

# „Es gibt immer unterbewertete Anleihen am Markt“

Smart Investor im Gespräch mit **Martin Wilhelm**, Geschäftsführer der IfK – Institut für Kapitalmarkt GmbH, über Value Investing am Anleihemarkt

**Smart Investor:** Herr Wilhelm, der von Ihnen gemanagte ACATIS IfK Value Renten-Fonds orientiert sich voll und ganz am Value-Ansatz. Wo setzt man als Value-Investor am Rentenmarkt an, um Unterbewertungen zu identifizieren?

**Wilhelm:** Ähnlich wie bei einer Aktie kann man auch eine Anleihe mit einer Margin of Safety kaufen. Die Unterbewertung muss sich jedoch nicht zwingend im absoluten Preis zeigen. Da eine Anleihe vor allem anhand der relativen effektiven Rendite bewertet wird, liegt hier auch der Value. Unterbewertet kann ein Rentenpapier beispielsweise im Vergleich zur Branche, anderen ausstehenden Anleihen desselben Unternehmens, Anleihen in anderen Währungen, Seniorität der Forderung oder im Vergleich zu Derivaten (u.a. CDS) sein.

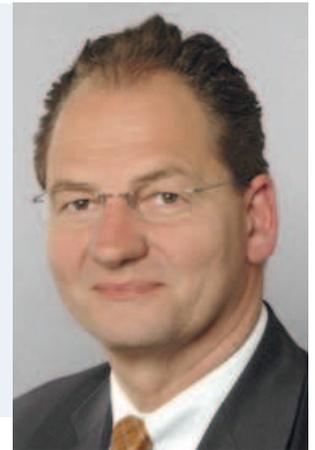
**Smart Investor:** Können Sie uns hierzu ein Beispiel nennen?

**Wilhelm:** Nehmen Sie z.B. die Anleihen von MOL, dem führenden ungarischen Ölkonzern. Das ist ein Unternehmen, das zwei Drittel seines Umsatzes im Ausland erzielt. Der sinkende Ungarische Forint bereitet dem Unternehmen also kaum Probleme, eine Herabstufung von Ungarn durch die Ratingagenturen hat mit der Bonität von MOL eher wenig zu tun. Trotzdem weisen die Anleihen von MOL einen gewaltigen Renditevorsprung zu vergleichbaren westlichen Ölkonzernen wie BP oder Total auf. Werden solche Anleihen unter pari gehandelt, haben Sie einen weiteren Vorteil: Irgendwann wird der Bond zu 100% getilgt, die Unterbewertung löst sich daher von selbst auf, je näher die Tilgung rückt.

**Smart Investor:** Klassische Value-Investoren wie Warren Buffett sehen in der Volatilität kein Risiko, eher Chancen. Dennoch ist eine niedrige Volatilität erklärtes Ziel des von Ihnen gemanagten Fonds?



**Martin Wilhelm** ist Vermögensverwalter und Fondsmanager des ACATIS IfK Value Renten-Fonds. Bevor er sich im Jahr 2005 mit der Gründung der IfK – Institut für Kapitalmarkt GmbH selbstständig machte, war er u.a. Händler auf dem Börsenparkett und Direktor einer internationalen Großbank. Er war langjähriger Dozent bei der Frankfurt School of Finance & Management und ist mehrfacher Buchautor für Zinsen, Anleihen und Obligationen.



**Wilhelm:** Volatilität ist ein ganz wichtiger Faktor. Der Mensch ist nicht dafür geschaffen, große Schwankungen zu ertragen. Das können Sie an sich selbst am besten überprüfen: Wenn Sie mit einer Position stark im Minus liegen, werden Sie das höchstwahrscheinlich nicht als temporäre Schwankung ansehen, sondern sich ärmer fühlen. Ein weiteres Argument sind die Möglichkeiten, jederzeit nachzukaufen. Wenn ich in meinen bestehenden Positionen keine oder nur geringe Verluste realisieren müsste, habe ich immer entsprechende Mittel, um andere unterbewertete Anleihen kaufen zu können, wenn andere in dieser Phase besonders Angst haben. Wichtig ist die Stabilität des Gesamtportfolios. Die Schwankungen eines einzelnen Titels kann ich gut abfedern, wenn die Mehrheit der Anleihen dabei stabil ist.

**Smart Investor:** Aktuell werden von vielen Anlegern Mittelstandsanleihen als Alternative in der Niedrigzinsphase angesehen. Finden sich darunter Value-Anleihen?

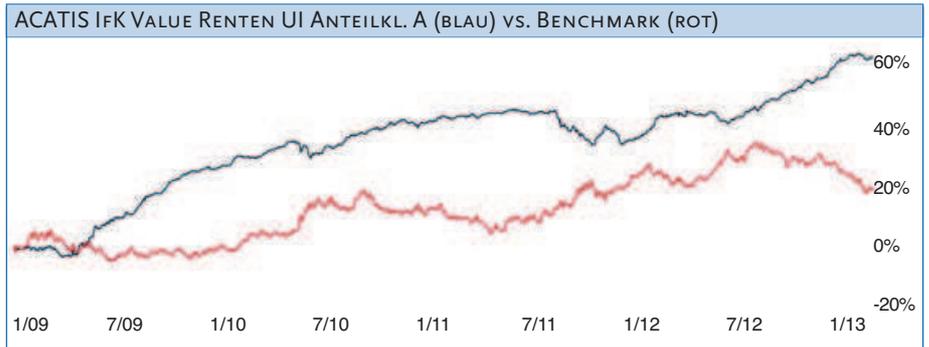
**Wilhelm:** Nein, lediglich in wenigen Ausnahmen. Wir haben aktuell nur Anleihen dreier Mittelstandsemittenten, darunter mit Dürr und Scholz zwei Unternehmen, die allein aufgrund der Größe nicht mehr als klassische Mittelständler angesehen werden können. Bei der Mehrzahl der Emissionen stimmt die relative Bewertung nicht, die ich vorhin genannt habe. Sie tragen am Mittelstandsanleihemarkt häufig ein mit Eigenkapital vergleichbares Risiko, für das Sie jedoch nur Coupons von 7 bis 8% erhalten. Aktuell ist an diesem Markt zusätzlich der Name des Emittenten wichtiger als die Bilanz- und Ertragssituation. Hier findet ein klares Mispricing von Risiken statt, im Endeffekt genau das Gegenteil von dem, was wir suchen.

**Smart Investor:** In der Vergangenheit haben Sie unter anderem auch in Griechenland-Anleihen investiert. Wie kann hier eine Unterbewertung vorliegen?

**Wilhelm:** Die meisten Anleger haben schief gelegen, was die Rettungsbemühungen der EU betraf. Viele haben im Vertrauen auf die EU griechische Anleihen bei 70 oder 80% vom Nominalbetrag gekauft. Bei 20 bis 25% des Nominalbetrages, das heißt unmittelbar vor der Zwangsumschuldung, hat sie dagegen kaum einer auf dem Schirm gehabt. Nach der Umschuldung hat sich das Niveau der neuen Anleihen jedoch wieder normalisiert, die Renditen nähern sich heute wieder denen anderer Mittelmeerländer an.

**Smart Investor:** Aktuell sind Sie insbesondere in Nachranganleihen investiert, ein von Anlegern nicht gerade geliebtes Marktsegment. Ist es lohnenswert, sich hier gegen die Masse zu positionieren?

**Wilhelm:** Man muss nach Emittent unterscheiden, es gibt nicht „den Markt“ für Nachranganleihen. Wenn man allerdings die Anleihebedingungen genauer studiert, kann man Unterbewertungen finden: Die Münchener Rück hat in den letzten 20 Jahren Dividenden bezahlt, bei RWE achten die notorisch eher klammen nordrhein-westfälischen Kommunen als Hauptaktionäre darauf, dass die Dividende auch in schwierigen Zeiten nicht gekürzt wird. Da die Bezahlung des Coupons an die Auszahlung einer Dividende geknüpft ist, findet in diesen Fällen ein Mispricing von Risiken statt.



Quelle: Universal Investment

**Smart Investor:** Die Entwicklung Ihres Fonds ist in den letzten drei Jahren stets deutlich über vergleichbaren Indizes gelegen. Wie schaffen Sie dauerhaft diese Outperformance?

**Wilhelm:** An der Börse zahlen ca. 80% permanent ein und nur 20% gewinnen dauerhaft. Das sind nicht die Leute, die sich oberflächlich mit ihren Investments beschäftigen. Vernünftiges Asset Management geht nicht in einer 35-Stunden-Woche, entscheidend ist es, genügend Zeit in das Research zu stecken. Den größten Teil meiner Arbeitszeit sitze ich am Schreibtisch, um unsere Investments zu analysieren.

**Smart Investor:** Herr Wilhelm, vielen Dank für das sehr interessante Gespräch.

Interview: Christoph Karl