

11.12.2017 | Märkte

## Wandelanleihen im Stress dank Benchmarkschwergewicht Steinhoff

Der südafrikanische und in Deutschland notierte Konzern mit undurchsichtiger Holding- und Subholding-Struktur muss die Bilanzlegung verschieben. Dessen Convertibles-Emissionen sind aber prominent in führenden Wandelanleihe-Indizes vertreten. Nun trennt sich die Spreu vom Weizen bei den Managern....



Alexander Müller, Partner und Geschäftsführer des Wandelanleihe-Spezialisten Holinger Asset Management

© Holinger AM

Kurz vor Jahresende werden die Karten bei den Wandelanleihen und ihren Managern nochmals neu gemischt und damit auch die bevorstehenden Jahresresultate. "Unter dem Strich aber leider nicht zum Vorteil reichend und je nach Strategie- oder Benchmarkausrichtung mit unterschiedlich gravierenden Auswirkungen", analysiert Alexander Müller, Geschäftsführer des Schweizer Wandelanleihe-Hauses Holinger Asset Management.

### Steinhoff hat drei Wandler ausstehend

Zur Erinnerung: Letzte Woche ließ IKEA-Konkurrent Steinhoff vorbörslich vermelden, dass die Geschäftsführung fristlos wegen unregelmäßiger Buchführung zurücktreten werde. Die Aktie eröffnete daraufhin ca. 60 Prozent schwächer. Dieses Fallbeispiel sei für die Anlageklasse Wandelanleihen insofern äußerst relevant, als es sich dabei um einen außerordentlich gewichtigen Schuldner handle, der derzeit gleich drei verschiedene Wandler ausstehen habe, so Müller weiter.

### Heftige Verluste bei Steinhoff-Wandelanleihen: Der Floor bricht weg

| Wandelanleihe      | Größe (EUR mio) | Schlusskurs 5.12 | Eröffnungskurs 6.12 | Verlust Punkte |
|--------------------|-----------------|------------------|---------------------|----------------|
| Steinhoff 4%/2021  | 465             | 103%             | 40%                 | -63            |
| Steinhoff 1.25%/22 | 1116            | 75%              | 32%                 | -45            |
| Steinhoff 1.25%/23 | 1100            | 75%              | 32%                 | -45            |

Darüberhinaus zählen die drei Anleihen, wenngleich selbst nicht offiziell eingestuft, als Investment Grade-Schuldner mit einem balancierten Profil. Alexander Müller: "Damit befindet sich Steinhoff in der ziemlich einzigartigen Situation, dass sämtliche drei Wandelanleihen in allen gebräuchlichen Indizes vertreten sind, teils mit durchschlagender Gewichtung. Man wird daher mit einem äußerst relevanten und aussagekräftigen Fallbeispiel eines Investment Grade-Wandlers konfrontiert, das zahlreiche Schlüsse auf die Risikoaspekte Konzentrations- und Preisfindungsproblematik zulässt."

### Auswirkungen des Steinhoff-Skandals auf vier führende Wandelanleihe-Indizes

|                                  | TR Global | TR Global Focus | TR Global IG | TR Global IG Focus |
|----------------------------------|-----------|-----------------|--------------|--------------------|
| Anzahl CBs                       | 428       | 209             | 105          | 67                 |
| Performance per 5.12.2017 (EUR)  | 7.2%      | 4.9%            | 7.6%         | 2.2%               |
| Regionale Gewichtung (%)         |           |                 |              |                    |
| USA                              | 51        | 33              | 30           | 8                  |
| Europa                           | 30        | 37              | 56           | 74                 |
| Asien                            | 6         | 10              | 8            | 9                  |
| Japan                            | 11        | 17              | 4            | 6                  |
| andere                           | 2         | 3               | 3            | 3                  |
| Delta                            | 56        | 49              | 49           | 43                 |
| Auswirkung Steinhoff             |           |                 |              |                    |
| Gesamtgewicht aller Tranchen     | 1%        | 2.1%            | 3.7%         | 5.5%               |
| Steinhoff 4%/21                  |           |                 |              |                    |
| Gewicht                          | 0.2%      | 0.5%            | 0.8%         | 1.2%               |
| Preis                            | 39%       | 39%             | 39%          | 39%                |
| Delta                            | 40        | 40              | 40           | 40                 |
| Performance Dec 2017             | -62.0%    | -62.0%          | -62.0%       | -62.0%             |
| Index Contribution               | -0.12%    | -0.31%          | -0.49%       | -0.74%             |
| Steinhoff 1.25%/22               |           |                 |              |                    |
| Gewicht                          | 0.4%      | 0.8%            | 1.5%         | 2.2%               |
| Preis                            | 32%       | 32%             | 32%          | 32%                |
| Delta                            | 30        | 30              | 30           | 30                 |
| Performance Dec 2017             | -60.0%    | -60.0%          | -60.0%       | -60.0%             |
| Index Contribution               | -0.24%    | -0.48%          | -0.90%       | -1.32%             |
| Steinhoff 1.25%/23               |           |                 |              |                    |
| Gewicht                          | 0.4%      | 0.8%            | 1.4%         | 2.1%               |
| Preis                            | 32%       | 32%             | 32%          | 32%                |
| Delta                            | 30        | 30              | 30           | 30                 |
| Performance Dec 2017             | -60.0%    | -60.0%          | -60.0%       | -60.0%             |
| Index Contribution               | -0.24%    | -0.48%          | -0.84%       | -1.26%             |
| Performanceauswirkung Indexebene | -0.6%     | -1.3%           | -2.3%        | -3.3%              |

Quelle beider Tabellen: Holinger Asset Management

### Je konzentrierte ein Index, desto stärker die Steinhoff-Verluste

Das Risiko der Konzentrationsbildung bedarf keiner expliziten Ausführung: je konzentrierter der Index, desto höher die Gewichtung von Steinhoff, in den beiden IG-Indizes liegt sie bei 3,7 Prozent beziehungsweise 5,5 Prozent. Dementsprechend stark wirkt sich der Kursverlust auf die Indexperformance aus, und kostete nach Stand 6. Dezember 2017 zwischen 60 und 330 Basispunkte. "Zum Thema Markttiefe und Preisfindung fällt auf, wie breit die Kurse in den ersten Handelstunden mit durchschnittlichen Geld-/Briefspannen von 10 Punkten (30 - 40 Prozent) gestellt wurden, dass es sich dabei weiterhin um Indikationen handelte, keineswegs verbindlich handelbare Preise", beobachtete Müller.

#### **Wer lag bei der Bewertungsfrage falsch, der Markt vom 5.12 oder jener vom 6.12.?**

Noch am 5. Dezember hatte der Markt mit einem Credit Spread von ca. 600 Basispunkten gespielt, den Bond Floor damit bei ca. 75 Prozent gesehen. Am Folgetag unter Konfrontation einer gänzlich anderen Faktenlage liegt der Credit Spread bei ca. 2000 Basispunkten, was einem theoretischen Bond Floor von 35 Prozent entspräche. Was ist nun richtig? Müller: "Das Ergebnis ist allerdings genauso akademisch wie am Tag zuvor, gewiss ist einzig und alleine, dass das IG-Rating hinfällig geworden ist."

#### **Fazit**

Der Fall Steinhoff aus der Praxis zeigt vor allem eines sehr exemplarisch: Geht das Investorenvertrauen verloren, bekommt die Vorstellung von „Sicherheit“ oder „Defensive“ eine gänzlich neue Kontextbezogenheit und Bedeutung, denn sämtliche maßgeblichen Bewertungsparameter müssen in einem neuen Licht betrachtet werden. Dies gelte insbesondere bei Einzelfällen auf Titelebene, könne aber auch für Marktsegmente und unter Umständen ganze Anlageklassen gelten, gibt Müller zu bedenken. *(kb)*