+	Konsum
CONTINENTAL AG	352650	2,000	25.10.2004	4,90	44	250.000.000	EUR	25,75	NA	NA	Konsum

Emittent	WKN	Kpn	Fälligkeit	YTM	Premium	Ausstehendes Volumen	Whrg.	Konv.-Preis	Rating Moody's	S&P	Industrie-sektor
SUEZ	294363	0,000	01.01.2004	32,56	45	786.963.168	EUR	35,49	NA	A-	Andere
HAVAS	292395	1,000	01.01.2004	6,51	47	97.435.700	EUR	9,22	NA	NA	TMT
FORTIS (NL) NV	176338	2,625	06.11.2003	4,17	48	680.670.000	EUR	31,51	NA	NA	Finanz
USINOR	452505	3,875	01.01.2005	2,16	50	6.345.524	EUR	19,87	NA	BBB	Andere
PARMALAT SOPARFI SA	855837	6,125	23.05.2032	6,12	51	306.800.000	EUR	4,72	NA	BB	Finanz
KONINKLIJKE AHOLD NV	118099	4,000	19.05.2005	4,76	52	920.000.000	EUR	31,56	Baa2	BBB	Konsum
FINAXA	248954	3,000	01.01.2007	2,14	53	1.047.179.172	EUR	20,75	NA	NA	Finanz
WOLTERS KLUWER N.V	1,000	30.11.2006	3,30	53	700.000.000	EUR	31,00	A3	A-	A-	TMT
UBI SOFT ENTERTAINMENT	825103	2,500	30.11.2006	13,96	53	149.625.000	EUR	47,50	NA	NA	Konsum
CLUB MEDITERRANEE S.A.	855644	3,000	01.11.2008	8,43	54	139.474.545	EUR	58,00	NA	NA	Konsum
NV VERENIGD BEZIT VNU	450022	1,750	15.11.2004	4,63	55	250.000.000	EUR	41,88	Baa2	BBB	TMT
CARREFOUR SA	353907	2,500	01.01.2004	5,14	56	466.671.000	EUR	83,33	NA	NA	Konsum
BANCA POPOLARE DI LODI	107260	4,750	01.06.2010	5,32	56	299.954.030	EUR	16,31	NA	NA	Finanz
PORTUGAL TELECOM INT FIN	779035	2,000	06.12.2006	4,27	56	550.000.000	EUR	12,40	A3	A	Finanz
BCP FINANCE BANK LTD	685548	4,750	20.06.2011	5,77	57	425.000.000	EUR	6,03	A2	BBB+	Finanz
PUBLICIS GROUP SA	830295	1,000	18.01.2018	3,43	59	690.000.000	EUR	39,15	NA	NA	TMT
SWISSRE FINANCE BERMUDA	248151	1,250	23.06.2003	3,63	71	419.746.500	EUR	41,97	Aaa	NA	Finanz
HAVAS	857417	4,000	01.01.2009	4,33	77	450.000.000	EUR	10,54	NA	NA	TMT
PINAULT-PRINTEMPS-REDOUT	309874	1,500	01.01.2003	5,07	78	999.999.792	EUR	209,00	NA	BBB-	Konsum
VNU NV	649595	1,750	18.05.2006	5,41	84	1.150.000.000	EUR	59,50	Baa1	BBB+	TMT
INFINEON TECH HOLDINGS	829917	4,250	06.02.2007	8,48	86	1.000.000.000	EUR	35,43	NA	NA	TMT
FORTIS (NL) NV	314183	1,500	29.07.2004	4,91	90	575.250.000	EUR	38,35	Aa3	NA	Finanz
KBC INTL FINANCE NV	177145	2,500	10.12.2005	4,25	91	485.727.287	EUR	79,93	A1	NA	Finanz
ATOS ORIGIN	314543	1,000	01.10.2004	6,81	92	172.499.995	EUR	119,75	NA	NA	Technology
Bond Bereich											
ELIOR	685551	1,000	08.06.2007	7,20	101	150.000.000	EUR	16,83	NA	NA	Konsum
SANTANDER FINANCE BV	249205	2,000	06.08.2003	4,87	104	300.378.000	EUR	16,53	A1	A	Finanz
BANCA POPOLARE DI MILANO	248576	2,500	15.04.2008	6,42	104	232.707.882	EUR	8,84	A3 /-	BBB+	Finanz
BANCO SANTANDER CENT-HIS	249310	2,000	01.10.2003	4,74	105	20.741.500	EUR	16,53	NA	A	Finanz
DRAKA HOLDING NV	852433	5,000	15.04.2007	7,83	107	143.750.000	EUR	54,60	NA	NA	Industrie
SILICON ON INSULATOR TEC	825333	5,500	27.11.2006	12,74	111	115.000.000	EUR	23,80	NA	NA	TMT
AXA	291971	2,500	01.01.2014	6,19	116	1.517.978.385	EUR	40,84	A2	A-	Finanz
ROYAL NUMICO NV	352612	1,500	22.09.2004	7,09	133	690.000.000	EUR	51,20	NA	NA	Konsum
CIE GENERAL D'INDUST PAR	856254	3,750	27.05.2005	-14,83	137	375.200.000	EUR	56,00	NA	NA	Industrie
ACCOR	855962	1,000	01.01.2007		138	570.000.000	EUR	55,63	NA	NA	Konsum
OLIVETTI SPA	610750	1,500	01.01.2004	5,35	144	1.267.627.834	EUR	2,60	NA	BBB	TMT
ROYAL NUMICO NV	614428	4,250	26.06.2005	6,82	144	690.000.000	EUR	57,79	NA	NA	Konsum
PREUSSAG AG	350798	2,125	17.06.2004	4,86	145	550.000.000	EUR	62,84	NA	NA	Andere

Emittent	WKN	Kpn	Fälligkeit	YTM	Premium	Ausstehendes Volumen	Whrg.	Konv.- Preis	Rating Moody's	S&P	Industrie- sektor
Junk Bereich											
ALTRAN TECHNOLOGIES SA	505863	3,500	01.01.2005	8,92	152	448.497.660	EUR	86,67	NA	NA	Industrie
FINMECCANICA SPA	246719	2,000	08.06.2005	5,29	153	765.000.000	EUR	1,88	Baa2	NA	Industrie
AXA-UAP	452476	3,750	01.01.2017	6,88	159	1.098.831.127	EUR	40,97	A2	A-	Finanz
METRO INTL FINANCE BV	248600	0,000	09.07.2013	3,19	174	766.937.822	EUR	73,38	NA	NA	Konsum
INFOGRAMES ENTERTAINMENT	309911	1,000	01.07.2004	40,00	204	118.132.352	EUR	16,38	NA	NA	TMT
THOMSON MULTIMEDIA	559392	1,000	01.01.2006	6,50	213	812.115.228	EUR	72,67	NA	NA	Konsum
HAVAS	1,000	1,000	01.01.2006	8,58	223	661.590.958	EUR	21,18	NA	NA	TMT
SGL CARBON AG	723531	3,500	18.09.2005	7,47	285	133.650.000	EUR	89,10	NA	NA	Andere
KAMPS AG	376879	0,000	17.03.2015	5,44	290	37.406.000	EUR	91,74	NA	BB /*+	Konsum
ROYAL KPN NV	572330	3,500	24.11.2005	8,94	307	1.500.000.000	EUR	21,42	Ba1	BB+	TMT
VIVENDI UNIVERSAL	278795	1,250	01.01.2004	11,33	311	1.500.000.018	EUR	92,55	Baa3	BBB	Konsum
INFOGRAMES ENTERTAINMENT	1,500	1,500	01.07.2005	44,37	332	348.719.163	EUR	37,14	NA	NA	TMT
FRANCE TELECOM	825123	4,000	29.11.2005	9,16	480	3.492.000.000	EUR	72,00	Baa3	BBB /*-	TMT
AUGUSTA TECHNOLOGIE AG	370599	4,000	15.02.2005	14,05	506	75.000.000	EUR	42,30	NA	NA	Industrie
SGL CARBON CORP	195200	1,750	30.09.2003	8,79	562	1.360.548	EUR	147,98	NA	NA	Andere
GOLD-ZACK AG	768683	7,000	14.12.2005	109,33	572	112.500.000	EUR	14,40	NA	NA	Finanz
FRANCE TELECOM	269271	2,000	01.01.2004	10,97	583	2.030.961.327	EUR	80,01	Baa3	BBB /*-	TMT
GETRONICS NV	296712	0,250	21.04.2004	18,84	587	201.153.000	EUR	14,53	NA	NA	TMT
BULL	109856	2,250	01.01.2005	101,50	757	181.000.000	EUR	15,75	NA	NA	Technology
GETRONICS NV	107451	0,250	22.03.2005	18,36	1.451	353.533.000	EUR	36,98	Ba1	BB-	TMT
VOLKSWAGEN INTL FIN NV	193500	1,750	15.07.2003	1,527	1.527	51.129.188	EUR	786,12	A1	NA	Konsum
PHILIPP HOLZMANN AG	350498	3,250	08.12.2003	298,22	2.297	255.645.941	EUR	127,82	NA	NA	Industrie
VERSATEL TELECOM NV	450315	4,000	17.12.2004	119,78	3.008	225.000.000	EUR	43,40	Ca	D	TMT
VERSATEL TELECOM NV	4,000	4,000	30.03.2005	100,66	4.349	360.000.000	EUR	60,76	Ca	D	TMT
EM TV MERCHANDISING	368284	4,000	16.02.2005	41,57	5.016	400.000.000	EUR	106,39	NA	NA	TMT
FUCHS PETROLUB AG	350406	4,130	10.12.2002			51.129.188	EUR	127,82	NA	NA	Andere

Übersicht Umtauschanleihen.

Emittent	Aktie	WKN	Kpn	Fälligkeit	YTM	Premium	Ausstehendes Volumen	Whrg.	Konv.-Preis	Rating Moody's	S&P
ALLIANZ FINANCE BV	Deutsche Bank AG	197280	3,000	04.02.2003	-7,49	12	1.022.583.762	EUR	71,85	Aaa	NA
ALLIANZ FINANCE BV	Siemens AG	452540	2,000	23.03.2005	4,29	144	1.700.000.000	EUR	149,64	Aaa	NA
ALLIANZ FINANCE II B.V.	RWE AG	825371	1,250	20.12.2006	3,04	21	1.075.000.000	EUR	50,16	Aaa	AA+
ARTEMIS OBLIGATIONS SA	Pinault-Printemps-Redoute	291992	1,500	22.02.2005	7,50	81	457.400.000	EUR	228,70	NA	NA
ARTEMIS CONSEIL	Pinault-Printemps-Redoute	649338	1,500	16.05.2007	8,69	85	1.200.000.000	EUR	252,00	NA	NA
AVENTIS SA	Rhodia SA	353391	3,250	22.10.2003	7,67	172	1.049.814.792	EUR	23,22	A1	NA
BELGELEC FINANCE SA	TotalFinatElf SA	313396	1,500	04.08.2004	-1,25	15	1.266.000.000	EUR	167,64	NA	NA
BET.VERW.NORDRHEIN-WEST	Deutsche Lufthansa AG	350398	2,125	03.12.2002	1,81	39	129.280.152	EUR	19,15	NA	NA
CARLTON TMT	Thomson Multimedia SA	825687	2,250	04.01.2007	3,74	78	638.600.000	EUR	41,20	NA	BBB-
DEUTSCHE BANK FINANCE NV	Allianz AG	269455	2,000	22.12.2003	4,13	94	1.800.000.000	EUR	375,52	Aa3	AA-
DEUTSCHE LUFTHANSA AG	Amadeus Global Travel Distribu	679102	2,250	25.07.2006	3,46	57	250.000.000	EUR	10,41	NA	NA
DUESSELDORF STADTWERKE	RWE AG	350490	2,500	25.08.2003	5,13	70	251.003.410	EUR	69,00	NA	NA
EDIZIONE FINANCE S.A.	Benetton Group SpA	248336	2,000	08.07.2003	4,43	118	309.874.139	EUR	27,63	NA	NA
ERGO INTERNATIONAL AG	Aventis SA	801049	0,750	14.09.2006	2,29	37	345.000.000	EUR	98,50	NA	AA+
ERGO INTERNATIONAL AG	E.ON AG	801048	2,250	14.09.2006	3,15	27	345.000.000	EUR	75,00	NA	AA+
FINANCIERE AGACHE	LVMH Moet Hennessy Louis Vuit	297997	0,000	23.04.2004	2,06	17	499.999.730	EUR	52,73	NA	NA
FINANCIERE AGACHE	LVMH Moet Hennessy Louis Vuit	854409	0,000	13.05.2006	4,25	34	1.000.000.000	EUR	67,82	NA	NA
FINAXA	AXA	248954	3,000	01.01.2007	2,14	53	1.047.179.172	EUR	20,75	NA	NA
FONDIARIA NEDERLAND BV	Assicurazioni Generali SpA	648553	1,125	20.04.2004	3,57	87	189.019.000	EUR	43,96	NA	BBB+ /*
FONDIARIA NEDERLAND BV	Banca di Roma SpA	648551	1,125	20.04.2004	4,07	216	276.835.000	EUR	6,17	NA	BBB+ /*
FONDIARIA NEDERLAND BV	Banca Monte dei Paschi di Sien	648552	0,875	20.04.2004	2,61	43	231.042.000	EUR	4,50	NA	BBB+ /*
FRANCE TELECOM	Orange SA	610854	2,500	16.02.2003	10,84	161	3.081.655.000	EUR	12,70	Baa3	BBB /*-
FRANCE TELECOM	STMicroelectronics NV	826811	1,000	17.12.2004	7,60	83	1.523.000.000	EUR	50,77	Baa3	BBB /*-
FRANCE TELECOM	Vodafone-Panafon SA	354248	4,125	29.11.2004	7,69	145	622.700.000	EUR	14,29	Baa3	NA
FRANZ HANIEL & CIE GMBH	Gehe AG	601968	2,750	14.12.2004	0,59	26	250.000.000	EUR	50,91	A3	A-
HELLENIC EXCH FIN SCA	Hellenic TeleTMT Or	694988	2,000	02.08.2005	2,95	24	1.000.000.000	EUR	18,57	A2	A
HELLENIC FINANCE	Hellenic Petroleum SA	506383	2,000	28.07.2004	4,82	160	375.000.000	EUR	14,95	A2	A
HELLENIC FINANCE 2	Hellenic TeleTMT Or	506382	2,000	28.07.2004	4,83	112	481.000.000	EUR	32,13	A2	A
HELLENIC FINANCE SCA	National Bank of Greece SA	309260	2,000	15.07.2003	4,54	199	895.590.000	EUR	61,51	A2	A
IBERDROLA INTL BV	Repsol YPF SA	826457	0,000	28.12.2004	3,21	83	740.000.000	EUR	21,93	A1	NA
LAGARDERE S.C.A.	T-Online International	858139	2,500	01.07.2005	3,12	64	767.584.000	EUR	12,75	NA	NA
MEDIOBANCA INTL LTD C.I.	Ciments Francais	720972	2,000	18.09.2006	3,46	25	213.651.000	EUR	59,94	NA	NA
MEDIOBANCA INTL LTD C.I.	IntesaBci SpA	687880	2,000	28.06.2006	2,77	60	589.288.000	EUR	4,88	NA	NA
MEDIOBANCA INTL LTD C.I.	UniCredito Italiano SpA	269341	1,500	18.12.2003	0,81	23	312.570.044	EUR	5,43	NA	NA
MUNICH RE	Allianz AG	245254	1,000	09.06.2005	4,68	165	1.150.000.000	EUR	509,44	NA	AAA
OLIVETTI FINANCE NV	Telecom Italia SpA	559122	1,000	03.11.2005	4,36	95	2.000.000.000	EUR	15,22	Baa2	BBB
RALLYE	Casino Guichard Perrachon	230705	4,500	01.01.2005	-13,29	6	315.538.760	EUR	50,82	NA	NA
RALLYE	Casino Guichard Perrachon	607772	3,250	30.06.2006	13,59	18	460.000.000	EUR	133,39	NA	NA

Emittent	Aktie	WKN	Kpn	Fälligkeit	YTM	Premium	Ausstehendes Volumen	Whrg.	Konv.-Preis	Rating Moody's	Rating S&P
SAINTERNATIONAL	Assicurazioni Generali SpA	687181	1,000	28.06.2004	5,91	71	192.705.000	EUR	42,31	NA	BBB+ /*-
SAINTERNATIONAL	Banca di Roma SpA	687199	1,000	28.06.2004	5,87	170	54.078.000	EUR	5,46	NA	BBB+ /*-
SAINTERNATIONAL	IntesaBci SpA	687055	1,500	28.06.2004	5,14	71	218.678.000	EUR	5,36	NA	BBB+ /*-
SIEMENS NEDERLAND NV	Infineon Technologies AG	614840	1,000	10.08.2005	5,08	479	2.500.000.000	EUR	100,00	Aa3	AA-
SOCERIM	TIM SPA	610240	1,000	15.03.2006	4,73	185	2.500.000.000	EUR	11,00	Baa1	BBB+
SUEZ	AXA	294363	0,000	01.01.2004	32,56	45	786.963.168	EUR	35,49	NA	A-
SUEZ	Fortis	614272	2,875	12.01.2004	4,07	64	975.408.000	EUR	34,84	NA	A-
SUEZ	Umicore	572959	2,500	14.01.2005	-0,06	10	246.601.000	EUR	44,95	NA	A-
SUEZ	Vinci SA	649286	1,000	22.11.2003	-15,96	54	230.580.000	EUR	76,86	NA	A-
SWISS LIFE FINANCE LTD	Unilever NV	231174	2,000	20.05.2003	4,19	52	300.000.000	EUR	100,19	NA	NA
SWISSRE FINANCE BERMUDA	ING Groep NV	248151	1,250	23.06.2003	3,63	71	419.746.500	EUR	40,50	Aaa	NA
TALANX AG	Hannover Rueckversicherungs AG	603617	3,375	20.12.2005	4,97	48	175.000.000	EUR	117,92	NA	A-
VINCI OBLIGATION	Societe Generale	248639	1,500	24.07.2003	0,00	0	425.117.501	EUR	58,12	NA	NA
VIVENDI ENVIRONNEMENT	Vivendi Universal SA	304102	1,500	01.01.2005	6,18	329	1.444.771.731	EUR	88,94	A3 /*-	BBB
VIVENDI UNIVERSAL	Vinci SA	610466	1,000	01.03.2006	-2,77	50	527.426.058	EUR	77,35	Baa3	BBB
VIVENDI UNIVERSAL	Vivendi Environnement	610736	2,000	08.03.2006	-10,93	234	1.809.000.000	EUR	55,19	Baa3	BBB

Moody's Rating Definitionen.

- Aaa** Anleihen, die als Aaa eingestuft sind, werden als von höchster Qualität bewertet. Sie bergen das geringste Anlagerisiko in sich und werden allgemein als „gilt-edged“ bezeichnet. Die Zinszahlungen sind durch eine große oder ungewöhnlich stabile Sicherheitsmarge gewährleistet und das Kapital ist ungefährdet. Obwohl sich die verschiedenen Sicherungselemente durchaus ändern können, werden ihre Änderungen - sofern vorhersehbar - höchstwahrscheinlich nicht die fundamental starke Stellung solcher Emissionen beeinträchtigen.
- Aa** Anleihen, die als Aa eingestuft sind, werden in jeder Hinsicht als von hoher Qualität bewertet. Zusammen mit solchen der Aaa-Kategorie sind sie allgemein als Anleihen von hohem Qualitätsgrad („high-grade-bonds“) bekannt. Sie sind niedriger als die bestbewerteten Anleihen eingestuft, da die Sicherheitsmarge geringer sein kann als bei Aaa-Wertpapieren oder die Veränderungen der Sicherungselemente höher ausfallen können oder aufgrund von anderen Faktoren, die das langfristige Risiko etwas größer erscheinen lassen als bei Aaa-Wertpapieren.
- A** Anleihen, die als A eingestuft sind, weisen viele günstige Anlagemerkmale auf und werden als Schuldverschreibungen von gehobenem mittleren Qualitätsgrad („upper-medium-grade“) angesehen. Die Zins- und Kapitalrückzahlung sichernden Faktoren werden als angemessen betrachtet, gleichwohl können Elemente vorhanden sein, die eine Anfälligkeit für Beeinträchtigungen in der Zukunft vermuten lassen.
- Baa** Anleihen, die als Baa eingestuft sind, werden als Schuldverschreibungen mittlerer Qualität betrachtet (d. h. sie sind weder stark noch schwach gesichert). Die Sicherheit von Zins- und Kapitalrückzahlungen erscheint als gegenwärtig angemessen, jedoch können bestimmte Sicherungselemente fehlen oder langfristig typischerweise unsicher sein. Solche Anleihen lassen überragende Investment-Qualität vermissen und bergen bereits spekulative Elemente in sich.
- Ba** Anleihen, die als Ba eingestuft sind, zeigen spekulative Elemente; ihre Aussichten können nicht als gut gesichert angesehen werden. Die Sicherung des Kapitaldienstes kann häufig sehr moderat ausfallen und deshalb weder unter guten noch unter schlechten künftigen Bedingungen gut gewährleistet sein. Solche Anleihen sind durch die Ungewißheit ihres Status gekennzeichnet.
- B** Anleihen, die als B eingestuft sind, besitzen in der Regel nicht die Merkmale einer erstrebenswerten Anlage. Die Sicherheit des Kapitaldienstes oder der Einhaltung anderer Anleihebedingungen kann gering sein.
- Caa** Anleihen dieser Kategorie sind von geringem Standing. Solche Emissionen können bereits in Verzug sein oder der Kapitaldienst ist gefährdet.
- Ca** Anleihen dieser Kategorie sind hochspekulative Titel. Sie sind häufig notleidend oder anderweitig belastet.
- C** Anleihen dieser Kategorie sind von geringster Qualität und dürften kaum Anlagewürdigkeit erlangen können.

Redaktion: Landesbank Baden-Württemberg
Bond Research
Armin Weißenegger
Am Hauptbahnhof 2
70173 Stuttgart
Telefon (0711) 1 27-74 41

Drucklegung 01. Juli 2002

Diese Publikation beruht auf von uns nicht überprüfbaren, allgemein zugänglichen Quellen, die wir für zuverlässig halten, für deren Richtigkeit und Vollständigkeit wir jedoch keine Gewähr übernehmen können. Sie gibt unsere unverbindliche Auffassung über den Markt und die Produkte zum Zeitpunkt des Redaktionsschlusses wieder, ungeachtet etwaiger Eigenbestände in diesen Produkten.

Diese Publikation ersetzt nicht die persönliche Beratung. Sie dient nur zu Informationszwecken und gilt nicht als Angebot oder Aufforderung zum Kauf oder Verkauf. Für weitere zeitnähere Informationen über konkrete Anlagemöglichkeiten und zum Zwecke einer individuellen Anlageberatung wenden Sie sich bitte an Ihren Anlageberater.

Impressum.

Leitung Bond Research/Economics:

Gernot Griebling
Euroland, Deutschland, Strategie
++49 / (0)7 11/1 27 - 74 40
gernot.griebling@LBBW.de

Bond Markets / Economics:

Dr. Mohamed El Morsalani
Handelsnahe Strategien, quantitative
Analysen
++49 / (0)7 11/1 27 - 51 07
mohamed.el-morsalani@LBBW.de

Martin Güth
Zinsderivate, quantitative Analyse,
Großbritannien, Schweiz, Skandinavien
++49 / (0)7 11/1 27 - 96 03
martin.gueth@LBBW.de

Matthias Krieger
Japan, Euro-Auslandsanleihen,
Lateinamerika, Südafrika
++49 / (0)7 11/1 27 - 30 36
matthias.krieger@LBBW.de

Dr. Bac Van Luu
Osteuropa, quantitative Analysen
++49 / (0)7 11/1 27 - 61 36
bac-van.luu@LBBW.de

Dr. Jens-Oliver Niklasch
Euroland, EZB
++49 / (0)7 11/1 27 - 63 71
jens-oliver.niklasch@LBBW.de

Ulrike Scheef
Handelsnahe Strategien
++49 / (0)7 11/1 27 - 46 47
ulrike.scheef@LBBW.de

Ralf Umlauf
USA, Kanada, Australien, Rohstoffe
++49 / (0)7 11/1 27 - 63 69
ralf.umlaufl@LBBW.de

Credit Spreads and Products:

Uwe Burkert
Corporate Bonds, Credit Spreads, Strategie,
Financials
++49 / (0)7 11/1 27 - 34 62
uwe.burkert@LBBW.de

Ralf Burmeister
Pfandbriefe, Regionalanleihen, Genussscheine,
Agencies
++49 / (0)7 11/1 27 - 89 51
ralf.burmeister@LBBW.de

Bettina Deuscher
Tabak, Retail, Konsumgüter, Bau
++49 / (0)7 11/1 27 - 31 05
bettina.deuscher@LBBW.de

Bernhard Jeggler
Auto, Maschinenbau
++49 / (0)7 11/1 27 - 89 52
bernhard.jeggler@LBBW.de

Holger Kammel
Markttechnik, Strategie, Chemie, Pharma
++49 / (0)7 11/1 27 - 47 90
holger.kammel@LBBW.de

Dr. Stephan Molt
Telekom, Airlines, Kreditderivate
++49 / (0)7 11/1 27 - 69 63
stephan.molt@LBBW.de

Rolf Schäffer
Versorger, Elektro, Transport
++49 / (0)7 11 / 1 27 - 65 80
rolf.schaeffer@LBBW.de

Armin Weißenegger
Länder-, Regional- und Wandelanleihen,
Agencies
++49 / (0)7 11 / 1 27 - 74 41
armin.weissenegger@LBBW.de

Publikationen und Layout:

Waltraud Elling
++49 / (0)7 11/1 27 - 62 35
waltraud.elling@LBBW.de

Bettina Klein
++49 / (0)7 11/1 27 - 35 47
bettina.klein@LBBW.de

Landesbank Baden-Württemberg

Hauptsitze

Stuttgart

Postfach 10 60 49
70049 Stuttgart
Am Hauptbahnhof 2
70173 Stuttgart
Telefon (07 11) 1 27-0
Telex 72519-0
Telefax (07 11) 1 27-32 78
<http://www.LBBW.de>
kontakt@LBBW.de

Karlsruhe

76245 Karlsruhe
Schloßplatz 10/12
76131 Karlsruhe
Telefon (07 21) 1 50-0
Telex 7826935
Telefax (07 21) 1 50-30 12
<http://www.LBBW.de>
kontakt@LBBW.de

Mannheim

Postfach 10 03 52
68003 Mannheim
Augustaanlage 33
68165 Mannheim
Telefon (06 21) 4 28-0
Telefax (06 21) 4 28-25 91
<http://www.LBBW.de>
kontakt@LBBW.de