

08.03.2019 | Märkte

Wandler als smarter Weg, die Transformation zur E-Mobilität zu spielen

Das Rennen um die Zukunft der automobilen Fortbewegung ist bereits voll im Gange, wenn auch bei weitem noch nicht alle Investoren ihre Wetten gesetzt haben.



Alexander Mueller, Partner und Geschäftsführer von Holinger Asset Management

© Holinger Asset Management

Nimmt man die Börsenkurse als Maßstab für den Ausgang des Rennens und zukünftigen Erfolg, liegen per Stand 6. März 2019 die Vertreter der batteriegetriebenen Hersteller vor den traditionellen Automarken wie BMW, Daimler und Volkswagen, die sich der neuen disruptiven Herausforderung tendenziell eher zögerlich und bislang vorwiegend verbal gestellt haben. Alexander Mueller, Partner und Geschäftsführer der auf Wandelanleihen spezialisierten Zürcher Investment-Boutique Holinger Asset Management, analysiert trocken: "Die drei großen deutschen Autohersteller haben seit ihren Höchstständen Anfang 2015 rund ein Drittel an Wert eingebüßt: Sinkende Einnahmen durch steigende regulatorische Anforderungen und zunehmende Marktsättigung bei den traditionellen Verbrennungsmotoren bei gleichzeitig hohen Neuinvestitionen in batteriegetriebene Technologien sorgen aus allen Richtungen für Gegenwind auf Umsatz und Marge."

Teslas Chart sieht anders aus als Daimler, BMW & Volkswagen



Quelle: Bloomberg

Interessanterweise scheint der Markt dem stark verschuldeten Herausforderer Tesla trotz mehrheitlich enttäuschenden Unternehmensmeldungen und einem nach wie vor verlustschreibenden Geschäft höhere Gewinnchancen einzuräumen, so Mueller weiter. "Als Investor sollte man sich bewusst sein, dass es sich hier um eine Momentaufnahme und höchstens indikativen Zwischenstand handelt, denn bis zum Ende dieses Rennens werden die Karten mehrmals gemischt, noch ist alles offen."

Das Match ist noch offen, aber warum sollte man das volle Aktienrisiko nehmen?

Genau in dieser Unsicherheit liegt die Zurückhaltung auf Investorensseite begründet, selbst wenn damit große Renditechancen verbaut werden. Dabei gebe es Optimierungsmöglichkeiten, diese Chancen zu nutzen und dabei gleichzeitig den unsicheren Ausgang des Anlageergebnisses zu reduzieren, weiß Mueller.

Die Wandelanleihe als bessere Aktie

Wandelanleihen sind hybride Finanzinstrumente und bieten die Möglichkeit, an zukünftigen Aktienkursgewinnen zu partizipieren, liefern dabei gleichzeitig gewissen Kapitalschutz bei Kursrückschlägen, sofern das Unternehmen in der Lage ist, seinen Zinsverpflichtungen nachzukommen und die Schulden zu bedienen. Befürworter der Anlageklasse nennen Wandler deshalb nicht völlig zu Unrecht "die besseren Aktien" und stützen sich dabei auf das historisch vorteilhaftere Risiko-Rendite Verhältnis von Wandlern wie der überlegenen Sharpe-Ratio. Globale Wandelanleihen sind zu globalen Aktien hoch korreliert, besitzen aber ein ausgeprägteres Alphanpotential als Aktien. Das zeigt die folgende Tabelle:

	Ann. Rendite	Volatilität	Sharpe Ratio
Globale Aktien	7,5%	14,5%	0,27
Globale Wandelanleihen	6,8%	10,5%	0,32

Smart an disruptivem Wandel partizipieren

Viele disruptive und höchst interessante Unternehmen aus der Technologiebranche haben ihr Wachstum in den letzten Jahren mit Wandelanleihen finanziert. "Tesla hatte beispielsweise sogar drei Wandler ausstehend - einer wurde erst kürzlich bedient -, dass sich darüberhinaus auch zwischen unterschiedlichen Anlageprofilen je nach Delta von renditeorientiert bis aktienlastig wählen lässt", weiß Mueller. Die Wahl beschränke sich nicht ausschließlich auf US-amerikanische Technologie- oder Biotech-Werte, eine Reihe interessanter chinesischer Technologiewandler ließen sich ebenfalls finden. Die folgende Bloomberg-Tabelle gibt einen interessanten Überblick.

Konvexe Anlageprofile in disruptiven Sektoren

Wandelanleihen bieten vielfältige Antworten

Ticker	Curr PxFX	% SD	% 1H DELTA	YTM	Amnt Issued	Issue Date	SECTOR
SQ 0 3 05/15/23	121.2y USD	-3.7%	+2.1%	-73	-4.1	862,500,000	05/23/2018 Consumer Finance
IBX 0 07/01/23	102.5y USD		-6%	6	-79	442,750,000	06/22/2018 Internet Media
RHTS 3 07/15/24	97.2y USD	+5%	-7%	36	6.25	200,000,000	06/21/2018 Consumer Finance
USID 3 06/15/25	96.5y USD	-2.3%	-1%	52	2.86	600,000,000	06/09/2018 Semiconductors
TWIR 0 3 06/24	96.3y USD	-2%	-1.2%	56	2.21	1,150,000,000	06/07/2018 Internet Media
SEALTD 3 07/23	134.2y USD	+24.8%	+33.3%	88	-4.81	575,000,000	06/14/2018 Software & Service
HB 0 3 06/01/23	99.6y USD	+1%	+7%	48		310,500,000	06/08/2018 Software & Service
AVYA 2 3 06/23	97.1y USD	-1.6%	-5.9%	51	5.7	350,000,000	06/07/2018 Software & Service
WRV 1 3 06/23	113.9y USD			66	-1	225,000,000	05/23/2018 Communications Eq
ENVI 3 06/01/23	111.7y USD	+2%	+7.1%	65	-96	345,000,000	05/23/2018 Software & Service
FEYE 0 3 06/24	99.6y USD	-2.5%	-1%	56	-95	600,000,000	05/22/2018 Software & Service

AKAM 0 % 05/25	99.5y USD	+6%	+3.4%	51	-2	1,150,000,000	05/17/2018	Software & Service
HEAR 0 % 05/23	113.3y USD	-3.3%	-2%	71	-2.57	500,250,000	05/16/2018	Software & Service
TRIL 0 % 09/23	177.8y USD	-3.2%	+2.6%	91	-12.36	550,000,000	05/15/2018	Software & Service
FTV 0 % 05/23	137.5y USD	-3.1%	-4%	84	-7.45	258,750,000	05/04/2018	Software & Service
PMM 0 % 07/23	108.8y USD	-3.0%	+3%	66	-1.24	1,693,000,000	07/10/2018	Software & Service
Z 1 % 07/01/23	94y USD	+5.3%	-3%	38	2.99	373,750,000	06/29/2018	Internet Media
GRE 0 % 09/23	99.6y USD	-1.1%	+1.8%	67	-1.21	373,000,000	08/21/2018	Semiconductors
JN 2 % 09/24	82.4y USD	-2.9%	-	63	5.93	402,500,000	09/07/2018	Communications Eq
PRFT 2 % 09/23	98.4y USD	-1.6%	+4.1%	58	2.75	143,750,000	09/06/2018	Software & Service
SPK 0 % 09/23	106.3y USD	-5.6%	-1.4%	61	-87	1,265,000,000	09/19/2018	Software & Service
DKU 0 % 09/23	105.7y USD	-1.5%	+4.3%	6	-73	575,000,000	09/14/2018	Software & Service
CHINA								
WB 1 % 11/15/22	94.4y USD	-2.5%	-	42	2.86	900,000,000	10/25/2017	Internet Media
BABA 5.75/19	205y USD	-9%	+9.4%	1	-227.29	66,000,000	06/02/2016	Financial Services
NIO 5 % 02/01/24	90.1y USD	-14.4%	-0.5%	97	7.59	750,000,000	01/31/2019	Automobiles Manuf
WPS 1 % 03/19	99.5y USD	-1%	-2%	0	43.1	632,500,000	03/11/2014	Retail - Consumer
HTHT 0 % 11/22	105.3y USD	-1.5%	+1.7%	49	-1.04	475,000,000	10/27/2017	Travel & Lodging
CRP 1.99 07/25	111.9y USD	+8.4%	-	61	-1	400,000,000	06/18/2015	Internet Media
UNTLA 5 % 12/21	112.9 USD	-	+5.2%	7	-29	130,000,000	11/21/2016	Pharmaceuticals
SINO 07/21/22	114 EUR	+5.2%	+3.9%	7	-2.74	300,000,000	07/12/2017	Pharmaceuticals

Mobilität von morgen als Anlagethema von heute

Warum also sollte man nicht elektrifizierte Autohersteller via Wandelanleihen allokieren? Mueller: "Die Wandelanleihenbeispiele von Tesla und dem chinesischen Pendant NIO veranschaulichen exemplarisch, wie sich - von der fundamentalen Einschätzung der beiden Unternehmen losgelöst - gleichzeitig die Renditechancen erhöhen und das Verlustrisiko vermindert werden kann."

Tesla versus NIO

Mit einer Börsenkapitalisierung von 47 Milliarden versehen, liefern Teslas Unternehmensanleihen mit einer Restlaufzeit von 6 Jahren acht Prozent Rendite auf Verfall. Die optisch hohe Risikoprämie wird ebenfalls durch die Aktienvolatilität von ca. 60 Prozent gespiegelt. Die beiden derzeit noch ausstehenden Wandelanleihen besitzen eine verbleibende Laufzeit von 2 und 3 Jahren und tragen einen Kupon von 1,25 Prozent und 2,75 Prozent. Das kürzere Papier handelt bei 106 Prozent mit einer Aktiensensitivität (Delta) von 60 Prozent, das ein Jahr länger laufende bei 114 Prozent mit einer Sensitivität von 73 Prozent. Mueller dazu: "Setzt man die Aktienvolatilität und den Credit Spread der Anleihen dazu ins Verhältnis, errechnet sich eine implizite Volatilität auf die Wandelanleihen von sagenhaft günstigen 40 Prozent. Genauso wie die Wandelanleihe bei vielen Managern durch ihr absolutes Risiko gemieden wird, wird sie von Hedge Funds für ihr relatives Risiko geliebt, denn auf abgesicherter Basis bietet sie eine äußerst günstige Möglichkeit, von den Kursausschlägen der Aktie zu profitieren."

Optionalität zu einem vernünftigen Preis

Aber auch ungesichert zeigt sich der Vorteil der Wandler im deutlich defensiveren Verhalten gegenüber der Aktie, ohne ausgesprochen viel an Partizipation aufzugeben. Mueller birngt es auf den Punkt: "Hierbei handelt sich um den Grundbaustein in jeglicher Portfoliokonstruktion: der Maximierung von wertvoller Optionalität für eine vergleichsweise günstige Prämie."

Wandler zahlte sich bei Tesla in den letzten zwei Jahren aus

In den vergangenen zwei Jahren präsentierte sich Teslas Kursbild nervös und richtungslos. Aktionäre zeigen sich mit dem mageren Kursgewinn von fünf Prozent tendenziell enttäuscht, die deutlich defensiveren Wandler haben im gleichen Zeitraum mit mindestens doppelt so hoher Rendite aufgewartet.

Günstig gepreister Wandler von NIO kam Ende Januar 2019

Die in Shanghai domizilierte NIO ist nach langer Vorankündigung letzten September als American Depositary Receipt (ADR) an der Börse in New York kotiert worden. Von Tencent teilfinanziert, plaziert sich NIO im Hightechnologiesegment und zielt mit dem EP9 auf das Segment der leistungsstärksten puristischen Sportwagen ab. Mit knapp acht Milliarden kapitalisiert, begab NIO Ende Januar 2019 zusätzlich eine Wandelanleihe über 750 Millionen US-Dollar, einer Laufzeit von fünf Jahren und versehen mit einem Kupon von 4,5 Prozent. Über das Pricing und die Entwicklung des Wandlers in letzten Wochen weiß Alexander Mueller folgendes zu berichten: "Sowohl das derzeit noch verlustträchtige Segment der EV-Hersteller, als auch das Domizil China waren ausschlaggebend, dass die Investoren-Nachfrage lediglich verhalten und die Emissionskonditionen dementsprechend attraktiv ausgestaltet waren, um die Wandelanleihe am Markt plazieren zu können. Nach einer Aktienkurssteigerung von 40 Prozent gegen Ende Februar verkündete NIO am 6. März einen verhaltenen Ausblick zu den bevorstehenden Auslieferungen, was der Aktie einen Tagesverlust von minus 20 Prozent bescherte. Die bereits günstig gepreiste Wandelanleihe zeigt sich von der Aktienkorrektur mit einem Verlust von minus acht Prozent relativ unbeeindruckt."

Wie Tesla bietet NIOs Wandler das bessere Risiko-Rendite Verhältnis als die Aktie

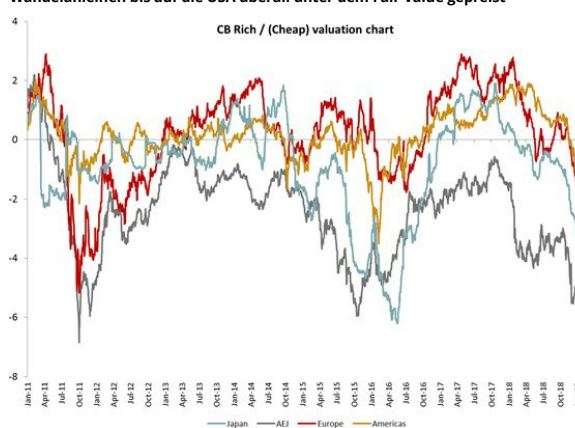


Quelle: Bloomberg

Wandelanleihen in einer von anhaltender Unsicherheit geprägten neuen Welt

Nur wenige Dinge scheinen sich heutzutage mit Sicherheit behaupten zu lassen. Lediglich der Gedanke, dass uns zunehmende Unsicherheit und schwindende Planbarkeit fürs erste weiter beschäftigen werden, scheint nicht allzu vermessen, meint Mueller. In dieser neuen Welt von herausfordernder Prognostizierbarkeit liege der Primat bei jeglicher Art von Entscheidungsfindung darauf, die Suche nach Ergebnisprofilen mit weiter Chancenhaftigkeit bei gleichzeitig deutlicher Risikominderung zu intensivieren und die Konvexität der Anlagebausteine in der Asset Allokation zu erhöhen. "Weit schauen muss man nicht, Wandelanleihen stehen dabei vorne in der ersten Reihe", lautet Muellers Credo.

Wandelanleihen bis auf die USA überall unter dem Fair Value gepreist



Quelle: Nomura

Gegenwärtig bietet sich bei einer regionalen Sicht auf die Wandelanleihenmärkte eine äußerst seltene Fehlbewertungssituation, so Mueller. "Bis auf die USA, wo Wandler fair gepreist sind, handeln Wandelanleihen derzeit deutlich unter ihrem fairen Wert, nämlich in Europa um 1,5 Prozent, in Japan um 3,5 Prozent und in Asien ex Japan um 5,5 Prozent zu günstig, wie Nomura-Daten zeigen." (kb)