

13.01.2020 | Märkte

## Tesla-Wandelanleihen: Wahr gewordene Fantasie scheint zu triumphieren

Einem dieser Jahrhundert-Zitate, „Phantasie ist wichtiger als Wissen“, dem nachgesagt wird, dass es von Albert Einstein stammt, wird derzeit vor unser aller Augen an einem höchst lebendigen Beispiel - nämlich Tesla - Nachdruck verliehen.



Alexander Müller (Bild), Partner und Geschäftsführer der auf das Management von Wandelanleihen spezialisierten Investment-Boutique Holinger Asset Management AG in der Schweiz.

© Holinger Asset Management

Elon Musks Tesla ist alleine durch Phantasie und Vision zu dem geworden was es heute ist, dem idealtypischen Disruptor und Schreckgespenst der traditionellen Automobilbranche. "Entgegen besserem Wissen oder gesunder Vernunft und lange nahezu chancenlos ist es Elon Musk mit einer Kombination aus Mut, Waghalsigkeit, Kreativität, Phantasie und Überzeugungskraft gegen erhebliche Widerstände und Rücksetzer gelungen, für seine Vision um Kapital zu werben und daraus ein atemberaubend wachsendes und mittlerweile profitables Geschäftsmodell zu entwickeln", analysiert Alexander Müller, Partner und Geschäftsführer der auf Wandelanleihen spezialisierten Investment-Boutique Holinger Asset Management.

### Musk sieht den Zeitgeist auf seiner Seite

In dem ungleichen Kampf gegen die Übermacht der traditionellen Automobilbranche war sich Musk lediglich eines Verbündeten auf seiner Seite sicher, dafür jedoch dem weitaus mächtigsten, den er sich hätte wünschen können: dem sich wandelnden und ihm zuspieldenden Zeitgeist. Alexander Müller führt aus: "Dabei ist er nicht der einzige, der früh die bevorstehende Zeitenwende erkannt hat, die keinen Stein auf dem anderen lässt und die als unangefochten geltenden, führenden und mächtigen Branchenführer herausfordert. Dieser Wandel beschränkt sich auch nicht alleine auf den wirtschaftlichen, sondern erstreckt sich über sämtliche gesellschaftlichen Bereiche und macht selbst vor der Politik nicht halt. Überall reift die Zeit für einen Umbruch, was die wachsende Anzahl neuer herausfordernder und unkonventioneller Geschäftsmodelle, wie das Erwachen und die Anziehungskraft neuer Formen politischer Teilhabe bezeugen."

### Sinnstiftung ist in modernen Narrativen wichtiger als rein materieller Wert

Zusätzlich werden Visionäre wie Musk von einem sich viral verbreitenden modernen Narrativ bestärkt: Unabhängig davon, wie groß die traditionellen Kräfte und Interessen sein mögen respektive wie mächtig oder etabliert ein bestehendes System auch sein mag, letztlich werde selbst die Idee einer kleinen Minderheit siegen, wenn sie wahr und richtig, beseelt und menschlich sei sowie Trägheit wie inhaltsloser Materie mit Elan und Sinn begegnet werde. Müller dazu: "Das hoffnungsstiftende Narrativ des ultimativen Sieges des Wahren und Guten gegen die Übermacht des Unmenschlichen zählt in Hollywood mit seinen großen Jedi- und Hobbit-Epen bereits seit Jahren zum Kernstoff und hat damit mehr als nur die Generationen X und Y geprägt: mittlerweile gehen selbst unsere Kinder auf die Straße, um ihren Träumen und Wünschen Gehör zu verschaffen. Der feste Glaube, dass es der jungen Generation auferlegt ist, nun selbst die Zügel in die Hand zu nehmen und die wachsende Zuversicht, eine bessere als die ihr hinterlassene Welt schaffen zu können, hat eine Berge versetzende Aufbruchstimmung geweckt und einen lang verschütteten Idealismus wiederbelebt. Im Alter zwischen 30 und 40 überspringen viele der neugewählten Regierungsträger eine ganze Generation und denken viel stärker in die Zukunft, denn sie haben ihr produktives Leben noch vor sich: Sie wollen gestalten anstatt bewahren."

### Teslas Story ließ sich mit Wandlern besser spielen

Elon Musk ist der Idealismus jedenfalls weder bei seinem marktführenden Raumfahrtsprojekt SpaceX, noch bei seiner Vision einer elektrifizierten Mobilität durch Tesla im Weg gestanden. Den erfolgreichen Gang an den Kapitalmarkt beschritt Tesla zuletzt Anfang Mai letzten Jahres mit der Emission der mittlerweile vierten Wandelanleihe (von welchen eine bereits zurückgezahlt wurde) über 1,84 Milliarden US-Dollar, einem Kupon von 2,0 Prozent bei einer Laufzeit von fünf Jahren und einer Wandelprämie von 27,5 Prozent. Aufgrund ihres tiefen Schuldneratings (offiziell von S&P mit einem B- eingestuft) lag diese stattliche Wandelanleihenemission für eine große Anzahl von Managern mit Rating-Einschränkungen außerhalb ihres investierbaren Universums und musste, um das Interesse der verbleibenden Marktteilnehmer zu finden, zu äußerst attraktiven Konditionen gepreist werden.

### Konvexität erfüllt Anlagezielsetzung: ein möglichst optimales Risiko-Renditeverhältnis

Dabei habe die insbesondere günstige implizite Volatilität im Vergleich zur Aktienvolatilität hervorgestochen, was dem Wandler eine sehr

hohe Konvexität verliehen und damit hauptsächlich das Interesse von Hedge Funds geweckt habe, weiß Müller. "Rückblickend ist diese hohe Konvexität auch hauptverantwortlich für die überlegene attraktive Risiko-Rendite Charakteristik der Wandlers im Vergleich zur Aktie. Unmittelbar im Nachgang der Emission fiel Teslas Aktienkurs bis Ende Mai um 30 Prozent, der Wandler verlor im Vergleich dazu lediglich 18 Prozent."

### Chronologie

In den von einer Seitwärtsbewegungen gekennzeichneten Folgemonaten bis Mitte Oktober erholten sich sowohl Aktie als auch Wandler wieder auf das Niveau von Mai, wobei der Wandler zusätzlich die vierteljährliche Kuponzahlung von 0,5 Prozent leistete, um dann mit der Bekanntgabe der überraschend positiven Zahlen zum 3. Quartal zu einer massiven und bis heute anhaltenden Kurs-Rallye anzusetzen. Von Mitte Oktober bis heute lieferte die Aktie 89 Prozent Rendite, der Wandler 67 Prozent. In der anfänglichen Abschwungphase partizipierte der Wandler mit -60 Prozent am Aktienverlust, am zuletzt einsetzenden Aufschwung partizipierte er mit +75 Prozent. "In Sachen Konvexität oder Risiko-Rendite-Verhältnis ist das nicht weniger als ein Bilderbuchverhalten", registriert Müller.

### Tesla Aktie auf Allzeithoch

Mit einer Marktkapitalisierung von 86 Milliarden US-Dollar ist Tesla mittlerweile fast so groß wie Volkswagen.



Quelle: Bloomberg

### Vorerst ein Etappensieg, das Ende der Story ist noch lange nicht in Sicht

Tesla war bis dato die Verkörperung maximaler Ungewissheit, immerhin zeichnet sich mittlerweile jedoch soviel musterhaft ab: Wann immer der Marktkonsens ein Urteil über Leben oder Sterben der Aktie gefällt hat, trat in der Folge das Gegenteil ein. "Suchte man nach einem treffenden Akronym, um das Phänomen Tesla zu beschreiben, müsste es wohl FBHF oder "fooled by head fake" lauten. Heute scheint es fast ausgemacht, dass Tesla die Schwelle zur eigenständigen Profitabilität überschritten und damit alle im Weg stehenden Hindernisse überwunden hat", sagt Müller. CNBCs querdenkendes Aktienorakel Jim Cramer, der sich zuletzt als Tesla-Bull geoutet hat und den markigen Spruch „Wake me up when Tesla's double the value of GM and Ford put together“ verlautbaren ließ, erklärt Musk sogar zum Totengräber der traditionellen Hersteller indem er konstatiert, Tesla sei das einzige Unternehmen mit nennenswertem Wachstum, kein Anleger würde dagegen in Stagnation investieren.

### Lediglich qualitatives und nachhaltig profitables Wachstum zählt

Nacktes Wachstum ist aber nicht nur bedeutungslos, sondern in einem sinnstiftenden Narrativ sogar wertvernichtend, wenn es den qualitativen Aspekt nachhaltiger Profitabilität nicht aufweist. "Und das ist bei Tesla alles andere als gesichert, solange sich ein wachsender Marktanteil mittels Verschuldung und durch weitere Investitionen erkaufte wird", stellt Müller fest. "Beispielsweise ist nicht bekannt, wie kostspielig für Tesla das Eintrittsticket zum chinesischen Markt war, einem als strategisch erklärten Marktsegment, auf dem eine Reihe chinesischer Hersteller um die Vorherrschaft kämpfen, und welche Netto-Marge Tesla tatsächlich an den dort verkauften Fahrzeugen bleibt." Und weiter: "Mit der neu in Kraft tretenden Regulierung, die bei der Ermittlung des CO2-Fußabdrucks neben der Inbetriebnahme nun auch die Produktion und Rohstoffförderung beinhaltet, wird Tesla nicht länger als emissionsfrei gelten und schwindende Einnahmen durch den Verkauf von CO2 Zertifikaten verzeichnen, was die Marge ebenfalls schmälert." Noch fehle es Tesla im batteriebetriebenen Segment an ernstzunehmender Konkurrenz, dieser Vorsprung werde sich mittelfristig allerdings verringern, was die Marge ebenfalls kaum positiv beeinflussen könne. "Solche Imponderabilien und viele mehr bedeuten, dass nachhaltiges Gewinnwachstum nicht ausgemacht und Tesla damit alles andere als in trockenen Tüchern ist. Mehr als bei den meisten Unternehmen bleibt hier lediglich die Ungewissheit gewiss", konstatoert Müller.

### Für die nächsten Etappen weiterhin besser gewappnet mit Wandelanleihen

Um an einer weiter erfolgreichen Aktienstory partizipieren zu können, dabei gleichzeitig aber besser gegen unvorteilhafte Überraschungen gewappnet zu sein, lässt sich auch zum jetzigen Zeitpunkt kaum ein effizienterer Weg als mit einer Investition über die Wandelanleihen finden.

Dabei stehen derzeit drei aktiensensitive Wandelanleihen mit unterschiedlicher Laufzeit zur Auswahl:

	price	delta	rating	size mio.
TSLA 2% 05/15/24	173%	91	B-	1845
TSLA 2.375% 03/15/22	162%	88	B-	977
TSLA 1.25% 03/01/21	145%	85	B-	138

Quelle: Holinger AM

### Fazit

Die zuvor beschriebene Konvexität wird sich bei einer Kurskorrektur wieder vorteilhaft defensiv auswirken, bei einem weiter ansteigenden Aktienkurs hingegen gewinnen die Wandler weiter an Dynamik und spiegeln das Aktienergebnis wider. (kb)