



## IFK INSTITUT FÜR KAPITALMARKT

Seit 2005 betreut das Kieler Institut für Kapitalmarkt (IfK) vermögende Privatkunden und Stiftungen. Im Mittelpunkt der Anlagestrategie stehen Anleihen. Gründer **Martin Wilhelm** (48), gelernter Bankkaufmann, CEFA- und DVFA-Analyst, kennt das Geschäft von der Pike auf. Er ist Fondsmanager des Acatis IfK Value Renten sowie mehrfacher Buchautor. Nach verschiedenen Stationen bei der Deutschen Bank in Frankfurt zog es ihn an die Ostsee – und in die Selbstständigkeit. Als Prokuristin unterstützt ihn **Monica-Aurea Herodek** (45). Die Diplom-Betriebswirtin mit TV-Erfahrung in den Wirtschaftsredaktionen von ARD und ZDF war zuvor ebenfalls Leiterin eines Wertpapierhändlerteams an der Börse in Frankfurt.

## „Wir sind so eine Art Lumpensammler“

Monica-Aurea Herodek und Martin Wilhelm vom Kieler Institut für Kapitalmarkt (IfK) über Value-Investing mit Anleihen, die schwierige Rolle der Ratingagenturen und den unterschätzten Einfluss des Zinses auf die Börsen

**V**alue-Investing ist keine Exklusivveranstaltung für Aktionäre. Seit Dezember 2008 managen Martin Wilhelm und Monica-Aurea Herodek vom Kieler Institut für Kapitalmarkt den Acatis

IfK Value Rentenfonds (WKN: A0X758). Mit einem Plus von fast 70 Prozent seit Auflage muss sich die Performance auch vor reinen Aktienfonds keineswegs verstecken – bei deutlich geringerem Risiko.

**von Anleihen ein Kurs-Gewinn- oder Kurs-Buchwert-Verhältnis keine Rolle. Nach welchen Kennzahlen richten Sie sich?**

**Herodek:** Die Priorität liegt auf der Wahrscheinlichkeit, mit der die Zinsen während der Laufzeit bezahlt werden können – und natürlich, ob die Rückzahlung des Kapitals am Fälligkeitstag realistisch ist. Deshalb beschäftigen wir uns – ganz im Sinne des Value-Investings – mit der Frage, wie robust das Geschäftsmodell ist und welche Margen es abwirft. Hierbei achten wir insbesondere auf Cashflow-Stabilität, wobei uns die Nachhaltigkeit des freien Cashflows am meisten interessiert – neben dem Verschuldungsgrad, versteht sich.

**Wilhelm:** Eine unserer Hauptaufgaben ist es, beide Kennzahlen gegeneinander abzuwägen. Fresenius zum Beispiel ist relativ

**Frau Herodek, Herr Wilhelm, wie funktioniert Value-Investing am Rentenmarkt?**

**Wilhelm:** Wir schauen dorthin, wo andere nicht hinschauen können, wollen oder dürfen. Wir sind, wenn man so will, eine Art Lumpensammler mit Faible für Anleihen, die unter Druck stehen und deshalb hohe Erträge versprechen. Wenn die Geschichte hinter dem Papier besser ist, als es der Kurs suggeriert, kaufen wir.

**So weit unterscheidet sich Ihr Vorgehen nicht grundsätzlich vom Suchprozess der Aktieninvestoren. Allerdings spielt für die Bewertung**



Der European Value Investor wird vom Zentrum für Value Investing e. V. zusammengestellt. Geschäftsführender Direktor ist Prof. Max Otte. Mitglieder sind unter anderem Acatis Investment GmbH, FPM Frankfurt Performance Management AG und Starcapital AG.

hoch verschuldet, deshalb gestehen die Ratingagenturen dem Konzern keinen Investment-Grade-Status zu. Den hohen Schulden steht aber ein robustes Geschäftsmodell gegenüber, das sich als krisenresistent erwiesen hat. Auch nach der Lehman-Pleite ist Fresenius nicht in die Verlustzone gerutscht. Im Gegensatz dazu schreibt Hapag-Lloyd zurzeit keine Gewinne. Hier überzeugt uns aber die solide Eigenkapitalquote von 46 Prozent. Wir halten Anleihen beider Unternehmen.

#### Welche Eigenkapitalquote ist aus Ihrer Sicht die Untergrenze des Vertretbaren?

**Wilhelm:** Wir sehen uns alles unter 20 Prozent genauer an – und im Zweifel sehr kritisch. Air Berlin mit fünf Prozent wäre uns zu riskant, wie alle Airlines übrigen. So etwas fassen wir nicht an.

#### Das klingt nach den Worten von Gordon Gekko im ersten Teil von „Wall Street“ ...

**Wilhelm:** ... und ist nach wie vor absolut richtig. Laut Analysen der vergangenen 50 Jahre gibt es nun mal die meisten Pleiten in der Luftfahrtindustrie. Wenn wir antizyklisch handeln wollen, weil alle Welt Airlines skeptisch sieht, dann kaufen wir Bonds von Fraport. In Rezessionen mag die Zahl der Starts und Landungen zwar zurückgehen, aber der größte Teil des Gewinns stammt aus dem Logistikgeschäft sowie den Mieten und Umsätzen der Shops am Frankfurter Flughafen.

**Herodek:** Überhaupt zählt Logistik zu unseren bevorzugten Branchen. Es gibt einige Nischen, die monopolistische oder oligopolistische Strukturen aufweisen, viele Unternehmen erzielen deshalb Margen von über 20 Prozent vor Steuern, Zinsen und Abschreibungen. Das schützt vor Verlusten, wenn das Geschäft zurückgeht.

#### Könnten Sie Beispiele für solche monopolistischen Strukturen nennen?

**Herodek:** Quasi-Monopole sind zum Beispiel Hafentreiber wie Eurogate, eine Tochter des börsennotierten Eurokai-Konzerns aus Hamburg. Das Unternehmen ist Europas größter Hafentreiber, hat aber – anders als Reedereien – bei einer Flaute keine ernsthaften Probleme. Denn Eurogate hat keine Schiffe in der Bilanz.

**Wilhelm:** Ein wenig artverwandt ist die Wertpapierlogistik. Wir halten auch Anleihen von Euroclear, dem führenden Abwickler für Wertpapiertransaktionen. Auch hier sind die meisten Analysten skeptisch, weil

der zunehmende Interbanken- und Direkthandel den Börsenhandel zu einem schrumpfenden Geschäft macht. Trotzdem kommt man nicht ohne eine Stelle aus, die das Settlement übernimmt, die also klärt, welchem Depot am Ende des Tages welche Wertpapiere zuzuordnen sind. Auch ein Crash würde daran nichts ändern: Clearing und Abwicklung sind auch notwendig, wenn Aktien, die eben noch 100 Euro gekostet haben, plötzlich bei 20 stehen.

#### Wie wichtig sind Ratings für Sie?

**Wilhelm:** Wir beteiligen uns nicht am Heruntermachen der Ratingagenturen. Im Gegenteil, wir sind froh, dass es sie gibt.

#### Aber Sie richten sich nicht immer nach deren Urteil – siehe Fresenius.

**Wilhelm:** Man kann Ratingagenturen vorgehen, dass sie manchmal etwas träge sind und zu spät reagieren. Wobei das eben auch eine politische Gratwanderung ist. Stufen sie ein Land frühzeitig herunter, schiebt man ihnen die Schuld dafür in die Schuhe,

dere in den ersten zwölf Monaten nach einer Emission. Im Markt spricht man gelegentlich auch von Gefälligkeitsratings. Um genau zu sein, haben wir bis jetzt drei neu emittierte Mittelstandsanleihen gezeichnet: Dürr, Scholz und Semper Idem, die Muttergesellschaft von Underberg. Das soll nicht heißen, dass das Segment Mittelstandsanleihen gar nicht investierbar ist, oft genug ist es auch einfach nur nicht liquide genug.

**Herodek:** Ehrlich gesagt, würde ich das etwas weniger milde beurteilen. Der Bondm-Index für das Mittelstandsanleihen-segment der Stuttgarter Börse hat auf Sicht von drei Jahren rund fünf Prozent eingebüßt, während wir beispielsweise mit unserem Rentenfonds 25 Prozent Plus gemacht haben. Und wir sehen uns keineswegs als Hexenmeister. Mittelstandsanleihen werden vornehmlich von Investoren gekauft, die sonst schwerpunktmäßig Aktien handeln. Und wenn Aktienleute

## „Wenn Aktieninvestoren wegen der Wachstumsstory eines Unternehmens Anleihen kaufen, ist Vorsicht geboten.“

dass die Refinanzierung schwieriger wird. Warten sie, heißt es: Ihr hättet die Investoren früher warnen müssen. Für diese Situation muss man Verständnis haben. Und auch dafür, dass sie hin und wieder überlastet sind. Davon können wir profitieren.

#### Inwiefern?

**Wilhelm:** Wer interessiert sich außerhalb Deutschlands schon für ein Unternehmen wie Südzucker? Da gibt es viel spannendere Fälle. Bis die Ratingagenturen derart langweilige Firmen einmal wieder unter die Lupe nehmen und feststellen, dass eine Hochstufung eigentlich überfällig wäre, können wir Lumpensammler in aller Ruhe unsere Erträge einfahren – in den vergangenen fünf Jahren mehr als zehn Prozent jährlich. Der langweiligste Schuldner, der immer pünktlich zahlt, ist uns gerade recht.

#### Was halten Sie von Mittelstandsanleihen?

**Wilhelm:** Wir sind da eher skeptisch. Im Verhältnis zu den drei internationalen Ratingagenturen – zwei davon mit einer mehr als 100-jährigen Historie – sehen wir zu den alternativen deutschen Ratingagenturen tendenziell ein Know-how-Gefälle. Dieses bezieht sich auf beides: die Analysen und deren schnelle Veränderungen, insbeson-

wegen der Wachstumsstory eines Unternehmens plötzlich Anleihen kaufen, ist eher Vorsicht geboten.

#### Sie sprechen aus Erfahrung?

**Wilhelm:** Falls Sie auf meine Vergangenheit als ausgebildeter Aktienanalyst anspielen: Ich bin geläutert. Warum soll ich mir einzelne Kursschwankungen von 30 bis 50 Prozent antun, wenn ich mit Anleihen im Schnitt die gleichen sieben Prozent Wertzuwachs pro Jahr erzielen und dabei besser schlafen kann? Auch die meisten Kunden können die Schwankungen in einem 100-Prozent-Aktiendepot nicht aushalten.

#### Heißt das, Sie meiden Aktien generell?

**Herodek:** Nicht generell, nein. Wir müssen uns damit auskennen, weil wir das Geschäftsmodell ohnehin verstehen müssen und ja auch Wandelanleihen im Fonds halten. In der Vermögensverwaltung setzen wir durchaus wohl dosiert Aktien ein. Das hängt vom Einzelfall ab. Bei Unternehmen wie BASF, deren Anleihen mit weniger als zwei Prozent rentieren, die aber eine Dividendenrendite von fast vier Prozent haben, würden wir uns eher für die Aktie entscheiden. In unserem Rentenfonds haben wir diese Möglichkeit natürlich nicht.

**Auch die Möglichkeit, mit Rohstoffen zu diversifizieren, bietet der Fonds nicht. Setzen Sie Edelmetalle in der Vermögensverwaltung ein?**

**Wilhelm:** Wenn die Kunden uns explizit darauf ansprechen, sagen wir: Ein paar Krügerand-Münzen für den Notfall können nicht schaden, falls wir uns irren und das Finanzsystem wider Erwarten doch kollabiert. Unsere Faustformel für Gold und Silber lautet: Es sollte so viel sein, dass es reicht, durch eine Krise zu kommen, aber so wenig, dass es nicht weh tut, wenn es fällt. Der Preisrutsch im ersten Halbjahr hat unsere Sicht bestätigt. Edelmetalle sind keineswegs immer sichere Häfen.

**Was ja neuerdings auch für Staatsanleihen gilt. Kann denn Staatsschuld Value sein?**

**Wilhelm:** Natürlich. Da tun sich immer wieder Gelegenheiten auf, wenn man eben wiederum dort hinschaut, wo andere nicht hinschauen.

**Zum Beispiel?**

**Wilhelm:** Ein klassischer Fall war die Umschuldung Griechenlands. Die Leute

schaun in aller Regel auf die Anleihen mit der längsten und der kürzesten Laufzeit. Deshalb standen die Bonds mit Fälligkeit in den Jahren 2023 und 2042 im Mittelpunkt des Interesses. Nach unseren Recherchen bot aber eine 2029 fällige Anleihe das beste Risiko-Rendite-Verhältnis. Auch im Fremdwährungsbereich gibt es immer wieder Chancen, die wir nutzen können.

**Also ist es noch möglich, Fehlbewertungen mit dem Rechenschieber aufzuspüren?**

**Wilhelm:** Das ist ja das Schöne für uns. Da war zum Beispiel die Wandelanleihe der Deutschen Post mit einem Delta von 0,3. Das hätte bedeutet, dass sie einen Anstieg der Aktie nur zu 30 Prozent nachvollzieht. Wir haben unsere eigenen Berechnungen angestellt und kamen zu dem Schluss, dass ein Mispricing vorliegt. So war es dann auch: Beides stieg in den ersten fünf Monaten um 13 Prozent. Somit entwickelten sich Wandelanleihe und Aktie parallel 1:1.

**Die meisten Privatanleger sind da mal wieder leer ausgegangen, weil die Stückelung von**

**100 000 Euro nichts für den Geldbeutel von Normalbürgern ist.**

**Herodek:** Das ist zurzeit tatsächlich ein Problem – in 1000-Euro-Stückelung gibt es eigentlich fast nichts mehr, das wir noch attraktiv finden. Dieses Feld ist abgegrast. Attraktive Anleihen finden wir aktuell nur mit Nominalen von 50 000 Euro oder mehr.

**Heißt „fast nichts“: Es gibt Ausnahmen?**

**Herodek:** Ein Bond der österreichischen Telekom Austria mit 1000-Euro-Nominal bietet eine Verzinsung von 5,00 Prozent. Es handelt sich um eine sogenannte Hybridanleihe, das heißt, es könnte in schwierigen Phasen sein, dass der Zins in einem Jahr mal nicht bezahlt wird, was bisher allerdings nicht der Fall war.

**Wilhelm:** In US-Dollar, Britischen Pfund oder Schweizer Franken gibt es von RWE ebenso interessante Hybridanleihen, beispielsweise in 2000-Dollar-Stückelung. Das ist ein klassischer Fall für Value-Investoren. Auf die Aktie wettet ja zurzeit kaum noch jemand einen Pfifferling. Aber: RWE hat einen hohen Anteil kommunaler Aktionäre – und die wollen eine Dividende. Laut Anleihebedingungen muss der Kupon bezahlt werden, wenn eine Dividende fließt.

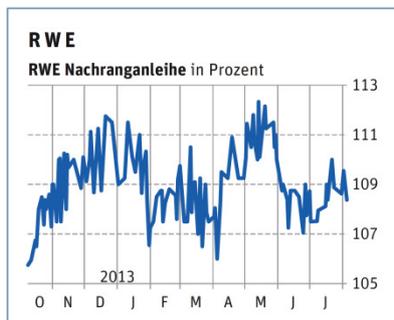
**Das hört sich irgendwie an, als sei Value-Investing am Rentenmarkt deutlich einfacher als am Aktienmarkt.**

**Wilhelm:** Einfacher bestimmt nicht, weil alle Anleihen verschieden sind und man sich sehr genau mit den Prospekten auseinandersetzen muss. Aber gelegentlich logischer, weil die Anleihen eines Emittenten oder einer Branche über die Renditematrix gut zu vergleichen sind. Das ist auch der Grund, warum Warren Buffett unserer Meinung nach zu Unrecht als klassischer Aktieninvestor angesehen wird.

**Wie kommen Sie denn darauf?**

**Wilhelm:** Nun, auch er hält Bonds und sogar einige der verteuerten Kreditderivate, in der Spitze sogar im Wert von rund 30 Milliarden US-Dollar. Wer den Kapitalmarkt insgesamt verstehen will, sollte Zinsen und Anleihen mit in die Analyse einbeziehen. Die Aktienmärkte waren in den zurückliegenden Jahren oft genug nur ein Spielball der Zinsmärkte. Wir schauen uns deshalb jede Pressekonferenz von EZB-Chef Mario Draghi sehr genau an. Die Dominanz des Zinses wird häufig unterschätzt.

INTERVIEW: JENS CASTNER



Die nachrangige Anleihe von RWE läuft bis 2072, kann aber zum 12. Oktober 2017 gekündigt werden. Die Zinszahlung erfolgt halbjährlich.



Die Hybridanleihe der Telekom Austria hat keine Laufzeitbegrenzung, eine Kündigung ist frühestens ab 2018 möglich. Jährliche Zinszahlung.

RWE	WKN: A1M L2E
<b>Geschäftsmodell:</b> Nach Eon zweitgrößter deutscher Energieversorger mit einem hohen Anteil kommunaler Aktionäre.	
<b>Anleiheinformationen:</b> Hoch/Tief (52 Wochen in %): 111,55/102,02 Nächster Zinstermin: 12. Oktober 2013 Nominalbetrag/Währung: 2000 US-Dollar	
<b>Kennzahlen und Bewertung:</b> Zinskupon: 7,00 % Aktuelle Rendite: 4,75 % Kupontyp: bis 2017 fix, danach variabel	

Stand: 06.08.13; Quelle: Bloomberg

TELEKOM AUSTRIA	WKN: A1H ESC
<b>Geschäftsmodell:</b> Ehemaliger Monopolist, größter Anbieter von Telefonie- und Internetdienstleistungen in Österreich.	
<b>Anleiheinformationen:</b> Hoch/Tief (52 Wochen in %): 105,70/98,70 Nächster Zinstermin: 1. Februar 2014 Nominalbetrag/Währung: 1000 Euro	
<b>Kennzahlen:</b> Zinskupon: 5,625 % Aktuelle Rendite: 5,00 % Kupontyp: bis 2018 fix, danach variabel	

Stand: 06.08.13; Quelle: Bloomberg

Chart: Bloomberg/SmallCharts; Bild: Peter Foley/Bloomberg