

Nr. 2 2008 (Mai)

Editorial**Sehr geehrte Damen und Herren!**

Nach dem unglücklichen Jahresauftakt an den Kapitalmärkten kommen wir langsam in ruhigere Gefilde; allerdings bedeutet dies noch keine Entwarnung. Wir haben deshalb aus aktuellem Anlass Herrn Dr. Oliver Roll gebeten, seine persönliche Einschätzung zur Subprime-Krise zusammenzufassen (Market View). Eine Alternative könnten Wandelanleihen sein. Mit diesem Thema beschäftigt sich **Volker Buschmann**, Managing Director bei M&G Investments. Einen anspruchsvollen Ansatz bieten auch sog. „Managed Accounts“. **Markus Ross**, Vorstand der CEROS Vermögensverwaltung AG, zeigt die Möglichkeiten auf, die auch für institutionelle Investoren von Interesse sind.

Viel Spaß bei der Lektüre!

**Frank Wehlmann**  
**Gesellschafter-Geschäftsführer**  
**TELOS GmbH**  
**Abraham-Lincoln-Str. 7**  
**D-65189 Wiesbaden**  
**Internet: [www.telos-rating.de](http://www.telos-rating.de)**

**Neues aus der Ratingwelt:**

Von Cicero stammt die Aussage: „Sparsamkeit ist eine gute Einnahme“. Einnahmen sind für institutionelle Anleger die Würze Ihrer Anlagepolitik. Von Investoren wird heutzutage aber nicht nur Sparsamkeit gefordert, sondern kluges Taktieren an den Kapitalmärkten – innerhalb ihrer rechtlichen Möglichkeiten natürlich -. Dabei steigen die Anforderungen an die Investorenschaft von Seiten der Aufsichtsbehörden, aber auch von den eigenen Gremien. „Qualitative Ratings“ können einen Beitrag leisten, um dieses Sicherheitsbedürfnis zu befriedigen. Ähnlich wie in der kritischen Phase von 2000 bis Frühjahr 2003 hat auch die jüngste (Subprime-) Krise dazu geführt, dass sich Asset Manager einer Analyse stellen oder sie ihre Produkte bewerten lassen. Über 70.000 (jährlich) Downloads von Ratingreports auf der TELOS Website ([www.telos-rating.de](http://www.telos-rating.de)) untermauern den Stellenwert, den Ratings heute einnehmen. Dazu gehören nicht nur die klassischen Produkte wie Fonds Ratings; auch bei Dienstleistern wie Master KAGen wird heute von Investoren immer mehr darauf geachtet, ob die Gesellschaft über ein Rating verfügt. Eine ähnliche Entwicklung zeichnet sich im Bereich der „Vermögensverwalter“ ab.

**Vermögensverwalter:**

Mit der **Deutsche Bank Private Asset Management** ist das erste deutsche Haus im Bereich Vermögensverwaltung für Privatkunden geratet worden. Mit der Note „**AA**“ hat die Deutsche Bank „**sehr gut (Ausblick: AA+)**“ abgeschlossen. Die Analyse umfasst alle Einheiten rund um die VV bei Deutsche Bank PAM, angefangen von den Produkten über Dienstleistungen und Kundenbetreuung bis hin zur Betrachtung der Organisation sowie des Qualitätsmanagements.

**TELOS Fondsratings (TFR):**

Etwa die Hälfte der zuvor genannten Downloads fallen auf den Bereich TFR. Seit einem halben Jahr versehen wir unsere Rating-Reports in diesem Bereich mit noch umfanglicheren – graphisch aufbereiteten – Informationen (u.a. rollierende 12-Monats-Perfor-

mance: Sharpe Ratio, Drawdown und Return; absolut erzielter Return auf Monatsbasis, Vergleich zur Benchmark, Histogramm der monatlichen Returns). Durch diese für den Investor zur Beurteilung des Fonds interessanten Zahlen reichern wir unsere qualitative Analyse noch mehr an mit dem Ziel, die Kontinuität des Fondsmanagements beurteilen zu können. Seit der letzten Ausgabe im Februar 2008 sind weitere zwölf Publikumsfonds bewertet worden. Einem Erst-Rating wurde der Deka-Fonds „Global Convergence Renten“ („AA-“) und einem Folgerating der Deka „Global Opportunities Plus“ („AA“) unterzogen. Auch „Insight Investment Management“, London, hat seinen ersten Fonds bei TELOS bewerten lassen. Der aktiv gemanagte „Absolute Insight European Equity Market Neutral Fund“ erhielt die Note „AA+“. Der Fonds „Sparinvest Global Value“ konnte sein sehr gutes Ergebnis aus dem Vorjahr („AA+“) halten. Der von der CEROS Vermögensverwaltung AG gemanagte Fonds „Türkei 75+“ schnitt mit „A+“ ab. Die Fondsfamilie der ABN AMRO Target Click Fonds der ABN AMRO (jetzt Fortis Investments) kamen wieder auf die Bewertung „AAA-“. Auch der Fonds „Siemens Rich & Liquid“ der Innovest Kapitalanlage AG, Wien, erfüllt wie im Vorjahr wieder höchste Qualitätsstandards („AA“). Der „Raiffeisen EURO Rent“ konnte sein hervorragendes Vorjahres-Ergebnis mit einem „AAA“ bestätigen. Auch der First Private „Euro Aktien Global“ erhielt mit einem „AAA“ die Höchstnote. Von DJE wurden wieder zwei Fonds einer Bewertung unterzogen. Der „DJE Dividende & Substanz“ erhielt die Bestnote „AAA“, der „DJE Gold & Ressourcen“ schnitt mit „AA“ ab. Der Fonds „Threadneedle Target Return Fund“ erzielte ein „AA+“. Zu einigen Fonds liegen auch englischsprachige Reports vor, die Sie auf unserer Website ([www.telos-rating.de](http://www.telos-rating.de)) finden. Alle aktuellen Ratingergebnisse können Sie der beigefügten Liste entnehmen. Hinweis: Sobald Sie einen Ratingreport zum Download aufgerufen haben, können Sie links auf der Website bestimmte Obertitel wie z.B. „Investmentprozess“ oder „Historie“ anklicken und so in dem Report direkt auf bestimmte, Sie interessierende, Punkte zugreifen.

## Master KAG Ratings:

Der Markt für administrative Dienstleistungen wurde lange Zeit unterschätzt, hat aber in den letzten Jahren enorm an Schubkraft gewonnen. Zu Anfang noch stiefmütterlich behandelt haben die Master KAGen das Image des „typisch deutschen Produktes“ längst abgestreift, haben ihr Service-Angebot ausgebaut und schauen jetzt schon über die Landesgrenzen hinaus, also gewissermaßen „cross-border“. Investor und Master KAG wachsen so immer mehr zu Partnern zusammen. Neben Consulting und Overlay Management wird das internationale Pooling von Assets immer mehr zum Thema. Der Wettbewerb zwischen Master KAG und den – oftmals internationalen – Custodians wird so immer greifbarer. Neben den aktuellen Ratings der beiden Master KAGen „Universal“ und „Helaba Invest“ befinden sich weitere Anbieter aus dem Bereich Administration und Services bei TELOS im Ratingprozess. Dieser Markt wird damit transparenter und so wundert es kaum, dass im Rahmen unserer aktuellen Marktstudie zum Thema „Master KAG“ jeder zweite befragte Investor bei der Suche nach der richtigen Master KAG vorhandene Ratings mit einbeziehen möchte.

## Downloads von unserer Website

Die Downloadquote auf unserer Website hat sich bei den „TELOS Fonds Ratings“ und bei den „Manager Ratings“ (Master KAG, Vermögensverwalter, Immobilienfonds-Gesellschaften, Pension Solution) bei jeweils 2.500 bis 3.000 p. M. stabilisiert. ([www.telos-rating.de](http://www.telos-rating.de)). Auch auf unserer imi-Datenbank mit Informationen zu verschiedenen Managern registrieren wir pro Monat inzwischen um die 1.500 Aufrufe ([www.investment-manager.info](http://www.investment-manager.info)). Über die Möglichkeiten, die sich für Ihr Haus aus unserer erweiterten Datenbank ergeben, werden wir Sie in Kürze informieren.

Im Übrigen: wenn Sie unter „Google“ den Begriff „Telos“ eingeben, erscheinen wir von mehreren hundert Adressen an **Nummer 2!**

## Künftige Projekte:

Aktuell untersuchen wir wie zuvor erwähnt den „Master KAG-Markt“ in Deutschland. In Kürze starten wir nunmehr zum vierten Male

gemeinsam mit Prof. Homburg & Partner,  
Mannheim, die Zufriedenheitsstudie zum in-  
stitutionellen Markt in Deutschland.

<b>Fondsname:</b>	<b>ISIN:</b>	<b>Rating:</b>	<b>Datum:</b>
Sparinvest Global Value	LU0138501191	AA+	02/2008
Türkei 75 Plus	LU0093368008	A+	02/2008
ABN AMRO Asset Management	Fonds Familie	AAA-	03/2008
Deka-Global Convergence- Renten CF	LU0245287742	AA-	03/2008
siemens/rich&liquid	AT0000781679	AA	04/2008
Raiffeisen-Euro-Rent	AT0000996681	AAA	04/2008
DJE – Gold & Ressourcen	LU0159550820	AA	04/2008
Threadneedle Target Return Fund	GB00B104JL25 GB00B104JD41	AA+	03/2008
Deka-GlobalOpportunitiesPlus	LU0236908371 LU0236907720	AA	04/2008
DJE – Dividende & Substanz	LU0159551042	AAA-	05/2008
First Private Aktien Global	DE000A0KFRT0	AAA	05/2008
Insight European Equity Market Neutral Fund	JE00B1HL8T73	AA+	05/2008

## Reflektionen zur Subprime-Krise

Von Dr. Oliver Roll, Head of Germany, Institutional Business bei Threadneedle in Frankfurt

Es ist gar nicht leicht, sich zur sogenannten Subprime-Krise zu äußern. Im Herbst 2007 war ich noch der Überzeugung, dass wir bereits im zweiten Quartal dieses Jahres wieder in ruhigeres Fahrwasser kommen. Bis dahin, so dachte ich, seien die Banken und Versicherungen durch ihre Bücher gegangen, hätten ihre Bilanzen erstellt und entsprechend aufgeräumt. Während die Halbwertszeit aktueller Stellungnahmen in den vergangenen Monaten immer kürzer wurde, wird die Kette betroffener Adressen von Woche zu Woche länger und macht auch vor den vermeintlich großen und guten Namen nicht halt. Bestätigt war meine Einschätzung auch durch den damaligen Stand des iTraxx Crossover-Index. Wirft man einen Blick auf die Monate September/Oktober 2007, zeigt sich eine Beruhigung des zwischenzeitlich empor geschossenen Niveaus. Mittlerweile liegen wir jedoch wieder bei ca. 500bps (siehe Grafik 1) - nach einem langjährigen Niveau von unter 200bps. Dementsprechend gehe ich heute davon aus - und mit dieser Meinung liege ich durchaus im „Mainstream“ - dass wir noch im gesamten Kalenderjahr 2008 mit den Auswirkungen der Krise zu tun haben werden, aber nicht unbedingt länger.

## Eine Krise weit über das Subprime-Segment hinaus

Eigentlich ist der Begriff Subprime-Krise ungenügend. Der Ursprung ist zwar auf das Subprime-Segment des amerikanischen Hausfinanzierungsmarktes zurück zu führen. Mittlerweile hat sie sich jedoch schon von einer globalen Interbanken-Liquiditäts- und Reputationskrise zu einer Vertrauenskrise entwickelt. Derzeit sehen wir eine veritable Bankenkrise und die Gefahr, dass neben den USA auch andere Märkte von einem drohenden Teufelskreis von Kreditzurückhaltung und daraus folgenden weiteren rezessiven Entwicklungen betroffen sein könnten. Die Herausforderung ist aktuell, ob und in welchem Ausmaß sich eine andeutende Rezession in Amerika die globalen Märkte beeinflussen wird oder ob das neue Schlagwort „Decoupling“ seine Berechtigung hat. Beschwichtigende Äußerungen, das Ganze sei nicht so schlimm, sind sicherlich kontraproduktiv, was auch die Betroffenen in Häusern wie SachsenLB, WestLB, IKB oder auch bei Northern Rock oder Bear Stearns so sehen dürften. Auf der anderen Seite ist Panikmache jedoch nicht das Gebot der Stunde. Kritisch sehe ich die Rufe nach

staatlichen Eingriffen wie etwa durch mehr Finanzmarkt- und Bankenregulierung. Ein solches Korsett, für das es aktuell eine Menge nachvollziehbaren Rückenwind gibt, wäre die Saat für eine nächste Krise. Falsch wäre es auch, den vielfach kritisierten Hedgefonds die Schuld zuzuweisen. Richtig ist, dass sie sich im Subprime-Segment engagiert haben, aber sie haben dieses „Teufelszeug“ nicht entwickelt. Vielmehr geht es um die These, dass eine der Ursachen der Subprime-Krise in der verordneten Regulierung von institutionellen Investoren zu suchen ist. Ich wage an dieser Stelle die Aussage, dass selbst eine ordentlich geführte, der Finanzaufsicht unterliegende Bank nichts anderes ist als ein regulierter Hedgefonds - und eine Reihe von Hedgefonds machen genau dasselbe wie eine "nicht regulierte" Bank. Die Sicherheit, die für institutionelle Investoren durch aufsichtsrechtliche Regelungen mehr suggeriert als sichergestellt wird, muss also anders erzielt werden. Was die Subprime-Krise zudem von vorangegangenen Krisen unterscheidet: Sie ist eine Krise der Profis. Daher hat auch das Platzen der Blase am amerikanischen „Häusle-Bauer-Markt“ so viel nachhaltigere Auswirkungen und die Folgen werden in vielen anderen Märkten deutlich länger zu spüren sein. Um meine These ein wenig zu erläutern, will ich auf einer Mikro- und einer Makroebene Ursachen und Konsequenzen der Subprime-Krise analysieren. In Bezug auf die Mikroebene ist natürlich hinlänglich bekannt, wie die Blase zustande kam; es ist dennoch hilfreich, die ursprüngliche "Finanzalchemie", die am Anfang der Krise stand, noch einmal aus Sicht eines Risikomanagers zu betrachten.

## Verbriefung: Fluch oder Segen?

Am Anfang war die Fed: Ein Niedrigzins-Umfeld und der Wunsch, den amerikanischen Häusermarkt zu einer tragenden Stütze im binnenwirtschaftlichen Geschehen Amerikas zu machen, ließ innovative Finanzalchemie erst florieren. Damit soll nicht gesagt sein, dass Derivate oder Verbriefungen generell etwas Schlechtes seien. Im Gegenteil: Verbriefung ist eine hervorragende Methode zur horizontalen Risikotransformation. So kann eine breite Verteilung von Risiken auf eine große Anzahl von Kapitalmarktteilnehmern erfolgen. Im Unterschied dazu werden bei vertikaler Risikotransformation wie etwa großen Versicherungsschäden oder Naturkatastrophen große Risikobeträge auf eine Vielzahl kleiner Risikoprämien verteilt. Beide Mechanismen sind zentrale Dienstleistungen von Finanzintermediären. Die horizontale Risikotransformation leisten sie durch

(1.) Risikoselektion, (2.) Risikodiversifikation und (3.) durch Bonitätshaftung (collateral). Auch wenn dies ein wenig abstrakt klingen mag, bildet es doch den Schlüssel, um zu verstehen, was „schief gegangen“ ist. Eine Risikoselektion, die diesen Namen auch verdient, hat im Subprime-Segment nicht stattgefunden. Durch Vermittlungsprämien getrieben, kamen auch nicht kreditwürdige oder –fähige US-Haushalte in den Genuss eines Eigenheims. In Kombination mit den Entwicklungen des Zinsumfelds konnte hier keine Risikodiversifikation mehr stattfinden. Zudem waren sämtliche „Subprime Borrower“ langsam steigender Werte der Immobilien bei gleichzeitig teurer werdenden Refinanzierungen respektive Prolongation der Kredite ausgesetzt. So blieb auch die risikomindernde Wirkung durch Zeichnen vieler Risiken aus. Am interessantesten ist jedoch sicherlich der dritte Aspekt – die Bonitätshaftung. Dieser Teil ist dafür verantwortlich, dass aus dem lokalen US-ein globales Krisen-Thema geworden ist. Durch Tranchieren der Kreditportfolios wird die Bonitätshaftung – je nach Ratingklasse – auf verschiedene Schultern von unterschiedlich risikoaversen Investoren verteilt. Wenn beispielsweise ein 500-Millionen Kreditportfolio filetiert und in eine 400-Millionen AAA-geratete "Super Senior"-Tranche, in ca. 80 Millionen Senior- und Mezzanine-Tranchen (A und BB Rating) wird und nur etwa 20 Millionen die Equity-Tranche bilden, so stellen diese Zahlenverhältnisse eine durchaus typische CDO-Tranchen- und Bonitätsverteilung dar. Diese "innovative" Finanzalchemie kann selbst natürlich nur auf dem Boden einer validen Risikoselektion funktionieren. Eine kleine Veränderung der unterstellten Ausfallwahrscheinlichkeiten führt dazu, dass die durch Rating-Noten wiedergegebenen Bonitätseinstufungen Makulatur werden. Die binnenwirtschaftliche Entwicklung und Blasenbildung am amerikanischen Häusermarkt brachte nun nicht nur eine kleine, sondern eine heftige Veränderung dieser Parameter mit sich (vgl. Grafik 2). Macht man sich klar, dass dies nicht das Ende der Strukturierung war, sondern dass Verbriefungen selbst die Asset-Pools weiterer Tranchierungen waren ("CDO im Quadrat"), erkennt man unschwer, wie wenig diese Art von Risikotransfer an den Kapitalmärkten auf Dauer funktionieren kann. Diese Formen sind intransparent und lassen dem Käufer keine Möglichkeit, die Validität der Konstruktion jeweils zu prüfen. Ausschließlich die Rating-Etikettierung stellte eine Art Freibrief für die Investition in diese Strukturen dar. Hier liegt auch die Ursache für die Ausdehnung der sogenannten Monoline Insurers auf CDOs, ABSs und andere strukturierte Finanzierungen. Ursprünglich war ihr Geschäftsmodell darauf ausgerichtet, das Kredit-

ausfallrisiko abzusichern. Wer hatte hierzulande vor einem Jahr schon einmal etwas von Ambac oder MBIA gehört? Zusammenfassend lässt sich sagen, dass auf der Mikroebene alle elementaren Mechanismen, die eine funktionierende horizontale Risikotransformation ausmachen, ausgehebelt worden sind. Das bringt uns zur Betrachtung der Markoebene und damit zur Frage, warum dies alles dennoch so lange funktioniert hat, wenn doch die Risiken so intransparent verpackt waren?

## Regularien umgehen

Warum waren diese Finanzarchitekturen so erfolgreich? Warum konnten Monoline-Insurers ihr Geschäftsmodell so erheblich ausweiten, Rating-Agenturen an Tausenden von Emissionen verdienen und der Verbriefungsmarkt so enorm wachsen? Ganz einfach: Die Nachfrage war da. In einem Niedrigzins-Umfeld ist jede Investitionsmöglichkeit willkommen, die ein wenig Spread bietet. Wenn dies – vermeintlich durch ein sicheres AAA-Rating oder sogar als "super senior", also "besser" als AAA – zudem noch als risikolos suggeriert wird, besteht schon fast ein Dilemma für möglicherweise risikoaverse Investoren, dies nicht zu tun und gegenüber dem Wettbewerb Opportunitätsverluste zu realisieren. Andererseits: Warum gibt es so viele SIVs, Conduits und ähnliche Konstrukte? Warum besteht oder zumindest bestand eine so große Neigung, eine Reihe dieser Geschäfte "off-balance sheet" zu halten? Weil Eigenkapital kostet. Investitionsquoten, Solvenzvorgaben, Eigenkapital-Unterlegungsvorschriften, etc. – das alles führt dazu, dass nicht gewollte Risiken aufgrund der Spreads gezeichnet und Transaktionen außerhalb des regulierten Rahmens vorgenommen werden. Was ist daraus für künftige Kapitalanlagen institutioneller Investoren zu schließen? Solange aufsichtsrechtliche Regularierungsrahmen die Kapitalkosten erhöhen und der Wettbewerb die Suche nach Zusatzrendite fördert, wird es eine gesunde Suche nach Alternativen geben. Eine weitere Verschärfung der Regulierung unter aufsichtsrechtlichen Rahmenbedingungen würde wahrscheinlich nur scheinbar ein Sicherheitsgewinn bedeuten. Eventuelle Versuche, diese Regularien zu umgehen, wird es wohl nicht verhindern können.

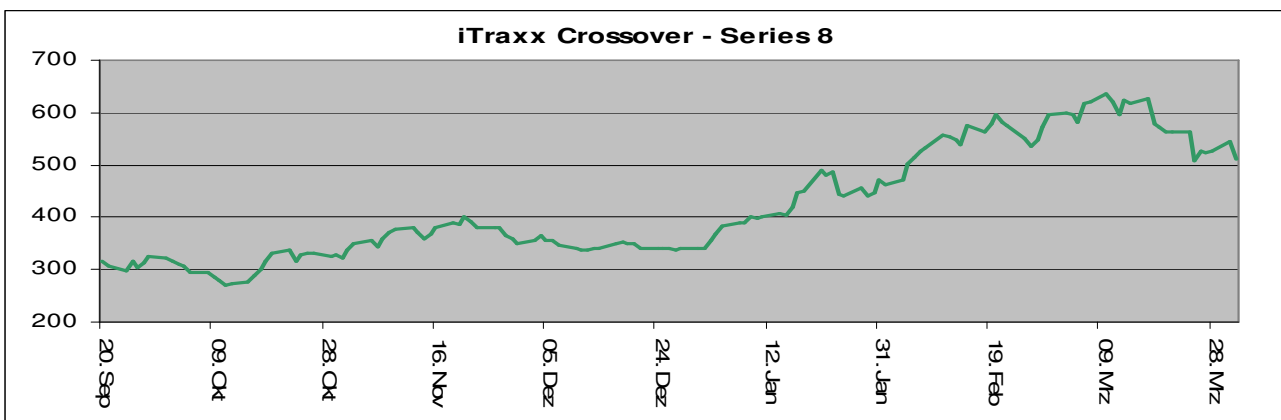
## Mehr Aufsicht für Hedgefonds und Co.?

Im Grunde laufen alle Versuche, Hedgefonds zu definieren, darauf hinaus, dass es sich hierbei um Investmentvehikel handelt, die nicht reguliert sind.

Meine These heute ist: Würden Hedgefonds künftig reguliert, würde eine neue Kategorie entstehen, die sich genau dieser einengenden Rahmenbedingungen entzieht. Selbst in Bezug auf die Rating-Agenturen glaube ich nicht, dass eine aufsichtsrechtlich verordnete Regulierung deutlich helfen würde. Es würde aus dem Oligopol international verfügbarer Rating-Agenturen auch keine größere Anzahl von Anbietern machen und es würde die heute bereits schmerzlich zu vermissende Aktualität, d.h. Schnelligkeit in der Reaktion auf Marktveränderungen, noch mehr verlangsamen. Der Druck zu mehr Transparenz muss von den Investoren selbst kommen. Ein gewisses Umdenken ist erforderlich: Regulierte Märkte, Ratingsiegel und dergleichen sind kein Synonym für Sicherheit. Es enthebt letztlich die für die Kapitalanlage Verantwortlichen immer mehr von der soliden und vernünftigen Prüfung, in was da eigentlich investiert wird, welche Risikofaktoren zu welchem Preis angeboten werden. Die starke Präferenz in der regulierten Kapitalanlagewelt für Fixed Income-Produkte aller Art hat diese Nachfrage verstärkt; sicher vereinnahmte Spreads scheinen willkommener zu sein als offenere Investments wie beispielsweise alternative Anlagen. Denn dies erfordert eine gründliche Prüfung der Anbieter, der Fondsmanager, ihrer Expertise und Investmentprozesse. Gleichwohl ist es genau das, was die Aufgabe eines Treasurers oder Kapitalanlegers ausmacht. Diese Verantwortung sollte nicht in der Form delegiert werden, dass bestimmte Anlagen erlaubt sind, "bloß" weil sie ein gewisses Rating-Siegel mitbringen.

## Ein Blick in die Zukunft

Wie ist also künftig mit diesen Themen umzugehen? Sicher wird der Markt eher „back-to-basic“ fordern und intransparente Strukturen abstrafen. Andererseits wird die Jagd nach Rendite nicht leichter. Wichtig ist, dass Investoren die Prozesse und Produkte verstehen und die Entlohnung des übernommenen Risikos einschätzen können. Als Letztes bleibt zu fragen, ob die bisherige "Evolution" der Subprime-Krise der These vom Decoupling widerspricht oder sie eher bestätigt? Interessant an der These ist ja vor allem, dass sie in einem scheinbaren Gegensatz zur Globalisierung steht. Zum gegenwärtigen Zeitpunkt kann man festhalten, dass die Subprime-Krise beides zeigt: Zum einen hat das Platzen einer Blase auf dem US-Binnenmarkt massive globale Auswirkungen. Andererseits haben die internationalen Finanzmärkte durchaus Chancen, sich von dieser Entwicklung abzukoppeln, sofern es gelingt, das Wachstums- und Wertschöpfungspotential der aufstrebenden Märkte – insbesondere Asiens – zu nutzen. Dies kann insbesondere durch Vertrauen der Investoren in die Potenziale dieser Märkte gelingen, indem sie Anlagen nicht in Liquidität horten, sondern investieren. Dringend benötigte Liquidität und Kreditlinien können zudem mittlerweile von Kapitalsammelstellen dieser Märkte beispielsweise in Form von Staatsfonds bereitgestellt werden. Insgesamt ist zu hoffen, dass aus der Subprime-Krise einiges gelernt wurde und dieselben Fehler nicht wiederholt werden. Wünschenswert wäre auch, wenn der Ruf nach weiterer Regulierung gleich wieder verhallen würde. Investoren bleiben schlussendlich nur drei Worte mit auf den Weg zu geben: Know your stuff!



Grafik 1:



Grafik 2: Case-Shiller Home Price Index

**Wichtige Information:**

Herausgegeben von Threadneedle Portfolio Services Ltd (TPSL), eingetragen in England and Wales, Registriernummer 285988, eingetragener Sitz der Gesellschaft: 60 St Mary Axe, London EC3A 8JQ. Threadneedle Asset Management Limited (TAML) ist verantwortlich für die Vermögensverwaltung von TPSL. TPSL und TAML sind im Vereinigten Königreich autorisiert und reguliert nach den Bestimmungen der Financial Services Authority. Threadneedle ist ein Handelsname. Sowohl der Threadneedle-Name als auch das Logo sind Schutzmarken oder eingetragene Schutzmarken der Threadneedle-Unternehmensgruppe. Das hier zugrundeliegende Research und die Analysen sind von Threadneedle für die eigenen Investmentaktivitäten erstellt worden. Aufgrund dieser sind möglicherweise bereits Entscheidungen noch vor dieser Publikation getroffen worden. Die Veröffentlichung zum jetzigen Zeitpunkt geschieht zufällig. Alle enthaltenen Meinungsäußerungen entsprechen dem Stand zum Zeitpunkt der Veröffentlichung, können jedoch ohne Ankündigung geändert werden.



Volker Buschmann, Dipl. Betriebswirt (FH)  
 Managing Director  
**M&G Investments**  
 Bleidenstraße 6-10  
 D-60311 Frankfurt am Mai  
 Telephone: +49 69 1338 6711  
 Fax: +49 69 1338 6733  
 volker.buschmann@mandg.de

Das britische Traditionshaus M&G wurde im Jahr 1901 als Finanzarm eines englischen Bauunternehmens gegründet und revolutionierte die europäische Finanzwelt 1931 mit der Auflegung des ersten Publikumsfonds. Seitdem hat sich das Unternehmen auf das Management von Investmentfonds konzentriert und immer wieder mit innovativen Produkten und Anlagestrategien eine Vorreiterrolle in der Investmentbranche eingenommen. Als europäischer Vermögensverwalter der Prudential-Gruppe gehört M&G seit 1999 zu einem der führenden internationalen Finanzdienstleister und ist mit einem verwalteten Fondsvermögen von 202,0 Milliarden Euro (per 31. März 2008) einer der führenden Fondsanbieter Europas. M&G International Investments Ltd. wurde 2001 als Vertriebsarm für das internationale Investmentfondsgeschäft von M&G gegründet. M&G International bietet in Deutschland eine umfassende Palette von 17 Aktien- und vier Anleihefonds sowie einem Convertibles-Fonds an, die alle in Euro-Anteilsklassen erhältlich sind. Unter anderem verwaltet M&G das Wandelanleihen-Mandat im Prudential Life Fund, dass im März 2002 aufgelegt wurde und zunächst ausschließlich in Europa investierte. Im März 2006 wurde das Mandat ausgeweitet und kann nun im gesamten globalen Markt für Wandelanleihen investieren.

## Wandelanleihen: Eine einzigartige Anlageklasse

*Ein langfristig ausgerichteter Anleger muss in der Regel schlechte Zeiten ebenso hinnehmen wie gute. Bewegen sich die Kurse an den Aktienmärkten nach oben oder unten, können Anleger kurzfristig hohe Gewinne erzielen – aber auch schmerzhaft Verluste erleiden. Es gibt jedoch eine Anlageklasse, mit der kurzfristige Abwärtsbewegungen der Achterbahnfahrt an der Börse abgefedert, aber dennoch aktienähnliche Renditen erzielt werden können: die Wandelanleihen.*

Wandelanleihen werden im Englischen als „Convertibles“ bezeichnet – und damit synonym zum Cabriolet, dem begehrten Sportwagen, dessen Schlechtwetterschutz sich an sonnigen Tagen herunterklappen lässt. Und tatsächlich haben Wandelanleihen in der Welt der Kapitalanlage durchaus Ähnlichkeit mit dem Cabrio: Sie sind begehrenswert, weil sie die Sonne auf ihre Anlagen scheinen lassen, wenn es an der Börse gut läuft, bieten aber zugleich einen gewissen Schutz, wenn sich die Stimmung an der Börse dreht und Aktien im Regen stehen.

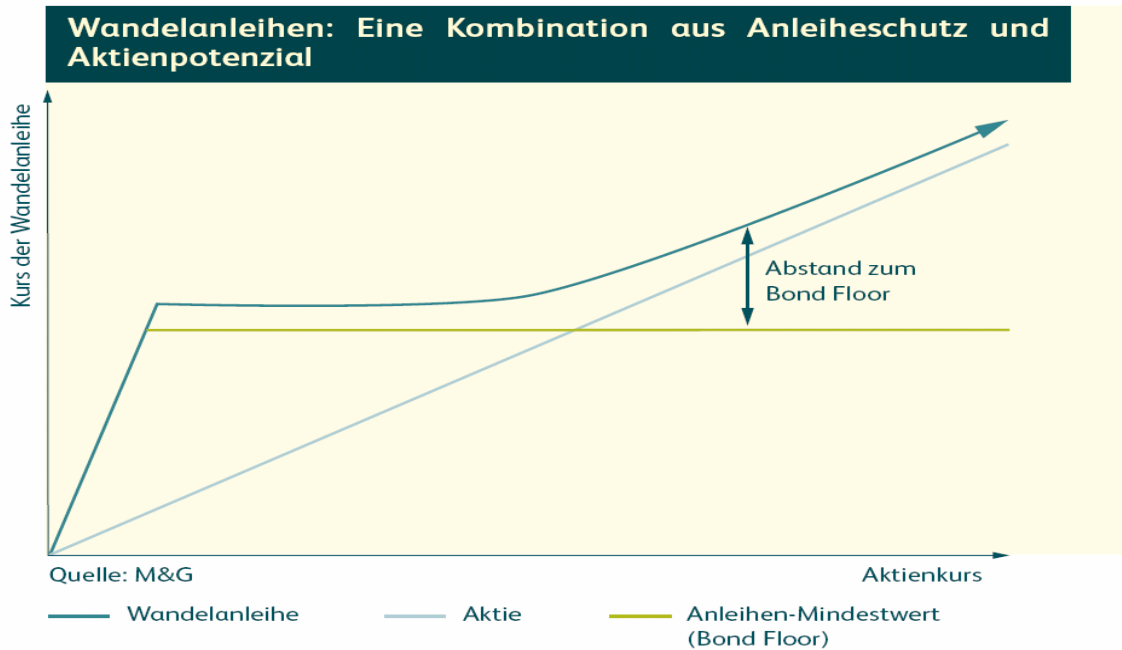
## Wie funktionieren Wandelanleihen?

Wandelanleihen werden als Unternehmensanleihen emittiert, enthalten jedoch eine Option, die es Anlegern erlaubt – sie aber nicht verpflichtet –, die Papiere innerhalb einer bestimmten Frist und zu einem bestimmten Kurs (dem Umtauschkurs) in Aktien desselben Unternehmens umzutauschen.

Man kann sich eine Wandelanleihe also als Anleihe mit einer Kaufoption auf eine Aktie vorstellen. Deshalb weist sie sowohl Eigenschaften von Anleihen als auch gewisse Merkmale von Aktien auf. Notiert der Aktienkurs des Unternehmens, das die Wandelanleihe ausgegeben hat, unterhalb des Umtauschkurses, verhält sich die Wandelanleihe wie eine gewöhnliche Anleihe, da die Tauschoption keinen Wert mehr hat und dem Anleger nur noch der Wert der Anleihe, der so genannte „Bond Floor“, bleibt.

Nähert sich der Aktienkurs dem Umtauschkurs, beginnt der Kurs der Wandelanleihe parallel zum Aktienkurs zu steigen. Steigt der Aktienkurs hoch genug, verhält sich der Kurs der Wandelanleihe schließlich genau wie der Aktienkurs, da es für den Anleger nun sinnvoll ist, die Tauschoption wahrzunehmen und von der hohen Bewertung der Unternehmensaktien zu profitieren.





**Diversifikation im Portfolio**

Wandelanleihen können zur Diversifikation in einem Portfolio beitragen, indem sie größere risikobereinigte Renditen erzielen. Dies liegt daran, dass sich diese Anlageklasse in verschiedenen Szenarios anders verhält als Anleihen oder Aktien. Wenn die Aktienkurse steigen, bewegen sich Wandelanleihen zwar gewöhnlich parallel zu den Aktien. In der Regel fallen sie aber bei fallenden Aktienkursen nicht so kräftig wie Aktien. Damit bieten sie Anlegern aktienähnliche Erträge bei geringerem Risiko und können in volatilen Märkten einen attraktiven Mittelweg zwischen Aktien und Anleihen bieten.

**Wandelanleihen im Vergleich zu Aktien und Anleihen**

Wandelanleihen als Asset-Klasse haben in der Vergangenheit höhere risikobereinigte Renditen erzielt als Aktien und „normale“ Anleihen, gemessen an der Sharpe-Ratio\*. Die nachstehende Tabelle zeigt das sehr deutlich:

Asset-Klasse	Sharpe-Ratio (3 Jahre bis zum 31.03.08)
Wandelanleihen	0,74
Aktien	0,24
Anleihen	-0,96

Quelle: Exane

Wertentwicklung der Vergangenheit sind keine Garantie für zukünftige Erträge

Wie die nachstehende Tabelle zeigt, war die Renditevolatilität von Wandelanleihen in den letzten 15 Jahren zwar etwas höher als die von Anleihen, aber deutlich geringer als die von Aktien. Dank dieser Kombination von Erträgen bei geringer Volatilität können Wandelanleihen ein besseres Risiko-Rendite-Verhältnis erzielen als reine Aktien oder Anleihen. Über alle erfassten Zeiträume haben Wandelanleihen eine bessere Rendite erreicht als Anleihen. Und in den vergangenen 10 Jahren – einer erkennbar volatilen Zeit für den Aktienmarkt – schnitten Wandelanleihen sogar besser ab als Aktien.

## Entwicklung von Wandelanleihen im Vergleich zu Anleihen und Aktien

Anlageklasse	15 Jahre		10 Jahre		5 Jahre		3 Jahre	
	J	V	J	V	J	V	J	V
Aktien	11,5 %	18,7	5,8 %	20,9	12,0 %	15,6	13,1 %	13,1
Wandelanleihen	9,8 %	8,9	7,2 %	9,7	7,2 %	5,5	8,9 %	6,2
Anleihen	6,2 %	3,4	4,7 %	2,9	3,7 %	2,7	0,7 %	2,3

J = Jahresrendite V = Volatilität

**Wertentwicklungen der Vergangenheit sind keine Garantie für zukünftige Erträge.**

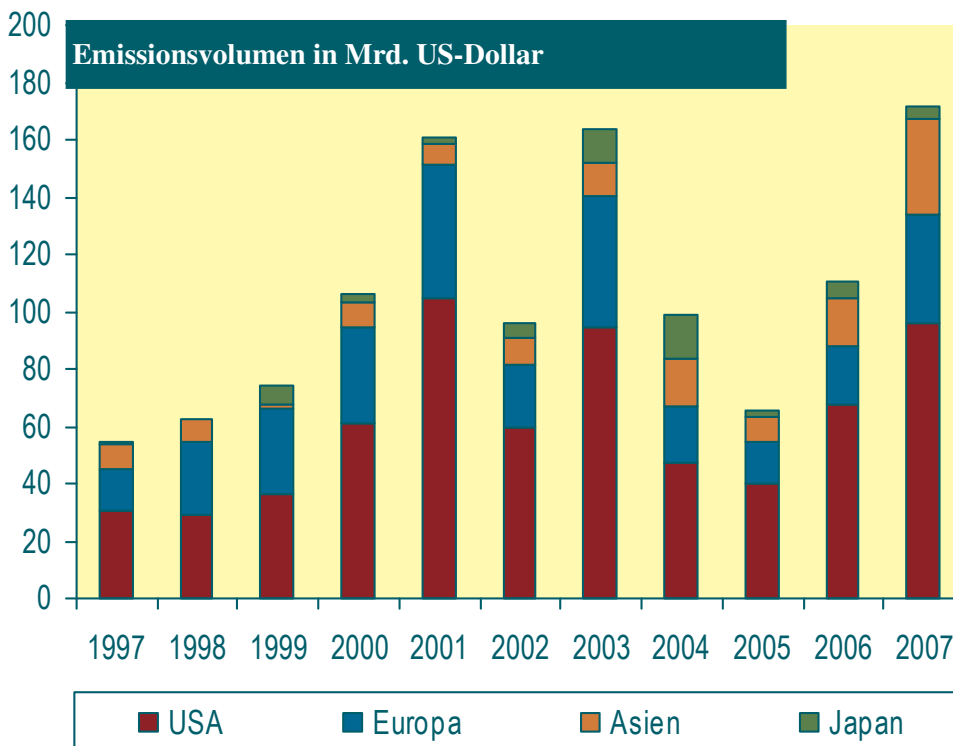
Quelle: Exane, Renditen per 31. Dezember 2007, Berechnung auf Wochenbasis mit einem monatlichen risikolosen Zins, über drei Jahre annualisiert. Alle Beträge in Euro. Die Wertentwicklung von Wandelanleihen wurde mithilfe des ECI Europe Index dargestellt, für Aktien wurde der Stoxx 50 herangezogen, und die Zahlen für Anleihen beruhen auf europäischen Investment-Grade-Anleihen.

### Der globale Markt für Wandelanleihen

Der globale Markt für Wandelanleihen hat eine Kapitalisierung von 557 Milliarden US-Dollar (per 31. Dezember 2007), wovon über die Hälfte auf die USA und mehr als ein Viertel auf Europa entfallen. Die Kreditqualität ist dabei von Region zu Region unterschiedlich. Das europäische Wandelanleihenuniversum besteht im Wesentlichen aus Investment-Grade-Titeln, während diese in den USA nur ein Drittel der Marktkapitalisierung ausmachen.

Der Kapitalisierungsverlauf des globalen Wandelanleihenmarktes ist stark durch das Emissionsniveau beeinflusst, wie im nachfolgenden Diagramm dargestellt. In den letzten zehn Jahren hat

Japan in diesem Zusammenhang an Bedeutung verloren, da Unternehmen den Schwerpunkt eher auf Gesundung ihrer Bilanzen und Entschuldung legten. In den USA und Europa war hingegen in den vergangenen Jahren ein deutlicher Kapitalisierungszuwachs zu verzeichnen; 2007 wurden weltweit Wandelanleihen im Rekordwert von 172 Mrd. US-Dollar ausgegeben. Gründe hierfür waren unter anderem das Bestreben von Unternehmen, Mittel zur Finanzierung zu nutzen, die günstiger als normale Anleihen sind, die starke Volatilität an den Märkten sowie der Bedarf, Wachstum an einem späten Punkt des Wirtschaftszyklus zu finanzieren.



Quelle: dbconvertibles.com,  
Stand: 31. Dezember 2007

**Der M&G Global Convertibles Fund**

Mit dem M&G Global Convertibles Fund bietet das traditionsreiche britische Investmenthaus M&G einen Wandelanleihenfonds an, der das Ziel hat, die Differenz zwischen der Partizipation an steigenden und fallenden Aktienkursen zu maximieren und in Verbindung mit dem höheren Risikoschutz die Vorteile der Asset-Klasse voll auszunutzen. Bei seinem aktiven Ansatz zur Einzeltitelauswahl legt Fondsmanager Léonard Vinville großen Wert auf die Analyse der Fundamentaldaten der entsprechenden Aktien, nimmt den Wert der Anleihenkomponente der Wandelanleihe aber ebenso genau unter die Lupe. Investmentziel des Fondsmanagers: Mit dem M&G Global Convertibles Fund will er langfristig eine Sharpe-Ratio liefern, mit der er zu den besten 25 Prozent seiner Vergleichsgruppe gehört.

Der Fonds wird „at the money“ (am Geld) verwaltet. Dieser Managementansatz sorgt für eine maximale Konvexität des Portfolios, d. h. der Fonds ist in solchen Wandelanleihen engagiert, deren Kurs bei oder in der Nähe des Wendepunktes liegt, ab dem das aus dem Kurs des Basiswertes resultierende Aufwärtspotenzial das Abwärtsrisiko übersteigt.

Léonard Vinville kann eine langjährige Erfolgsbilanz im Management von Convertibles vorweisen. Er verwaltet das Wandelanleihen-Mandat im Prudential Life Fund, das derzeit ein Volumen von über 675 Mio. Euro hat, seit Auflegung. In diesem Zeitraum schnitt das Mandat deutlich besser ab als Aktien (FTSE World Index) und Unternehmensanleihen (Merrill Lynch Global Broad Market Corporate Index) und auch als Wandelanleihen, dargestellt im UBS Global Convertible Bond Index.\*\* Der Fondsmanager wird durch die spezialisierten Experten von M&G unterstützt: Auf der Aktienseite stehen ihm die Research-Kapazitäten und Analysen des M&G Global Equity und des M&G European Equity Team zur Verfügung; auf der Anleihenseite nutzt er die Ressourcen des 18-köpfigen Public Debt Credit Research Teams.

\* Die Sharpe-Ratio gibt an, eine um wieviel höhere Rendite ein Fonds im Vergleich zu einer risikolosen Anlage pro Prozentpunkt der Volatilität erwirtschaftet hat. Je höher die Sharpe-Ratio, desto besser schneidet der Fonds im Vergleich zu seiner Risikobewertung ab.

\*\* Quelle: M&G, Merrill Lynch, Stand 31. März 2008, in Euro



Markus Ross, Vorstand  
**Ceros Vermögensverwaltung AG**  
 Bockenheimer Landstraße 61  
 D-60325 Frankfurt am Main  
 Tel.: 069 / 97 57 07 – 0  
 Fax: 069 / 74 05 50  
 E-Mail: mr@ceros.de

## **CEROS Vermögensverwaltung AG**

CEROS ist eine bankenunabhängige Vermögensverwaltungsgesellschaft mit Hauptsitz in Frankfurt. Über unsere Schwestergesellschaften in der Schweiz, den U.S.A. und der Türkei sind wir auch international tätig. In Zusammenarbeit mit einer unserer Schwestergesellschaften, der CEROS Broker Service AG, erschließen wir unseren Kunden auf einer Managed Account Plattform den Zugang zu einigen der weltweit erfolgreichsten Asset Manager.

Die von uns verwalteten Privatkundendepots werden im Namen der Kunden bei Banken im In- und Ausland geführt.

Für Banken, Versicherungen, Unternehmen, Pensionskassen und sonstige institutionelle oder private Investoren übernimmt CEROS Vermögensverwaltung in Zusammenarbeit mit anderen international sehr erfolgreichen Asset Management Gesellschaften, renommierten Kapitalanlagegesellschaften und Depotbanken das Management beziehungsweise die Betreuung von Publikumsfonds und Spezialfonds.

## **Managed Accounts – Nicht in die Renditefalle geraten**

### **Auf Expertise vertrauen**

**Von MARKUS ROSS \***

An den Finanzmärkten beginnen die Aufräumarbeiten des Börsen-Erdbebens, das als Folge des Subprime-Debakels verheerende Schäden angerichtet hat. Immer mehr Anleger sind bereit, die Vergangenheit abzuhaken und den Blick in die Zukunft zu richten. Doch so einfach ist der Übergang zur Normalität nicht. Da die angerichteten Billionen-Schäden noch nicht exakt zu beziffern sind, stochert die internationale Anlegergemeinde weiter im Nebel. Vor diesem Hintergrund suchen stark verunsicherte Anleger die Expertise von Profis. Dabei geht es zum einen um den richtigen Einstiegszeitpunkt und zum anderen auch um neue innovative Finanzprodukte. Investmentprofis wie die Ceros Vermögensverwaltung AG haben sich durch die Kreation von Vermögensverwaltungs-Fonds auf der einen und von Managed Accounts auf der anderen Seite als erfolgreiche Nischenplayer positioniert. Sie reagieren damit auf die zunehmenden qualitativen Anforderungen der „High Networth Individuals“ (HNI) – der reichen Privatanleger also. Mit beiden Anlageformen geht der Vermögensberater jedoch nicht nur individuell auf die Wünsche und Bedürfnisse der HNI ein. Solche Anlageprodukte ermöglichen auch die ausgefeilte Betreuung kleinerer Vermögen, so dass auch private Investoren vom Fachwissen professioneller Investment-Experten profitieren. Dieser Beitrag fokussiert sich vor allem Managed Accounts. Wie funktioniert diese Art der Vermögensbetreuung? Auf speziellen Plattformen wird bei Ceros Kapital von Kunden in einzeln geführte Konten investiert. Diese Gelder werden dann von erfolgreichen international bekannten Investment-Managern im Rahmen zuvor klar und eindeutig definierter Strategien, Kriterien und Limite betreut. Da Managed Accounts individuelle Konten einzelner Kunden sind, hat dieser Kunde jederzeit die Möglichkeit, alle Positionen, Gebühren und auch die aktuelle Wertentwicklung der Konten einzusehen. Auf Grund ihrer einzigartigen Funktionsweise bieten Managed Accounts jedoch nicht nur Lösungen für private Investoren, sondern auch für institutionelle Kapitalanleger, die nach modernen und bewährten Methoden im Asset Management Ausschau halten. Für Fondsgesellschaften, Family Offices, Pensionskassen, Stiftungen und auch für banken-unabhängige Vermögensverwaltungen bieten sich hier interessante neue Möglichkeiten für einen transparenten und liquiden Umgang mit Kapital. Darüber hinaus

bieten Managed Accounts Lösungsansätze für ein Problem, das die Finanzbranche bereits seit vielen Jahren beschäftigt. Private Anleger, die nicht die Zeit und möglicherweise auch nicht die Muße sowie im Normalfall auch nicht die Expertise haben, sich selbst um die Vermehrung ihres Vermögens zu kümmern, und die zugleich von ihren Banken oftmals nur unzureichende Beratungsdienstleistungen erfahren, müssen meist mit der „kleinen Lösung der Vermögensverwaltung“ – nämlich mit traditionellen Investmentfonds – Vorlieb nehmen. Hierin allerdings liegt eine Schwachstelle im Asset Management. Statistiken zeigen nämlich, dass die Mehrheit der Manager traditioneller Investmentfonds in der Vergangenheit über einen längeren Zeitraum gesehen nicht in der Lage war, den für sie als Orientierungsgröße gewählten maßgeblichen Wertpapierindex zu schlagen. Ein Grund für die Underperformance ist auch darin zu sehen, dass die Gebührenstruktur traditioneller Investmentfonds eine bessere Netto-Wertentwicklung oft verhinderte. Im Klartext heißt das: Anleger, die in der Vergangenheit in solche Fonds investiert haben, wären nicht selten besser gefahren, wenn sie ihr Geld einfach in einen Indexfonds investiert hätten, für dessen Erwerb deutlich geringere Gebühren notwendig sind. Hinzu kommt, dass individuell auf Kundenbedürfnisse zugeschnittene Vermögensverwaltungs-Lösungen, die überdurchschnittliche Renditeerwartungen rechtfertigen, meist nur größeren Vermögen von 5 Mio. € oder mehr vorbehalten sind. Wo ist der Ausweg aus diesem Dilemma? So mancher private Anleger hat in den vergangenen Jahren feststellen müssen, dass die Anlageergebnisse der Reichen dieser Welt besser waren als seine eigenen. In diesem Zusammenhang sei an Warren Buffet oder an die Stiftungsfonds amerikanischer Universitäten erinnert. Diese erzielten über Jahrzehnte hinweg überdurchschnittliche Erträge, weil sie ihre Anlagestrategien mit größeren Kapitalbeträgen umsetzten und so Zugang zu den führenden Investment-Managern in der Welt erhielten. Anlegern mit kleinerem Geldbeutel ist der Zugang zu den „Superhirnen der Börse“ meist verwehrt geblieben. Die Mehrheit privater Investoren ist auf das Wissen von Bank-Anlageberatern und Fondsmanagern angewiesen. Deren Anlageergebnisse blieben über Jahrzehnte hinweg meist hinter den Erwartungen und Zielen zurück. Und dies ist nicht zuletzt im Hinblick auf die Notwendigkeit zur Forcierung der privaten Altersvorsorge in Deutschland bedenklich. Investmentfonds sollten einen erheblichen Beitrag zur Schließung der Rentenlücke leisten können, doch weisen sie einen wesentlichen Nachteil auf. Fonds, in denen ihrem Wesen und ihrer Zielsetzung entsprechend

das Kapital zahlreicher Anleger gepoolt ist, bieten nicht die Vorteile eines maßgeschneiderten Portfolio-Managements. Managed Accounts bieten den Ausweg aus der hier skizzierten Renditefalle. Durch diese Konten erhalten auch private Anleger Zugang zu führenden Investment-Managern, deren Grenze bei der Übernahme von Verwaltungsmandaten meist über 5 Mio. € liegt. Solche Einzelkonten werden bei bestimmten Vermögensverwaltungen bereits ab 100 000 Dollar pro Investment-Manager geführt. Das gepoolte Kapital wird dann im Rahmen eines Multi-Manager-Ansatzes mit dem Mindestbetrag von je 100 000 Dollar auf mehrere Investment-Manager aufgeteilt, um dem Grundsatz der Kapital-Diversifikation Genüge zu tun. Anbieter von Managed Accounts sind in der Lage, Anlegern täglich Risikotransparenz, Performance-Überwachung, Liquidität zum Nettoinventarwert, steuereffiziente Strukturen und nicht zuletzt auch eine flexible Asset Allokation – die Verteilung des Vermögens auf unterschiedliche Anlageklassen - zu bieten. Durch die geografische Aufteilung und die Diversifikation in Anlagestrategien, Anlagestile, Anlageansätze und Methoden wird eine breite Streuung des Vermögens erreicht und das Risiko des Gesamtportefeuilles reduziert. Von Bedeutung für den Anleger sind darüber hinaus auch Rechts- und damit die Sicherheits-Aspekte. Da diese Konten in der Regel bei großen US-Banken oder aber deren Spezialtöchtern geführt wird, greift der Anlegerschutz der SIPC bis zu einem Wert von 500 000 \$ (davon 100 000 \$ im Barwert). Da das Börsen-Beben zu einem immensen Vertrauensverlust bei den Anlegern gegenüber der Bankenwelt geführt hat, ist die Qualität der Depotstellen von Managed Accounts von Bedeutung. Anleger werden Depotstellen mit geringem Bonitätsrisiko wie Pershing - Tochter der mit solidem Rating aufwartenden Bank of New York Mellon Corporation – wählen. Wie steigen Anleger in Managed Accounts ein? Solche individuell betreuten Anlagekonten können durch Übertragung eines bereits bei einer Bank oder bei einem Broker existierenden Wertpapier-Portfolios oder durch Bareinzahlungen gestartet werden.

*Markus Ross ist Vorstand der Ceros Vermögensverwaltung AG in Frankfurt*