

Zu welchem Preis hilft der Bund der UBS?

Stark gesunkener Wert der Pflichtwandelanleihe

Von Manuel Ammann, Ralf Seiz und David Oesch*

Die UBS hat mit der Eidgenossenschaft eine Pflichtwandelanleihe vereinbart, um ihre Eigenkapitalbasis zu stärken. Gemessen am Preis der Aktie bei der Ankündigung des Stabilisierungspakets konnte der Bund die Anleihe mit einem Abschlag auf den theoretischen Wert erwerben. Mittlerweile ist der Wert der Pflichtwandelanleihe aber stark gesunken.

Mitte Oktober hat die UBS bekanntgemacht, dass sie mit Hilfe einer Pflichtwandelanleihe, die bei der Schweizerischen Eidgenossenschaft als alleiniger Investorin placiert wird, 6 Mrd. Fr. an neuem Kapital beschafft. Pflichtwandelanleihen sind Anleihen, die in der Regel einen gegenüber der Dividende erhöhten Coupon zahlen und bis ans Ende der Laufzeit in Aktien des Unternehmens gewandelt werden müssen. Die Anzahl Aktien, die ein Investor durch die Pflichtwandelung erhält, ist variabel und hängt vom Aktienpreis bei der Fälligkeit ab. Im Gegensatz zu gewöhnlichen Wandelanleihen, die ein Wandelrecht, aber keine Wandelpflicht umfassen, bieten Pflichtwandelanleihen praktisch keinen Schutz gegenüber Kursverlusten der zugrundeliegenden Aktien. Juristisch gesehen als Anleihen ausgestaltet, sind Pflichtwandelanleihen aus ökonomischer Sicht als Aktien einzustufen und können deshalb dem Eigenkapital der Bank zugerechnet werden.

Nicht nur der Coupon zählt

Während der gesamten Laufzeit von zweieinhalb Jahren zahlt die UBS-Pflichtwandelanleihe einen jährlichen Coupon von 12,5% auf den Nominalwert. Auf den ersten Blick mag diese relativ hohe Couponzahlung mit einem erhöhten Kreditrisiko des Schuldners in Verbindung gebracht werden. Da jedoch die einzige Komponente einer Pflichtwandelanleihe, die dem Kreditrisiko unterliegt, die Couponzahlung selber ist und diese im Verhältnis zum Nominalwert klein ist, hat das Kreditrisiko der Unternehmung kaum Einfluss auf den Wert der Pflichtwandelanleihe. Über die Höhe des Coupons werden vielmehr allfällige Nachteile im Auszahlungsprofil ausgeglichen (vgl. Grafik).

Spätestens nach zweieinhalb Jahren wird die Pflichtwandelanleihe fällig und muss in UBS-Aktien umgewandelt werden. In wie viel Aktien die Anleihe umgetauscht wird, hängt dabei vom Aktienkurs am Tag der Wandlung ab. Es besteht zudem die Möglichkeit, die Pflichtwandelanleihe vor ihrer Fälligkeit in UBS-Aktien umzutauschen. Verlangt der Bund eine vorzeitige Wandlung, wird der Umwandlungspreis gleich wie im Fall einer Umwandlung bei Fälligkeit bestimmt. Verlangt hingegen die UBS eine vorzeitige Wandlung, gilt automatisch der maximale Wandlungspreis.

In einer Fachpublikation haben wir gezeigt, wie Pflichtwandelanleihen bewertet werden können, und wir haben erstmals die tatsächliche Bewertung und die Absicherung von solchen Produkten am US-Markt untersucht. Anhand dieses Modells kann auch der Wert der UBS-Pflichtwandelanleihe für den Bund bestimmt werden. Das Bewertungsmodell ergibt einen Modell-Preis von 119% des Nominalwerts für den Zeitpunkt bei der Ankündigung am 15. Oktober 2008. Der Bund konnte somit die Pflichtwandelanleihe, die

einen theoretischen Wert von etwa 119% besass, für einen Preis von 100% übernehmen. In dieser Bewertung sind alle Kontraktsspezifikationen gemäss öffentlich verfügbaren Konditionen enthalten, also auch der Coupon von 12,5%.

Kurssturz als Nachteil für den Staat

Es handelt sich dabei allerdings um eine momentane Bewertung, die sich durch Veränderungen des UBS-Aktienkurses jederzeit ändert. Bewertet man die UBS-Pflichtwandelanleihe zum Schlusskurs vom gestrigen Donnerstag (Aktienkurs von Fr. 11.30), dann ist das Instrument noch 86% wert. Mit Blick auf die Zukunft – etwa auf den Zeitpunkt der anstehenden ausserordentlichen Generalversammlung – zeigt sich, dass sich der «faire Wert» von 100% etwa bei einem Aktienpreis von Fr. 14.– einstellt.

Zum Zeitpunkt der Ankündigung hat der Bund die UBS-Pflichtwandelanleihe mit einem Abschlag auf den damaligen theoretischen Wert erworben – was mithin zulasten der bisherigen Aktionäre ging. Bei staatlichen Rettungsaktionen ist ein solcher Abschlag üblich. Man könnte sogar argumentieren, dass der Abschlag vergleichsweise gering ausgefallen ist. Aufgrund der hohen Volatilität der UBS-Aktien ist der Wert der Pflichtwandelanleihe aber grossen kurzfristigen Änderungen unterworfen. Die Pflichtwandelanleihe ist zudem nur ein Teil des Stabilisierungspakets für die UBS. Der andere Teil besteht aus Wertpapierverkäufen an die Schweizerische Nationalbank. Da keine Detailinformationen bezüglich dieser Wertpapiere öffentlich verfügbar sind, ist eine Bewertung des gesamten Pakets für Ausstehende nicht möglich.

* Prof. Dr. Manuel Ammann ist ordentlicher Professor für Finanzen an der Universität St. Gallen und Direktor des Schweizerischen Instituts für Banken und Finanzen. Dr. Ralf Seiz arbeitet als Dozent und David Oesch, M. A. HSG, als wissenschaftlicher Mitarbeiter an der Universität St. Gallen.