

03.05.2019 | Märkte

Tesla: Eulenspiegelerei oder realisierbare Phantasie?

Alexander Mueller analysiert anlässlich Teslas Gang nach Canossa - und die kürzlich erfolgte Kapitalaufnahme von 1,3 Milliarden US-Dollar über eine Wandelanleihe sowie von 0,7 Milliarden über eine Aktienemission - das Geschehen um den mit Vorschusslorbeeren en masse ausgestatteten E-Mobilitätstitel.



Alexander Mueller, Partner und Geschäftsführer der auf Wandelanleihen spezialisierten Züricher Investment-Boutique Holinger Asset Management

© Holinger Asset Management

Ein dankbareres Beispiel bietet sich selten: das Unternehmen Tesla hat mittlerweile den Brand von einer Strahlkraft wie man sie nur bei Branchenleadern wie Apple, Amazon oder Facebook findet.

Tesla lässt niemanden kalt

Nach wie vor polarisiert das Unternehmen in jeder erdenklichen Hinsicht: Es reicht anscheinend nicht, dass die Disruptionsgeschwindigkeit und Richtung innerhalb der Automobilbranche höchst ungewiss sind, Tesla liefert zudem ein Wechselbad von überoptimistischen Zukunftsaussichten und ernüchternden tatsächlichen Zwischenresultaten, die den visionären Auftritt immer aufs Neue mit dem gegenwärtigen Boden der Realität konfrontieren. Der exzentrisch geniale Gründer und Unternehmenslenker Elon Musk gießt mit seinen unbedacht sprunghaften Wortmeldungen, die so überhaupt nicht ins Schema der Unternehmenskommunikation passen, zusätzlich unnötiges Öl ins Feuer.

Kategoriedenken bei Investoren

Tesla ist gleichermaßen unkonventionell wie kontrovers, völlig anders als alles uns Bekannte und damit die Verkörperung eines beweglichen Zieles, das sich zu erratisch verhält, um in preislicher Hinsicht seinen Lauf vorhersehen zu können. Obgleich das Unternehmen bis heute nicht nachhaltig profitabel wirtschaftet, bei wachsender Verschuldung weiter Verluste schreibt, profitiert es von einer angeborenen menschlichen Marotte, die sich entweder positiv oder negativ, selten nur konstruktiv vermittelnd bemerkbar macht und sich „Kategoriedenken“ nennt: Ganz im Gegensatz zu den traditionellen Autoherstellern, die in ihrer Daseinsberechtigung kategoriell als Geschäftsmodelle von gestern gelten und sich, falls ihnen die Repositionierung nicht rasch genug gelingt, unausweichlich ihrem Verfalldatum annähern, scheint die Anlegergemeinde Tesla alle Zeit dieser Welt zu gewähren, weil es durch seinen Nimbus bereits heute schon das Morgen verkörpert. Muellers Résumé: „Kategorisch dem Phänomen der Unicorns nicht unähnlich, wird Tesla mit unserer vagen Vorstellung von Zukunft gleichgesetzt und dafür mit Vorschusslorbeeren bedacht.“

Alte Muster taugen wenig

Mit zu leichtfertig erteiltem Vertrauensvorschuss hatten Teslas Anleger zuletzt etwas weniger Glück, denn die am 24. April veröffentlichten Zahlen zum Geschäftsverlauf des ersten Quartals waren in jeder Hinsicht enttäuschend: Im Vergleich zum Vorquartal wurden 30 Prozent weniger Fahrzeuge ausgeliefert, aus dem versprochenen Quartalsgewinn wurde ein Verlust von 700 Millionen US-Dollar, was das Liquiditätspolster deutlich strapazierte und erneuten Spekulationen über notwendige Kapitalmaßnahmen Aufwind gab. Und dennoch: Für jegliches andere Unternehmen wäre eine Gewinnwarnung dieser Größenordnung weit aktienkurschädlicher gewesen, in den folgenden Tagen büsste Tesla lediglich zehn Prozent an Marktwert ein. Wieder war der Markt mit Tesla gnädig, wieder war er bereit, ein Auge zuzudrücken.

Kehtwendung von Musk

Obwohl sich Elon Musk entgegen seiner bisherigen Äußerungen, dass Tesla kein zusätzliches Kapital am Markt aufnehmen müsse, sich nun im Zuge des enttäuschenden Geschäftsverlaufs für eine mögliche Kapitalerhöhung empfänglicher gezeigt hatte, war der Markt überrascht, als Tesla bereits am 2. Mai verkündete, zwei Milliarden US-Dollar am Kapitalmarkt aufzunehmen (1,3 Milliarden via eine neue Wandelanleihe mit fünfjähriger Laufzeit, 1,75 Prozent Kupon und 30 Prozent Prämie und 0,7 Milliarden via Aktienplatzierung).

Tesla nach wie vor "Darling" des Kapitalmarkts

"Zwar hat Tesla Anfang März mit der Rückzahlung einer fälligen Wandelanleihe über 900 Millionen Vertrauenswürdigkeit bewiesen, diese erste Tilgung stellt jedoch lediglich ein Mosaiksteinchen dar: noch in diesem Jahr wird ein weiterer Wandler über 600 Millionen auf die übernommene Solarcity fällig, gefolgt von zwei weiteren Wandlern über 1,38 Milliarden mit Fälligkeit 2021 und einer Milliarde 2022. Schließlich gilt es bis im Jahr 2025 auch noch eine herkömmliche Anleihe über 1,8 Milliarden mit einem Kupon von 5,3 Prozent zu bedienen", führt Müller aus. "Vor dem Hintergrund des überraschend schlechten Geschäftsverlaufs, der Zuversicht und Vertrauen als entscheidenden „asset“ auf eine harte Probe stellt, einem schwächelnden Aktienkurs und weiter anhaltend hoher Schuldenlast wäre jeder erfahrene Kapitalmarktbeobachter davon ausgegangen, dass die angekündigte Kapitalaufnahme von zwei Milliarden ihre Spuren hinterlassen würde."

Unlogische Marktreaktion

Aber selbst in dieser einem „perfekten Sturm“ gleichenden Situation passierte bei den bereits ausstehenden Papieren nicht das, was die logische Schlussfolgerung bei jeglicher Form von Kapitalerhöhung oder Neuverschuldung diktieren würde: Neu geschaffenes Kapital verwässert die Altaktionäre, dadurch fällt der Aktienkurs. Neuverschuldung erhöht die Gesamtschuldenlast, dadurch fällt der Preis der bestehenden Anleihen, der Credit Spread weitet sich aus und die Rendite steigt an. So die Theorie, passiert ist das Gegenteil.

Mueller dazu: "Sowohl vorbörslich, als auch im Verlauf des Handelstages stiegen der Aktienkurs um vier Prozent, die Wandelanleihen um ein bis zwei Punkte und die Unternehmensanleihe um einen Punkt, was nicht anders als ein untrügliches Anerkennungszeichen von Seiten der Marktteilnehmer zu werten ist. Anstatt die Last einer strukturell höheren Verschuldung zu fürchten, bereitete eine unzureichende operative Finanzierung größere Sorge und somit wurde Teslas Entscheidung, das Gesamtrisiko zu erhöhen, vom Markt gewürdigt."

Relative Value zählt nach wie vor

Auch wenn es nicht in unserem Ermessen liegt, die absolute Frage nach Unternehmenserfolg und damit nach absolutem Anlageerfolg und Rendite immerfort treffsicher und richtig zu beantworten, Kurszielprognosen und Markttiming nur den Glücklichen nachhaltig gelingt, müssen wir uns nicht vorzeitig nicht geschlagen geben. "Wir sollten unsere Kräfte dort fokussieren, wo eine deutlich bessere Ausgangslage einen wesentlichen Vorteil verschafft, treffsicherere Aussagen zu treffen. Bei der Frage nach relativer ist dies beispielsweise viel eher der Fall als bei der Frage nach absoluter Rendite", analysiert Müller. Eine nachhaltige Selektion von günstigen bei gleichzeitigem Vermeiden von überbeurten Anlagen schützt zwar nicht vor systemischen absoluten Verlusten (Beta), aber sie optimiert kontinuierlich das relative Ergebnis (Alpha), was sich - losgelöst von der Marktrichtung - über einen längeren Zeitraum zu einer beträchtlichen Zusatzrendite aufsummieren kann.

Teslas Wandler bieten hohes Maß an Konvexität plus Höherstellung als die Aktie

Innerhalb der Kapitalstruktur Teslas sind die Wandelanleihen im Vergleich zur Aktienvolatilität und dem Credit Spread der herkömmlichen Anleihe äußerst attraktiv bewertet, erkennt Müller: "Für eine Aktie mit ungewissem Ausgang bieten sie zu einem günstigen Preis genau das, was sich der Anleger am meisten wünscht: ein möglichst hohes Maß an Konvexität, das sich an überproportionaler Aufwärtspartizipation und unterproportionalem Verlustrisiko festmacht, ganz zu schweigen von dem in Extremsituationen unschätzbaren Wert der Höherstellung in der Kapitalstruktur." Sollte sich tatsächlich herausstellen, dass Tesla mittelfristig nicht überlebensfähig sein sollte, ist es - wie vielen andere Beispiele anschaulich gezeigt haben - durchaus vorstellbar, dass der Aktienanleger einen Totalverlust erleidet, während er mit Wandelanleihen meist eine Teilrückzahlung, mit etwas Glück sogar die vollständige Kapitalrückzahlung erfährt.

Tesla: Wandler versus Aktie

Der folgende Bloomberg-Chart stellt zwei Wandler und die Aktie einander gegenüber. Eine ähnliche Partizipation bei geringerer Verlustvolatilität sprechen für das bessere Risiko-Rendite Verhältnis der Wandler. In den letzten zwei Jahren und eineinhalb Monaten konnte man mit den beiden Wandelanleihen 3,52 respektive 4,28 Prozent auf annualisierter Basis verdienen, während man mit der Aktien pro Jahr 3,19 Prozent verlor.



Quelle: Bloomberg

Realisierbare Phantasie oder bloße Traamtänzeri?

Tesla scheint nicht nur mit Teflon beschichtet zu sein, solange die Kategorisierung und das Narrativ stimmen, Glaube und Zuversicht der Anlegerschaft stark genug sind um Vertrauensvorschluss zu gewähren, können Tesla und andere Einhörner lange weiter über Wasser wandeln. Mueller führt aus: "Die Welt der Fabelwesen nährt sich alleine aus unserer Phantasie, solange, bis der Traum sich eines Tages bewahrheitet oder unverhofft zerplatzt. Was uns jedoch niemand beantworten kann, wo uns auch die stringentesten Modelle nur unzureichende Anhaltspunkte liefern können ist die Antwort auf die Frage, wann es sich jeweils um realisierbare Phantasie als unabdingbare Voraussetzung für menschlichen Entwicklungsfortschritt und wann es sich um leichtfertigen Traumtanz und aufgesessene Eulenspiegelerei handelt." Günstige Konvexität in den Renditetreibern zu besitzen, ist laut Alexander Müller in unklaren Ausgangssituationen mit vielen möglichen Entwicklungsvarianten sicher nicht die schlechteste Wahl. (kb)