

Risk Dynamics Surrounding the Issuance of Convertible Bonds

Felix Zeidler, Mark Mietzner und Dirk Schiereck

erschienen im Journal of Corporate Finance, Vol. 18, 2012, Seite 273-290.

ZUSAMMENFASSUNG

Sowohl die Zahl als auch das Volumen von Wandelanleiheemissionen ist während der Hochphase der Finanzmarktkrise im Vergleich zu Eigenkapitalerhöhungen über die Ausgabe neuer Aktien stark gestiegen, was nicht zuletzt die Bedeutung von Wandelanleihen als Finanzierungsressource während makroökonomischer Schwächephasen zum Ausdruck bringt. Dies führt unmittelbar zu der Frage, warum Unternehmen in einem derart unsicheren Marktumfeld dieses spezielle Instrument zur Unternehmensfinanzierung wählen. Ökonomen verweisen dabei häufig auf die besonderen Eigenschaften von Wandelanleihen. Ein Grund für die Entscheidung zugunsten von Wandelanleihen im Gegensatz zu reinem Eigenkapital (Kapitalerhöhung) liegt in dem Wunsch der Investoren, in Zeiten ungünstiger Marktbedingungen auch stärker das Risiko der Unternehmen zu überwachen. In diesem Zusammenhang argumentiert die Literatur, dass durch die Möglichkeit Fremdkapital in Eigenkapital zu wandeln auch das Unternehmensrisiko nachhaltig beeinflusst wird, da Manager einen geringeren Anreiz haben in riskante Investitionsprojekte zu investieren.

Allerdings sind Wandelanleihen zum Zeitpunkt der Emission zunächst noch Anleihen, die zwar mit einer Option zur Umwandlung in Eigenkapital ausgestattet sind, aber als Fremdkapital können sie jedoch die Agency Konflikte zwischen Ei-

gen- und Fremdkapitalgeber zuerst einmal noch verstärken. Somit würden wir erwarten, dass die Emission einer Wandelanleihe nur zu einem besseren Investitionsverhalten von Managern führt, wenn die Investoren die Wahrscheinlichkeit einer Umwandlung in Eigenkapital höher einschätzen als die Agency Kosten. Darüber hinaus würden wir erwarten, dass Wandelanleihen auch zu einer Reduktion des bewertungsrelevanten Risikos und damit auch der erwarteten Rendite führt, wenn die Erlöse aus der Wandelanleiheemission zur Finanzierung realer Investitionsprojekte genutzt werden.

Mit diesem Beitrag möchten wir zu einem besseren Verständnis beitragen, wie Unternehmen Wandelanleiheemissionen nutzen, um riskante Investitionsmöglichkeiten zu finanzieren und ob die Ausübung dieser Wachstumsoptionen auch das bewertungsrelevante Risiko des Emittenten verändert. Daher untersucht die nachfolgende Studie das Risiko-Rendite-Muster rund um die Emission von Wandelanleihen und vergleicht es mit den Beobachtungen während einer Eigenkapitalemission. Frühere empirische Studien in diesem Bereich, wie Carlson et al. (2010) und Lyandres et al. (2008), zeigen, dass die Verwendung von Eigenkapital zur Finanzierung von Wachstumschancen auch die Risikostruktur verändert und die erwartete Rendite der Unternehmen reduziert. Allerdings ist bisher nicht bekannt, ob die Emission von Wandelanleihen ähnliche Effekte verursacht.

Unsere Untersuchung umfasst einen Datensatz von insgesamt 1.148 Wandelanleiheemissionen sowie 2.905 Kapitalerhöhungen, die zwischen 1980 und 2002 durchgeführt wurden. Im Ergebnis zeigen unsere Auswertungen, dass Wandelanleiheemissionen und Eigenkapitalerhöhungen zu sehr ähnlichen Risiko Dynamiken führen. Unsere Analyse dokumentiert eine Zunahme des systematischen Risikos vor der Ausgabe von Wandelanleihen und einen starken Rückgang danach. Dieses Ergebnis entspricht der Vorstellung, dass Realoptionen ausgeübt werden, da Realoptionen immer riskanter sind als die zugrunde liegenden Vermögenswerte und ihre Ausübung bei der Emission zu einem sofortigen Rückgang des

systematischen Risikos führt. Die Realoptionstheorie und die beobachtete Entwicklung des systematischen Risikos liefern somit auch eine rationale Erklärung für den negativen Ankündigungseffekt sowie die langfristige Underperformance im Anschluss an Wandelanleiheemissionen und Eigenkapitalerhöhungen.

Weiterhin ist zu beobachten, dass keine Unterschiede in der Beta-Dynamik zwischen Wandelanleiheemissionen und Kapitalerhöhungen feststellbar sind, wenn für unternehmens- und marktspezifische Eigenschaften sowie für Risikomerkmale kontrolliert wird. Dieses Ergebnis deutete einmal mehr darauf hin, dass sich der von Carlson et al. (2004) entwickelte Realoptionsansatz zur Erklärung von Risiko-Renditeentwicklungen bei Kapitalerhöhungen auch auf Wandelanleiheemissionen übertragen lässt. Weiterhin wurden die Auswirkungen der Risikoentwicklung auf die Ergebnisse von kurz- und langfristigen Performancestudien untersucht. Während sich die Auswirkungen auf kurzfristige Event-Studien als vernachlässigbar herausgestellt haben, sind die Effekte bei langfristigen Performancestudien mit Buy-and-Hold-Renditen als Performance-Maßnahme signifikant. Insbesondere der Rückgang des systematischen Risikos nach der Emission hilft, die Varianz von adjustierten Buy-and-Hold-Renditen zu erklären.