

## Nummer 8, 3. Dezember 2012

Im Mittelpunkt des Editorials **„Klartext: Wollen Anleger belogen werden?“** steht dieses Mal das Verhalten von Kapitalanlegern. Sowohl neuste wissenschaftliche Erkenntnisse wie auch praktische Erfahrungen weisen darauf hin, dass gerade institutionelle Investoren vielfach systematisch falsche Entscheidungen treffen, weil sie sich einerseits selbst überschätzen und andererseits fremden Meinungen grundsätzlich nicht mehr glauben.

Das Grundmisstrauen führt bei Anlageberatern dazu, dass diese von den Kunden nur noch dann akzeptiert werden, wenn sie schon vorgefasste Meinungen bestätigen. Damit werden langfristig die seriösen Consultants aus dem Markt gedrängt, weil ihre ehrlich gemeinten Ratschläge von vornherein als Lüge bewertet werden, wenn sie nicht vorgefasste Ansichten unterstützen. Grundsätzlich auf Täuschung ausgerichteten Berater können hingegen ihre Argumentation an die Kundenvorstellungen anpassen und haben leichtes Spiel.

Im Beitrag **„Basiskonzepte der Strukturierung einer Vermögensanlage“** werden die vier Ansätze vorgestellt, die gegenwärtig als Grundlage zur Erstellung von Anlagekonzepten genutzt werden. Zum einen handelt es sich um die traditionellen Methoden wie den konservativen Ansatz und das Norwegen-Modell, die im Wesentlichen auf Aktien und Renten setzen und sich in ihrer Struktur an den großen Marktindizes orientieren. Darüber hinaus werden der Multi-Asset-Ansatz bzw. der darauf aufbauende Multi-Strategy-Ansatz vorgestellt, die in den vergangenen Jahren sehr populär geworden sind. Sie beziehen auch neue Anlageklassen wie Hedgefonds und Private Equity sowie indexunabhängige Anlagestrategien mit ein.

Die neueren Ansätze bieten zwar grundsätzlich den Vorteil einer breiteren Risikostreuung, haben aber auch den Nachteil einer erhöhten Komplexität. Dies macht sie nur schwer beherrschbar und insbesondere für Kleinanleger wie auch für Großinvestoren sehr problematisch. Die Bezeichnungen Multi-Asset und Multi-Strategy werden zudem oft als Etiketten für Finanzprodukte missbraucht, die mit den ursprünglichen Ideen nichts mehr zu tun haben.

Im Mittelpunkt der Analyse **„Pfeiffer Vacuum und Edwards: die Weltmarktführer für Vakuumtechnologie im Vergleich“** stehen zwei führende Unternehmen in einer relativ gut geschützten Wachstumsindustrie. Edwards ist zwar die größere Gesellschaft. Aus ihr wurde allerdings in den letzten Jahren massiv Kapital herausgezogen, sodass die weiteren Perspektiven fraglich sind. Pfeiffer Vacuum hingegen hat ein qualifizierteres Management, eine sehr solide Bilanz sowie ein umfassenderes Produktangebot. Damit erscheint dieses Unternehmen als besser geeignet, die Marktchancen in den kommenden Jahren erfolgreich zu nutzen und Langfristinvestoren Freunde zu bereiten.

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

## Klartext: Wollen Anleger belogen werden?

Liebe Langfristanleger,

vor einigen Monaten habe ich einen alten Freund wiedertreffen, der jetzt als Investmentconsultant für institutionelle Investoren arbeitet. Wir hatten uns mehrere Jahre nicht gesehen und so gab es während eines langen Mittagessens viel zu erzählen. So berichtete ich ihm von der neu gegründeten LONG-TERM INVESTING Research AG und ihrem Ziel, langfristiges Denken bei Anlegern wieder populärer zu machen.

Während meines Vortrags rutschte mein Bekannter immer nervöser auf seinem Sitz herum. Irgendwann platze es aber aus ihm heraus: „Du hast 100% Recht in allem, was du sagst. Es nützt aber nichts. Die Kunden wollen die Wahrheit einfach nicht wissen.“ Dann klagte er mir sein Leid. Natürlich würde



er gerne seinen Kunden mit einer langfristig orientierten Anlagestrategie zu einer besseren Performance verhelfen. Wenn er ihnen aber ein Konzept präsentieren würde, dass keine komplexen Finanzprodukte oder undurchschaubare Mathematik enthält, würden sie ihn schlicht und einfach als unprofessionell ansehen und hinauswerfen. Seine Aufgabe sieht er daher weniger darin, Kunden ein optimales Anlagekonzept zu vermitteln, als zu verhindern, dass sich seine Klienten zu stark selbst schädigen.

### *Inhalt:*

*Seite 4: Basiskonzepte der Strukturierung einer Vermögensanlage*

*Seite 15: Pfeiffer Vacuum und Edwards: die Weltmarktführer für Vakuumtechnologie im Vergleich*

*Seite 22: Impressum, Anhang*

*Seite 25: Disclaimer*

Vor einigen Tagen ist eine sehr interessante Untersuchung des „Center of Applied Science“ – einem zur State Street Bank aus Boston gehörendem Forschungsinstitut – veröffentlicht worden. In „The Influential Investor“ wurden über 3300 Investoren sowie andere mit der Investmentindustrie verbundene Personen (Finanzaufseher, Consultants etc.) zum Verhalten von Anlegern befragt. Das Ergebnis war erschreckend. Offenbar trifft die überwiegende Anzahl von Investoren systematisch falsche Entscheidungen. Dies betrifft nicht nur Privatanleger. Insbesondere bei institutionellen Investoren haben die Forscher eine Tendenz ausgemacht, in Produkte zu investieren, deren Komplexität sie eigentlich überfordert. Damit können sie auch die Risiken nicht richtig einschätzen.

Die subjektive Einschätzung meines Freundes wird hierdurch eindrucksvoll bestätigt: Vor allem professionelle Investoren verlangen offenbar undurchschaubare Finanzprodukte, die längerfristigen Performanceaussichten erscheinen zweitrangig. Doch woran liegt dies? Die Researcher des „Center of Applied Science“ haben auch hierauf Antworten gefunden. Im Wesentlichen haben sie drei Gründe ausgemacht: Investoren denken kurzfristiger als früher, haben ein generelles Misstrauen in Andere und überschätzen ihre eigenen Fähigkeiten zur Einschätzung von Finanzmärkten massiv. Meiner Meinung nach hat dies folgende Konsequenzen:

Die subjektive Einschätzung meines Freundes wird hierdurch eindrucksvoll bestätigt: Vor allem professionelle Investoren verlangen offenbar undurchschaubare Finanzprodukte, die längerfristigen Performanceaussichten erscheinen zweitrangig. Doch woran liegt dies? Die Researcher des „Center of Applied Science“ haben auch hierauf Antworten gefunden. Im Wesentlichen haben sie drei Gründe ausgemacht: Investoren denken kurzfristiger als früher, haben ein generelles Misstrauen in Andere und überschätzen ihre eigenen Fähigkeiten zur Einschätzung von Finanzmärkten massiv. Meiner Meinung nach hat dies folgende Konsequenzen:

- 1) Die grundsätzliche Tendenz zu kurzfristig orientiertem Verhalten führt gerade bei vielen institutionellen Investoren zu permanentem Aktionismus. Wenn nicht ständig an den Märkten agiert wird, entsteht anscheinend der Eindruck, man könnte etwas verpassen.

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

- 2) Dass Banken und andere Finanzinstitute in den vergangenen Jahren ihre Kunden mit versteckten Gebühren hemmungslos ausgenommen haben, ist inzwischen Allgemeinwissen. Das Resultat dieser Entwicklung ist offenbar, dass viele Kunden inzwischen bei ihren Beratern von vornherein erwarten, dass diese unehrlich sind. Dies hat die fatale Konsequenz, dass Kunden nur noch Beratern akzeptieren, die bestätigen, was sie sowieso schon denken. Einem Berater, der seinen Kunden eine neue Idee vermitteln will, wird schlicht und einfach grundsätzlich nicht mehr geglaubt.
- 3) Es gibt bei den meisten Investoren – und dies betrifft sowohl private wie institutionelle – eine massive Selbstüberschätzung der eigenen Fähigkeiten, die Finanzmärkte einzuschätzen. Anleger verlangen anscheinend insbesondere deshalb zu komplexe Produkte, weil sie sich für schlauer halten als die übrigen Investoren. Wenn aber alle denken, dass sie schlauer sind als die Allgemeinheit, sind es die wenigsten tatsächlich.

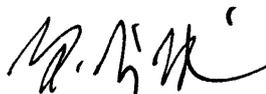
Der zunehmende Argwohn gegen die Finanzberater treibt inzwischen kuriose Blüten. So hat Prof. Ankenbrand aus Karlsruhe im Rahmen seiner empirischen Wirtschaftsforschung herausgefunden, dass Hedgefonds-Manager zur Vorbereitung von Kundengesprächen inzwischen ganz gezielt ihre Uhren auswählen. Anscheinend sind die Armbanduhren ein wichtiges Signal für die Anleger: Zu teure Uhren deuten auf Abzocke hin, zu billige Uhren auf Erfolglosigkeit. Nur eine Uhr, die weder zu billig noch zu teuer ist, vermittelt dem Kunden das Gefühl, weder betrügerisch noch unfähig zu sein und schafft Bereitschaft für einen Geschäftsabschluss.

Das Grundmisstrauen in die Finanzbranche wird zunehmend zum Problem. Schon 1970 hat Prof. Akerlof in seinem berühmten Aufsatz „A Market for Lemons“ am Beispiel des Gebrauchtwagenmarktes gezeigt, wohin grundsätzliches Misstrauen führt: Gebrauchtwagenkäufer können in der Regel nicht beurteilen, ob ihr Wagen versteckte Mängel enthält oder nicht. Deswegen misstrauen sie Gebrauchtwagenhändlern grundsätzlich und verlangen generell einen Preisabschlag. Dies wiederum führt dann dazu, dass eigentlich nur noch die unehrlichen Händler wettbewerbsfähig sind, da sie ja sowieso ihre Mängelfahrzeuge zu überhöhten Preisen verkaufen wollten. Die ehrlichen Anbieter hingegen sollen ihre Wagen unter Wert verkaufen, was für sie aber unwirtschaftlich wäre. Dies führt zu einer Verdrängung der ehrlichen durch die unehrlichen Gebrauchtwagenhändler.

Etwas Ähnliches sehen wir derzeit in der Finanzbranche. Die am Wohl ihrer Kunden interessierten Berater werden aus dem Markt gedrängt oder beschränken sich auf Schadensbegrenzung wie mein unglücklicher Freund. Die Abzocker hingegen passen ihre Verkaufsargumente den Kundenvorstellungen an. Sie übernehmen dann mehr und mehr das Ruder, was längerfristig wiederum das Misstrauen der Kunden weiter bestärkt.

Muss man also die Frage „wollen die Anleger belogen werden“ mit „Ja“ beantworten? Natürlich nicht. Keiner will belogen werden. Aber viele Investoren provozieren, dass man sie belügt. Wenn man seinem Finanzberater mit der Einstellung gegenübertritt: „a) Du sagst sowieso die Unwahrheit und b) ich weiß generell alles besser als die anderen“; dann darf man sich nicht wundern, wenn man es tatsächlich irgendwann einmal nur noch mit Betrügern zu tun hat. Wenn nur noch diejenigen als Berater akzeptiert werden, die eine vorgefasste Meinung unterstützen und die Vorstellung neuer Ideen automatisch als Täuschungsversuch gewertet wird, verkommt die Finanzberatung zu dem, was sie inzwischen vielfach ist: zum Vertrieb von hochriskanten und überteuerten Anlageprodukten.

Viel Freude beim Lesen und viel Erfolg  
bei der Kapitalanlage wünscht herzlichst Ihr



## Basiskonzepte der Strukturierung einer Vermögensanlage

von Karl-Heinz Thielmann

Grundlage jeder modernen Vermögensstrukturierung ist die Erkenntnis, dass zur Risikominderung die Investments über verschiedene Anlageklassen gestreut werden sollten. Die Konzentration der Investments entweder nur auf Renten, Immobilien oder Aktien gilt dabei als ineffizient, da sie anfällig macht für den Eintritt ganz bestimmter Risiken. Darüber hinaus werden für bestimmte, durch ihr Risikoprofil definierte Anlegertypen nur suboptimale Ertragsmöglichkeiten eröffnet.

Herkömmlicherweise werden Aktien, Renten, Liquidität und Immobilien als die Grundformen der Kapitalanlage dargestellt. Aktien werden dabei als tendenziell hoch rentierlich, aber auch als überdurchschnittlich riskant angesehen. Anleihen, Immobilien und Liquidität werden hingegen als Anlagen mit niedrigen Renditen betrachtet, die dafür relativ sicher sind. Hauptaufgabe bei der Strukturierung eines Vermögens ist dann, die für den jeweiligen Anleger angemessene Kombination aus ertragreichen und risikoarmen Anlageformen zu finden, die zu dem individuellen Risikoprofil am besten passt.

Grundsätzlich unterscheidet man traditionellerweise 2 Basiskonzepte:

Die konservative Anlage mit der Grundstruktur 30% Aktien und 70% Renten & Liquidität. Diese Strukturierung basiert auf einer Erkenntnis der modernen Portfoliotheorie. Wenn man einem Rentenportfolio einen Aktienanteil von bis zu 30% beimischt, so kann man langfristig die Erträge deutlich erhöhen, ohne das Kursrisiko signifikant zu verschlechtern. Diese Struktur bietet sich insbesondere für Anleger an, die nur geringe Wertschwankungen tolerieren, sich aber trotzdem ein moderates Kapitalwachstum wünschen, z. B. als Absicherung gegen Inflation.

Im Gegensatz dazu setzt das Norwegen-Modell vorwiegend auf reales Kapitalwachstum durch die bevorzugte Anlage in Produktivvermögen. Die starken Wertschwankungen der Aktien sollen jedoch durch eine signifikante Beimischung von festverzinslichen Wertpapieren und Immobilien deutlich abgefedert werden. Dieser Ansatz ist benannt nach der Anlagestrategie des norwegischen Staatsfonds, in dem die Öleinnahmen des skandinavischen Landes für zukünftige Generationen angelegt werden und der gegenwärtig ca. 500 Mrd.€ groß ist. Die Grundstruktur des norwegischen Ölfonds besteht derzeit aus ca. 60% Aktien, ca. 35% Renten & Liquidität sowie ca. 5% Immobilien, wobei aber die Aktienquote in Hinblick auf die mittelfristige Markteinschätzung variiert werden kann.

Ein grundlegendes Problem dieser Ansätze ist, dass das Gegensatzpaar Aktie und Rente zwar in vielerlei Hinsicht sinnvoll ist, die Einordnung von Immobilien als relativ sicherer Kapitalanlage aber der tatsächlichen Erfahrung widerspricht. So unterliegt der Immobilienmarkt starken zyklischen Schwankungen, die je nach Marktsegment (Wohnungen oder Gewerbeimmobilien) oder nach Region und Lage sehr unterschiedlich ausfallen können. Anders als bei Aktien und Renten sind Transaktionen in Immobilien meist von hohen Einzelabschlüssen, einer sehr langen Zeitdauer und großen Kosten geprägt. Zwar gibt es inzwischen verschiedene Fondskonstruktionen wie offene und geschlossene Immobilienfonds sowie sog. börsennotierte Immobilien-Aktiengesellschaften (auch: Real Estate Investment Trusts bzw. REITs). Allerdings haben sich diese Konstruktionen relativ anfällig erwiesen. So mussten viele offene Fonds geschlossen werden, wenn es zu größeren Mittelabflüssen kam. Geschlossene Fonds sind oft auf nur sehr wenige Objekte konzentriert haben daher ein extrem hohes Projektrisiko. Immobilien-Aktiengesellschaften zeigen in den Ländern, in denen sie schon einige Zeit notiert sind, langfristig eine sehr eng mit den Aktiengesamtmarktindizes verbundenen Kursverlauf. Aus diesem Grund eignen sie sich nicht wirklich als Ersatz für Renten; wenn überhaupt, dann für Aktien. Diese

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Einordnungsprobleme führen oftmals dazu, dass Immobilien in vielen Anlagevorschlägen, die auf dem konservativen Ansatz bzw. auf dem Norwegen-Modell basieren, ganz weggelassen werden.

Die typischen Anlagestrategien zur Umsetzung dieser traditionellen Strukturierungsvorschläge sind entweder Indexierung oder das sogenannte „Enhanced Indexing“.

Indexfonds spiegeln normalerweise einen für eine bestimmte Anlageklasse oder eine spezifische Strategie repräsentativen Marktindex wider und sind in der Regel nur mit sehr geringen Kosten belastet. Die Aktien- und Rentenportfolios werden exakt gemäß einer Strukturierung aufgesetzt, die derjenigen des gewählten Marktindex entspricht. Beispiele hierfür wären etwa etwa der STOXX 50® für europäische Aktien oder der REX® Performanceindex für deutsche Staatsanleihen. Indexierung wird als langfristige Strategie vor allem von solchen Investoren eingesetzt, die auf kostengünstige Umsetzung Wert legen und ihren Anlageerfolg nicht von der Qualität analytischer Fähigkeiten und Methoden abhängig machen wollen. Von vornherein wird auf den Versuch verzichtet, eine bessere Wertentwicklung als Marktindizes zu erreichen, stattdessen soll vor allem eine unterdurchschnittliche Performance vermieden werden.

Enhanced Indexing ist die in Fonds derzeit am weitesten verbreitete und insbesondere in Publikumsfonds oft umgesetzte Auswahlmethode für Finanzanlagen. Grundlage eines nach dieser Methode gemanagten Fonds ist immer, dass aufgrund des definierten Anlageziels ein Marktindex (bzw. bei Mischfonds eine genau definierte Kombination aus Marktindizes) ausgewählt wird, der das Anlageziel am besten repräsentiert. Dieser Index wird dann als Vergleichsmaßstab für die Leistung des Managers festgelegt und als Benchmark bezeichnet. Der Fondsmanager richtet die Strukturierung des Portfolios grundsätzlich an seiner Benchmark aus (daher „Indexing“), versucht aber durch Abweichungen zu seinem Vergleichsindex die Performance zu verbessern (daher „Enhanced“). Diese Methodik soll einerseits dem Anleger eine für die Anlageklasse repräsentative Performance sichern, andererseits kann der Fondsmanager durch gezielte Abweichungen zum Index Zusatzperformance schaffen. Um konkrete Ideen für Abweichungen vom Index zu erhalten, werden verschiedenste Methoden quantitativer und qualitativer Art eingesetzt wie Optimierungsmodelle, Fundamentalanalyse oder Charttechnik.

So gut sich dieses Konzept zunächst anhört, so ist es doch in der Praxis gescheitert, was insbesondere die regelmäßig unterdurchschnittliche Performance der meisten nach dieser Methode gemanagten Publikumsfonds belegt. Eine Ursache hierfür ist die hohe Belastung dieser Fonds mit direkten und indirekten Kosten. Über die Gründe hierfür haben wir in der Oktober-Ausgabe von „Mit ruhiger Hand“ ausführlich berichtet, sie sollen deshalb nicht noch einmal erläutert werden. Weiterhin wird die Performance auch durch das prozyklische Risikomanagement der Fondsgesellschaften belastet. So werden Fondsmanager, deren Positionierungen gegen den Index zwar langfristig sinnvoll sind, aber kurzfristig nicht aufgehen, sehr oft gezwungen, diese wieder zurückzunehmen, damit ihr Abweichungsrisiko zum Index nicht zu groß wird.

Eine ganz grundsätzliche Kritik an den indexorientierten Konzepten hatte vor einigen Jahren der Fondsmanager David F. Swensen formuliert:

- 1) Die Risikostreuung ist ungenügend: Die Beschränkung der Kapitalanlage auf Aktien und Renten unter eventueller Beimischung von einem Immobilienanteil lässt die Möglichkeiten einer breiteren Streuung der Risiken auf verschiedene Anlageklassen und damit einer Verminderung des Gesamtrisikos ungenutzt.
- 2) Der Fokus auf die relative Performance zu einer Benchmark geht an den tatsächlichen Erfordernissen der Investoren vorbei, die vor allem an absoluten Erträgen interessiert sind.

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

3) Die Konzentration auf liquide Investmentklassen in relativ effizienten Märkten wie bei Aktien oder Renten vermindert die Performancechancen. Hier sind alle oder zumindest sehr viele Informationen schon im Preis reflektiert, was dazu führt, dass man mit fundamentalanalytischen Methoden kaum noch einen Wissensvorsprung gegenüber dem Markt erzielen kann. Überrenditen sind daher mit den traditionellen Anlageklassen kaum noch zu erzielen. Dem kann durch die Einbeziehung von Anlageformen wie Hedge Fonds oder Private Equity abgeholfen werden, die aufgrund ihrer flexiblen Möglichkeiten auch die Chancen, die sich durch Marktineffizienzen ergeben, besser nutzen können.

Auf der Basis seiner Kritikpunkte hat Swensen den Multi-Asset-Ansatz entwickelt, der vielfach auch nach ihm als Swensen-Modell bezeichnet wird. Diesen Ansatz hat er im Stiftungsfonds der amerikanischen Yale-Universität umgesetzt, bei dem er für die Kapitalanlagen verantwortlich ist. Mit seinem Anlagestil setzt er auf eine möglichst breite Streuung der Investments über verschiedene Anlageformen. Eine Aufteilung des Vermögens in 5 bis 6 ungefähr gleichgroße Anteile wird angestrebt, die jeweils auf eine Anlageklasse konzentriert sind. Für eine optimale Risikostreuung sollen die Kursentwicklungen der einzelnen Anlageklassen niedrig korreliert, d. h. so unabhängig voneinander wie möglich sein.

In Swensens ursprünglichen Ansatz wurden folgende 6 Anlageklassen als Basisstruktur vorgesehen:

- Inländische Aktien
- Ausländische Aktien
- Außerbörsliche Unternehmensbeteiligungen (Private Equity)
- Immobilien
- Anleihen & Liquidität
- Hedge Fonds

Anleihen und Liquidität werden aufgrund ihrer niedrigen Rendite grundsätzlich als negativ angesehen, sollten aber zur Absicherung nicht fehlen und mit ca. 10% Portfolioanteil vertreten sein.

Später hat er dann seinen Ansatz für Privatanleger abgewandelt, da diese normalerweise nicht in Private Equity oder Hedge Fonds investieren können. Für sie hat er in seinem Buch „Unconventional Success“ von 2005 folgende Vermögensstruktur als beispielhaft vorgesehen:

- Inländische Aktien 30%
- Ausländische Aktien aus entwickelten Ländern 15%
- Ausländische Aktien aus Schwellenländern 5%
- Immobilien 20%
- Festverzinsliche Staatsanleihen 15%
- Inflationsgeschützte Staatsanleihen 15%

Zu Anfang des vergangenen Jahrzehnts konnte Swensen mit seinem Ansatz spektakuläre Gewinne erzielen und wurde damit sehr berühmt. Performanceprobleme während der Finanzkrise 2008 ließen seinen Stern aber wieder sinken. Die Probleme waren nicht nur in seiner Methodik zu sehen, sondern auch darauf zurückzuführen, dass Swensen seinen eigenen Ansatz im Laufe der Jahre immer inkonsequenter umsetzte. So hatte er in seinem Portfolio seine erfolgreichste Anlageklasse Hedgefonds deutlich höher gewichtet als im ursprünglichen Modell vorgesehen und hielt daran viel zu lange fest. Zu Beginn der Krise hatte er dann zu viele Hedgefonds, dafür aber zu wenig Private Equity. Insofern handelte er anscheinend zeitweise „überkonfident“ (overconfident) und machte damit einen aus der „Behavioral Finance“ wohlbekannten Anlegerfehler. Wahrscheinlich hatte er auch grundsätzlich zu wenige Anleihen.

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Ein prinzipielles Problem, warum sich die spektakulären Anfangserfolge von Swensen mit dem Multi-Asset-Ansatz nicht mehr wiederholen lassen, liegt darin begründet, dass er mit seinen Investments in Hedge Fonds und Private Equity anfangs ein Pionier war. Während er zu Beginn tatsächlich noch stark von Ineffizienzen profitieren konnte, sind beide Anlageklassen inzwischen Mainstream geworden und tun sich schwer, weiter überdurchschnittliche Erträge zu erwirtschaften. Insbesondere die Hedgefonds-Branche leidet unter einem Performanceeinbruch, der mit einer zunehmenden Korrelation mit traditionellen Anlageklassen einhergeht.

In den letzten Jahren ist Multi-Asset zu einem Sammelbegriff für eine Vielzahl von Produkten geworden, die sich inzwischen relativ stark von den Ausgangsgedanken von Swensen unterscheiden.

Zum einen wurde der Begriff der Anlageklassen vielfach um verschiedenste Sachwerte erweitert. Hierzu zählen vor allem Rohstoffe, aber auch um Anlagen von sehr subjektivem Wert wie Kunst, Wein oder Oldtimer. Diese Erweiterung ist sehr problematisch, weil es sich bei den genannten Sachwerten nicht um Produktivkapital handelt, das laufende Erträge erwirtschaftet. Im Gegenteil verursachen sie oft erhebliche Aufbewahrungskosten, haben also eine negative laufende Rendite. Ihren Wert beziehen sie aus ihrer Knappheit, die aber nur bei Rohstoffen von halbwegs kalkulierbaren ökonomischen Faktoren abhängt. Insgesamt erscheint die Einbeziehung von Anlagen in ein Multi-Asset-Konzept, deren Bewertung allein aus einer Verschiebung von Knappheitsrelationen beruht und nicht auf der Erwirtschaftung von tatsächlichen Werten, grundsätzlich eher als sehr spekulativ und ist nicht wirklich mit dem Grundgedanken langfristiger Kapitalanlage vereinbar.

Darüber hinaus ist Multi-Asset inzwischen zum Oberbegriff für eine Kategorie von Investmentfonds geworden, die in verschiedene Anlageklassen investieren. Diese Fonds können jedoch weitestgehend als echte Mogelpackungen bezeichnet werden, da sie sich sehr stark von den Grundgedanken von Swensen entfernt haben. In der Regel handelt es um traditionelle Mischfonds, deren Anlagespektrum z. B. um Rohstoffe erweitert wurde und die vor allem in Erwartung kurzfristiger Marktschwankungen agieren. Sie sind vor allem am Trading orientiert und ähneln mehr Global Macro Hedge Fonds, ohne allerdings deren Möglichkeiten zum Einsatz von Hebelprodukten zu haben. Ihr Erfolg wird vor allem durch die persönlichen Geschicke des Fondsmangers bestimmt und nicht so sehr vom Investmentansatz. Der Zweck dieser Fonds liegt weniger in der Neukonzeption eines Anlageproduktes für langfristige Anleger als in der Schaffung eines Vehikels zur Maximierung von Provisionseinnahmen.

Eine Fortentwicklung bzw. Ergänzung des Multi-Asset-Ansatzes stellt der Multi-Strategy (auch: Multi-Style)-Ansatz dar. Er basiert auf der Erkenntnis, dass es auch innerhalb einer Anlageklasse zu völlig unterschiedlichen Entwicklungen sowohl in Hinblick auf die Performance wie auch auf die Risikoparameter kommen kann. Durch die Auswahl von mehreren und von unterschiedlichen Einflussfaktoren abhängenden Anlagestrategien kann dann die Risikominderung durch Streuung über verschiedene Anlageklassen verstärkt werden. Gleichzeitig versuchen die einzelnen Strategien, mit einer jeweils für sie spezifischen Methodik zu überdurchschnittlichen Anlageergebnissen zu kommen.

Grundsätzlich lassen sich drei verschiedene Vorgehensweisen bei den Strategien unterscheiden:

- Strategien, die auf aktivem Management beruhen und entweder fundamental oder quantitativ begründete Auswahlverfahren einsetzen wie Value-Aktien, Value-Renten, Wachstum und Stabilität.
- Intelligente Indexierung, die im Rahmen eines Multi-Strategy-Ansatzes eine große Rolle spielen kann, wenn Indizes genutzt werden, die nicht den ganzen Markt abdecken. Stattdessen werden Indizes eingesetzt, die bestimmte Subsegmente abdecken. Dies können Sektoren, Regionen oder auch bestimmte Marktkapitalisierungsgruppen sein, wenn von diesen aus strukturellen Gründen eine überdurchschnittliche Wertentwicklung erwartet wird.

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

- Absolute Return-Strategien, bei denen versucht wird, die Wertentwicklung unabhängig von erratischen Marktschwankungen zu erzielen. Hierbei unterscheidet man grundsätzlich zwischen „Long-Short“ und „Managed Futures“ Fonds.

Die einzelnen Investmentstile bzw. -strategien werden im Folgenden genauer erläutert.

## 1. Fundamentale Anlagekonzepte für Aktien:

### a) Value

#### a1) Klassische Value-Strategie

Die Value-Strategie stellt die klassische Form eines auf der Fundamentalanalyse aufbauenden Investmentansatzes dar. Ihr Konzept basiert auf Benjamin Grahams Büchern „Security Analysis“ (1936, gemeinsam mit David Dodd) und „The Intelligent Investor“ (1949).

Value-Investoren setzen darauf, Aktien zu finden, die vom Markt unterbewertet werden. I.d.R. versuchen Value-Anleger durch verschiedene Bewertungsverfahren eine Art „fairen Wert“ (oder auch „inneren Wert“) für eine Kapitalanlage zu ermitteln. Wenn der Börsenwert hiervon erheblich abweicht, ergeben sich hieraus Kauf- oder Verkaufsmöglichkeiten. Grundsätzlich werden zwei unterschiedliche Methoden für Bewertungsverfahren unterscheiden:

- Kennzahlen wie das Kurs-Gewinnverhältnis, Preis zu Buchwert oder Unternehmenswert zu Umsatz werden ermittelt. Diese Kennzahlen werden dann in Bezug gesetzt zu Vergleichsgrößen wie Kennzahlen des Gesamtmarktes, von vergleichbaren Unternehmen oder der eigenen Historie. Ergeben sich signifikante Abweichungen, ist dies ein Indiz für gravierende Über- oder Unterbewertungen.
- Auf der Basis von Prognosen über den weiteren Geschäftsverlauf wird die zukünftige Wertschöpfung des Unternehmens geschätzt. Die erwarteten Ergebnisse werden mit einem sog. Discounted Cashflow (DCF)-Modell abgezinst und zusammengerechnet. Hieraus ergibt sich dann ein theoretischer Unternehmenswert. Wenn dieser stark vom tatsächlichen Börsenwert abweicht, kann dies ebenfalls als zum Aufspüren von starken Über- oder Unterbewertungen dienen.

Voraussetzung für das Funktionieren von Value-Investing ist, dass es einen Marktmechanismus gibt, der dazu führt, dass fehlbewertete Aktien sich wieder ihrem tatsächlichen Wert annähern.

Value-Investing war vor allem in der zweiten Hälfte des vergangenen Jahrhunderts erfolgreich, als mangelnde Investoreninformation und schlechte Informationsverarbeitung noch die Hauptgründe für gravierende Über- und Unterbewertungen am Kapitalmarkt waren. Der Marktmechanismus, der für eine Angleichung des Aktienkurses an seinen fairen Wert sorgte, bestand speziell in den Fünfziger und Sechziger Jahren einfach in einer Verbesserung der allgemeinen Information über diesen Titel.

Dies ist heutzutage aufgrund des hohen Grades an Versorgung mit Finanzmarktinformation sowie strenger Beschränkungen beim Erwerb von sogenannten „Insider Informationen“ nur noch selten der Fall. Lediglich bei relativ kleinen und wenig bekannten Unternehmen kann ein Anleger heutzutage einen legalen Informationsvorsprung erwerben und zu seinem Vorteil nutzen.

Darüber hinaus ist es schwieriger geworden, aus niedrigen Bewertungen auch gleichzeitig auf eine Unterbewertung zu schließen. In einer durch schwaches Wachstum und immer stärkerer Globalisierung geprägten Welt fällt es vielen Unternehmen schwer, sich gegen den Wettbewerb zu behaupten. Die Aktien dieser Gesellschaften erscheinen billig, bleiben es aber auch, weil sie ihre strukturelle Probleme nicht

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

überwinden können. Man spricht dann von der Value-Falle (Value-Trap): Billige Titel bleiben billig oder werden noch billiger. Investoren, die nur im Vertrauen auf die niedrige Bewertung gekauft haben, sitzen in der Falle.

Unterbewertungen werden heutzutage vor allem davon verursacht, dass die meisten Investoren bestimmten Unternehmen und ihren Geschäftsaussichten nicht vertrauen. Für dieses Misstrauen kann es verschiedene Gründe geben: Die Gesellschaft gehört einem unpopulären Sektor an oder ist in einem unbeliebten Land beheimatet; das rechtliche Umfeld oder die allgemeinen Wirtschaftsaussichten werden negativ eingeschätzt; möglicherweise hat das Unternehmen in der Vergangenheit Investoren enttäuscht oder das Management wird unterschätzt. Überbewertungen hingegen liegen heutzutage vor allem in einem Übermaß an Vertrauen in das jeweilige Unternehmen begründet, sodass übertriebene oder unrealistische Erwartungen an die Gewinnentwicklung gebildet werden.

Verstärkt werden gravierende Über- und Unterbewertungen durch die Tendenz vieler Investoren, in ihrem Anlageverhalten andere Investoren nachzumachen und Trends zu folgen, egal wie fundamental begründet oder wie unsinnig diese Trends sind. Value-Investoren positionieren sich eindeutig gegen Trends, die sie als fundamental ungerechtfertigt ansehen, selbst wenn diese noch anhalten. Sie werden deshalb oft auch als „Contrarian Investors“ – Querkopfinvestoren – bezeichnet.

Das Umfeld für Value-Investoren ist heutzutage schwierig geworden, da es nur sehr schwer abzuschätzen ist, 1) ob eine billige Aktie wirklich unterbewertet ist; und 2) wann bei einer unterbewerteten Aktie der Prozess der Vertrauensbildung einsetzt, der wieder zu einer Höherbewertung führt. Wer in unterbewertete Titel investiert, muss analytisch genau sein und weiterhin große Geduld mitbringen, weil er möglicherweise sehr lange warten muss, der Markt den wahren Wert seines Investments erkennt. Wer als Investor aber dieses Durchhaltevermögen hat, für den können Value-Investments der Schlüssel zu einem langfristig sehr guten Anlageerfolg sein.

## a2) Dividendenstrategie

Eine spezielle Form des Value-Investierens ist die sogenannte Dividendenstrategie. Bei ihr wird die Unterbewertung einer Aktie vor allem an einer Kennzahl, der Dividendenrendite, festgemacht. Aktien, die eine hohe Ausschüttung relativ zum Kurs haben, werden als Investments bevorzugt. Die Dividendenstrategie ist vor allem bei Investoren sehr beliebt, die einen andauernden Zahlungsstrom aus ihrer Anlage benötigen, aber den inflationsanfälligen Anleihen misstrauen. Sie wollen vor allem hohe laufende Zahlungen aus ihrer Aktienanlage haben und legen weniger Wert auf Kapitalwachstum.

Die alleinige Fokussierung auf Dividenden erscheint aus unserer Sicht allerdings problematisch, da hohe Dividenden auch der Ausdruck von fundamentalen Problemen bei einem Unternehmen sein können. Insbesondere sehr hohe Dividendenrenditen sind oft zuverlässige Warnsignale für Fehlentwicklungen. Insofern erfordert eine erfolgreiche Dividendenstrategie eine besonders sorgfältige Risikoabschätzung.

## b) Wachstum

Wachstumsinvestoren investieren in Aktien von Unternehmen mit überdurchschnittlichem Gewinnwachstum. Diese Firmen sind besonders gut in der Lage, das eingesetzte Kapital zu vermehren und für Ihre Aktionäre reale Werte zu schaffen. Die Wachstumsstrategie ist deshalb besonders für Anleger geeignet, die an einem langfristigen Aufbau ihres Vermögens interessiert sind.

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Grundsätzlich gibt es drei verschiedene Vorgehensweisen, um attraktive Wachstumsaktien zu identifizieren:

## b1) Ertragsstetiges Wachstum:

Mit dieser Methode wird bevorzugt in Unternehmen investiert, die über längere Zeit ein stabiles Ertragswachstum erwarten lassen, weil sie über eine überdurchschnittliche Marktposition verfügen und relativ unabhängig vom Konjunkturzyklus sind. Diese Variante der Wachstumsstrategie ist relativ defensiv, da sie vor allem auf bereits etablierte Unternehmen setzt.

## b2) Momentum:

Bei dieser Methode wird gezielt in Aktien von Unternehmen angelegt, bei denen eine Beschleunigung des Gewinnwachstums erwartet wird. Es wird versucht, in Unternehmen während der Phase der höchsten Wertgenerierung zu investieren, weil diese i.d.R. mit den stärksten Steigerungen des Aktienkurses verbunden ist. Diese Strategie ist allerdings mit sehr hohen Risiken versehen, da ihr Erfolg sehr wesentlich davon abhängt, ob die in ein Unternehmen gesetzten Erwartungen eintreffen oder sogar übertroffen werden. Diese Variante des Wachstumsinvestierens ist relativ aggressiv und nur für sehr risikobewusste Investoren geeignet.

## b3) „Growth at a Reasonable Price“ (GARP):

Bei dieser Strategie wird nach Unternehmen mit einem überdurchschnittlichen Gewinnwachstum gesucht, deren Aktien nicht überbewertet sind. Im Gegensatz zum Value-Investing geht es aber weniger darum, unterbewertete Titel zu finden. Wachstumsunternehmen sollen identifiziert werden, die bei negativen Überraschungen nur ein begrenztes Verlustrisiko haben zu und bei positiven Überraschungen Potenzial für starke Kursgewinne bieten.

## c) Stabilität

Ein beliebtes Vorurteil vieler Investoren ist, dass ein höheres Risiko auch mit höheren Erträgen verbunden ist. Diese Behauptung stellt auch eine der Grundannahmen der klassischen Investmenttheorie dar und soll den Zielkonflikt beschreiben, dem jeder Investor bei seiner Anlageentscheidung gegenübersteht: Bin ich bereit, für einen möglichen zusätzlichen Ertrag ein erhöhtes Risiko einzugehen?

Diese Aussage hat sich erfahrungsgemäß jedoch als zu einfach erwiesen. Tatsächlich haben viele empirische Untersuchungen belegt, dass dieser Zusammenhang nur im Bereich geringer und moderater Risiken gilt. Im Bereich hoher Risiken hat es sich allerdings gezeigt, dass mit steigenden Risiken auch die Erträge sinken.

In Hinblick auf Aktienanlagen haben sich zwei Investmentstile herausgebildet, mit denen man diese Erkenntnis umsetzen kann:

c1) **Minimierung des operativen Risikos:** Hierbei werden die Aktieninvestments auf Unternehmen aus ertragsstabilen Sektoren wie Nahrungsmittel, Haushaltswaren oder Medizintechnik fokussiert. Dieser Ansatz führt zu relativ ähnlichen Ergebnissen wie die Vorgehensweise, nach ertragsstabilen Wachstumsaktien zu suchen.

c2) **Minimierung des mathematischen Risikos:** Hierbei werden Optimierungsmodelle gerechnet, die vor allem auf Aktien mit einer niedrigen Varianz und damit einem niedrigen Kursrisiko setzten. Problematisch an einem rein quantitativen Vorgehen kann allerdings sein, dass das Liquiditätsrisiko oft nur ungenügend berücksichtigt wird. Zudem ist das Kursrisiko nicht immer auch ein guter Indikator für das Ausfallrisiko.

Die vorgestellten Ansätze erfreuen sich noch nicht der Beliebtheit, die sie aufgrund ihrer längerfristigen Performanceeigenschaften verdienen. Grund hierfür dürfte sein, dass sie ihre Überlegenheit gegenüber

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

konventionellen Indexinvestments vor allem in schwierigen Marktphasen erweisen, in denen die Kursentwicklung durch konjunkturelle und politische Unsicherheiten dominiert wird. In Aufschwungphasen hingegen tendieren sie dazu, hinter dem Markt zurückzubleiben, da sich optimistischer werdende Investoren dann auf qualitativ weniger gute Aktien mit „Nachholpotenzial“ stürzen. Investmentmanager werden derzeit vor allem sehr kurzfristig beurteilt und haben daher oft Angst, ein größeres Abweichungsrisiko zu einem Marktindex einzugehen. Wer in einer Aufschwungphase hinter dem Markt zurückbleibt, wird oft relativ schnell von Consultants und Kunden abgestraft, selbst wenn er längerfristig gesehen das bessere Konzept hat.

## 2. Fundamentale Anlagestrategien bei Renten (Value Renten)

Traditionellerweise wurde der weit überwiegende Anteil von Rentenanlagen in festverzinslichen Staatsanleihen oder Pfandbriefen vorgenommen, also grundsätzlich sehr sicheren Titeln. Die Hauptaufgabe bei der Auswahl der einzelnen Anleihen bestand vor allem in der Einschätzung der Zinsstrukturkurve und daraus folgend einer optimalen Strukturierung der Laufzeiten.

Der Anlageprozess für Renten hat sich jedoch in den vergangenen Jahren grundlegend gewandelt. Zum einen werden Staatsanleihen und Pfandbriefe nicht mehr grundsätzlich als sicher angesehen, zum anderen sind Anleihen weniger sicherer Emittenten bedeutender geworden.

Staatsanleihen in ökonomisch besonders wichtigen Nationen wie den USA oder Deutschland oder besonders soliden Ländern wie der Schweiz werden i.d.R. in Hinblick auf das Ausfallrisiko nach wie vor als maximal sicher angesehen. Andere festverzinsliche Wertpapiere werfen deshalb normalerweise eine höhere Rendite als sie ab.

Der Renditeunterschied wird auch Risikoprämie genannt, weil die Höhe das Ausmaß des Risikos reflektieren sollte, das ein Anleger auf sich nimmt, wenn er diese Anlage statt einer sicheren Staatsanleihe wählt.

Ist diese Risikoprämie aber viel höher, als das tatsächliche Ausfallrisiko impliziert, kommt die Chance von nach unterbewertenden Situationen suchenden Investoren im Rentenbereich. Sie untersuchen mit fundamental-analytischen Methoden das Ausfallrisiko einer Anleihe. Wenn die im Marktpreis reflektierte Rendite deutlich höher ist als die analytisch ermittelte „faire Risikoprämie“, ergibt sich für sie eine Kaufgelegenheit.

Anleger, die nach unterbewerteten Anleihen suchen und sich so einen Renditevorteil gegenüber anderen Anlegern sichern wollen, werden angesichts der Ähnlichkeit in der Vorgehensweise auch Value-Investoren bei Renten genannt.

Sie haben einen Vorteil gegenüber Value-Investoren in Aktien: Aktien benötigen einen Marktmechanismus, damit sie sich wieder an ihren fairen Wert annähern. Sie sind darauf angewiesen, dass sie vom Markt entdeckt werden. Niemand kann prognostizieren, wann dies geschieht, oder ob es überhaupt geschieht. Renten hingegen haben i.d.R. eine Endfälligkeit. Spätestens zum Zeitpunkt der Rückzahlung einer Anleihe ist sie wieder bei ihrem fairen Wert.

Bei der Suche nach unterbewerteten Anleihen lassen sich grundsätzlich 3 Vorgehensweisen unterscheiden:

### a) Staatsanleihen mit nicht erstklassiger Bonität

Staatsanleihen aus Ländern, die entweder noch nicht den Entwicklungsstand der führenden Industrienationen besitzen oder die ökonomische bzw. politische Probleme haben, weisen i.d.R. einen Renditeaufschlag zu sehr sicheren Staatsanleihen auf. Um ihre Eignung als Investment einschätzen zu können, muss beurteilt werden, ob und inwieweit Staaten in der Lage und Willens sind, ihre Schulden zurückzuzahlen. Weiterhin gilt es zu bewerten, ob die politischen oder wirtschaftlichen Risiken schon in dem Zinsaufschlag berücksichtigt sind.

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Hier gibt es im Wesentlichen zwei Gruppen:

- Turnaround-Staaten: Dies sind Länder mit gravierenden wirtschaftlichen bzw. politischen Problemen, sei es aufgrund von Zahlungsbilanzdefiziten, hoher Staatsverschuldung oder einer exponierten geopolitischen Lage. Unserer Erfahrung nach unterschätzen viele Investoren oftmals die Gefahr einer Eskalation von Krisenzuständen. Damit sind die längerfristigen politischen Risiken, die mit einer Anlage in wenig stabilen Staaten verbunden sind, meistens zu niedrig bewertet, diese Anlagekategorie ist oft relativ unattraktiv.
- Staatsanleihen von Schwellenländern: Insbesondere Kapitalanlagen in Staatsanleihen von Schwellenländern (Emerging Markets) haben in den letzten Jahren stark an Bedeutung zugenommen. In diesen Ländern werden traditionell viel höhere Zinsen gezahlt als in den etablierten Märkten für Staatsanleihen. Allerdings sind diese Zinsaufschläge vor allem aus dem noch niedrigem Entwicklungsstand der Kapitalmärkte zu erklären. Die politischen Risiken spielen zwar auch eine Rolle, sind aber von Land zu Land sehr unterschiedlich und grundsätzlich niedriger als in Turnaround-Staaten. Die wirtschaftliche Dynamik der Schwellenländer sichert zudem die Fähigkeit zur Rückzahlung von Auslandsschulden ab und eröffnet zudem die Möglichkeit von Währungsgewinnen. Für Investoren können sich in diesem Segment sehr interessante Möglichkeiten bieten. Sie sollten ihre Anlagen aber auf Länder mit Leistungsbilanzüberschüssen beschränken, um möglichen Risiken aus übermäßiger Auslandsverschuldung entgegenzuwirken.

## **b) Unternehmensanleihen mit Investment Grade:**

Unternehmen mit Investment Grade sind grundsätzlich sehr solide und ihre Anleihen haben nur ein sehr geringes Ausfallrisiko. Dennoch weisen sie eine Rendite auf, die über derjenigen von Staatsanleihen liegt. Um zu beurteilen, ob diese Titel als Investment geeignet sind, müssen die Umstände bewertet werden, die zu einer Verschlechterung der Bonität führen können.

Das Ausmaß der Risikoprämie zu sicheren Staatsanleihen ist sehr stark von der Marktphase abhängig. Während in ruhigen Zeiten am Kapitalmarkt die Risikoprämie für relativ sichere Unternehmensanleihen auf wenige Basispunkte zusammenschmelzen kann, weitet sie sich in Phasen der Unsicherheit normalerweise wieder deutlich aus.

Ein interessantes Phänomen ist derzeit in den Krisenländern der Eurozone zu betrachten: Die Staatsanleihen der Krisenländer haben eine Risikoprämie zu den Titeln einiger solider multinationaler Konzerne aus diesen Staaten aufgebaut. Offenbar schätzt der Marktkonsens das Ausfallrisiko eines Landes derzeit höher ein als dasjenige eines in diesem Staat beheimateten Unternehmens. Möglicherweise ist dies der Beginn einer generellen Neubewertung der relativen Risikoeinschätzung zwischen Unternehmens- und Staatsanleihen.

## **c) Hochzinsanleihen (High Yield USA/Europa)**

Bei Hochzinsanleihen handelt es sich um festverzinsliche Wertpapiere mit erhöhtem Ausfallrisiko, die einen sehr hohen Renditeaufschlag zu Staatsanleihen bieten. Sie stellen die aggressivste Form dar, in Anleihen zu investieren. Für den Erfolg dieser Methode ist eine eingehende finanzanalytische Betrachtung des Anleiheeminenten sowie ein genaues Risikomanagement entscheidend. Die Erfolgsaussichten dieser Strategie sind darüber hinaus relativ stark vom Konjunkturzyklus abhängig. In der Spätphase eines Konjunkturaufschwungs sind normalerweise die Risikoprämien relativ niedrig. Gleichzeitig nehmen die Ausfallrisiken zu, womit auch das Umfeld für Hochzinsanleihen schwieriger wird. In der Frühphase eines Konjunkturaufschwungs hingegen sind mit Hochzinsanleihen die größten Wertgewinne zu erzielen. Normalerweise sind die Zinsaufschläge noch relativ hoch, während gleichzeitig die Ausfallrisiken zurückgehen.

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

## 3. Intelligente Indexierung

Empirisch gesehen schaffen es ca. 80-90% aller Publikumsfondsmanager nicht, nach Abzug aller Kosten auf längere Sicht einen Marktindex zu schlagen. Index-Investoren verzichten daher von vornherein auf den Versuch, mit einer fundamentalanalytischen Methode eine überdurchschnittliche Performance zu erzielen. Sie legen vor allem Wert auf eine möglichst genaue Vermögensstrukturierung (also die Aufteilung ihrer Anlagen auf verschiedene Kategorien) und setzen diese Struktur mithilfe von Indexfonds möglichst kostengünstig um.

Allerdings können auch Indexinvestoren durch eine analytische Auswahl von Indizes ihre Performance verbessern. Diese Möglichkeit wird allerdings noch zu selten genutzt, weit über 90% aller derzeit angebotenen Indexfonds spiegeln die großen Marktindizes wie den DAX®, EURO STOXX 50® oder S&P 500 wieder.

So können Indexportfolios auf bestimmte Branchen (z. B. ertragsstabile Branchen wie Konsumgüter des täglichen Bedarfs, Haushaltswaren oder Medizintechnik), die sich in längerfristigen Performancevergleichen immer wieder hervorragen haben, ausgewählt werden. Ebenfalls denkbar sind Indizes auf bestimmte Marktsegmente (z. B. mittlere Marktkapitalisierungen), Regionen (z. B. bestimmte Schwellenländer) oder Gruppen, die sich aufgrund ihrer Governance Struktur ergeben (wie z. B. Familienunternehmen).

## 4. Absolute Return Strategien:

Absolute Return Strategien sind darauf ausgerichtet, Erträge unabhängig von Marktschwankungen zu erzielen. Da sie in der Regel den umfangreichen Einsatz von Derivaten bedingen, konnten sie früher nur im Rahmen von Hedgefonds verwirklicht werden. Inzwischen sind aber auch im Rahmen von konventionellen Publikums- und Spezialfonds umsetzbar.

### a) Long-Short:

Long-Short Strategien versuchen, fundamentale Einschätzungen von Aktien zur Erzielung von Performance zu nutzen. Die Wertentwicklung soll dabei aber gleichzeitig unabhängig von willkürlichen Marktschwankungen erzielt werden.

Zu diesem Zweck werden, wie beim konventionellen Fondsmanagement, zunächst Aktien, denen gegenüber der Fondsmanager positiv eingestellt ist, erworben. Im Gegenzug werden aber dann, und dies ist das spezifische an diesem Ansatz, in dem gleichen Umfang Aktien leer verkauft, denen gegenüber der Fondsmanager negativ eingestellt ist. Steigt der Markt, soll dann die bessere Aktie stärker steigen als die schlechtere. Fällt der Markt, soll die schlechtere Aktie stärker fallen als die bessere. Den Gewinn erzielt der Fondsmanager aus der Performancedifferenz zwischen beiden Aktien.

Long-Short Strategien sind aber nur scheinbar vom Markt unabhängig. Irrationale Schwankungen, also den Fundamentaldaten entgegengesetzte Kursbewegungen an Märkten beeinflussen die Performance ähnlich wie bei traditionellen Produkten. Sie wirken sich sogar doppelt aus, da sie dann nicht nur wie bei konventionellen Fonds die Long-Seite betreffen, sondern auch noch die Short-Seite. Investoren müssen sich also auch bei diesem Konzept auf teilweise heftige Schwankungen gefasst machen, die mit der Gesamtmarktentwicklung zusammenhängen.

Insofern muss Long-Short als ein Konzept betrachtet werden, das in normalen Zeiten mit einem analytisch guten Fondsmanager durchaus sehr gut funktionieren kann. Den ursprünglichen Anspruch, eine marktneutrale Performance zu liefern, kann es aber nicht erfüllen.

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

## b) Managed Futures

Bei Managed Futures wird versucht, kurzfristige Marktineffizienzen auf Terminmärkten auszunutzen. Die Entscheidungen zum Kauf- oder Verkauf werden aus Regeln und Mustern von Preisbewegungen am Markt abgeleitet. Der systematische Ablauf mit streng disziplinierten Handelsaktionen soll den Einfluss von Emotionen verhindern und schnellstes Agieren ermöglichen. Traditionell verlassen sich diese Fonds auf besonders talentierte Händler. Diese wurden aber zunehmend von computergestützten Handelsprogrammen verdrängt, die auf der Basis komplexer statistischer Modelle und Algorithmen agieren.

Tatsächlich haben es in der Vergangenheit Managed Futures Fonds geschafft, eine sowohl vom Renten- wie auch vom Aktienmarkt völlig unabhängige Performance zu erzielen. Insofern können sie berechtigterweise davon sprechen, dass sie marktneutral sind. Allerdings konnten sie nur bis zur Finanzkrise 2008 das Idealbild einer marktunabhängigen positiven Wertentwicklung erfüllen. Seitdem haben sie ein gravierendes Performanceproblem. So zeigen für dieses Marktsegment repräsentative Indizes wie der HFRX Macro/CTA Index oder der HFRX Macro Systematic Diversified CTA Index für die letzten Jahre überwiegend eine negative Performance. Noch ist unklar, woran diese schlechte Entwicklung liegt. Als Gründe kommen infrage, dass einerseits die Fonds zu groß für ihre Märkte geworden sein könnten. Andererseits scheint aber auch die Finanzkrise die Funktionsweise der Terminmärkte grundlegend geändert zu haben, sodass alte Regeln und Muster nicht mehr gelten bzw. im stetigen Wandel begriffen sind.

Grundsätzlich muss man festhalten, dass sich die Hoffnungen auf Methoden, die eine marktunabhängige absolute Performance ermöglichen, nicht erfüllt haben. Insofern sollte man Anlegern grundsätzlich vom Einsatz von „Absolute Return“-Produkten abraten. Eine Ausnahme kann man bei dem einen oder anderen Long-Short Fonds machen. Denn sollte man dann aber nicht nehmen, weil man Marktneutralität will, sondern nur, wenn man von den analytischen Fähigkeiten des Managers überzeugt ist.

### Fazit:

Abschließend kann man sagen, dass in den letzten Jahren mit dem Multi-Asset-Ansatz und dem Multi-Strategy-Ansatz bedeutende Fortschritte bei der Strukturierung von Anlagen erzielt worden sind. Allerdings haben die traditionellen Ansätze deswegen nicht ausgedient. Sie haben nämlich einen entscheidenden Vorteil: Sie besitzen eine nur sehr geringe Komplexität. Dies macht sie insbesondere geeignet für kleine Vermögen, bei denen sich die Umsetzung einer breit aufgegliederten Struktur aus Kostengründen nicht lohnt. Es macht sie aber auch vor allem passend für sehr große Vermögen – wie z. B. den norwegischen Ölfonds – weil die Komplexität einer Steuerung von Milliardengeldern mit relativ illiquiden Anlageklassen oder speziellen Strategien jedes Fondsmanagement überfordern würde.

Insofern kann nicht gesagt werden, dass der eine Ansatz grundsätzlich besser ist als der andere. Es hängt sehr stark vom Anleger und seinen spezifischen Anforderungen ab, welcher für ihn der geeignetste ist. Wichtig ist vor allem, dass sich ein Investor für eine bestimmte Strukturierung in der Vermögensanlage entscheidet. Verschiedene empirische Untersuchungen haben eindrucksvoll belegt, dass für das Endergebnis in der Performance viel wichtiger ist, welche Struktur die Anlagen haben, als in welchen Einzeltitel dann tatsächlich angelegt wird.

Zum Abschluss sei noch einmal vor vielen Finanzprodukten eindringlich gewarnt, denen aus Marketinggründen modern klingende Bezeichnungen wie Multi-Asset, Multi-Strategy oder Absolute Return gegeben wurden. Diese Produkte haben den ursprünglichen Grundgedanken dieser Ansätze meistens nichts mehr zu tun, sondern dienen vor allem als Vehikel, um in erheblichem Umfang versteckte Gebühren zu erzielen.

## Pfeiffer Vacuum und Edwards: die Weltmarktführer für Vakuumtechnologie im Vergleich

Von Karl-Heinz Thielmann

Die Vakuumtechnologie spielt in der modernen Industrie eine wesentliche Rolle. Durch sie entstehen weltraumähnliche Druckbedingungen, die für die Herstellung vieler Hightech-Produkte unerlässlich sind. So sind die Herstellung von Solarzellen, Halbleitern, DVDs, Wärmeschutzgläser sowie die Beschichtung von hoch belastbaren Spezialwerkzeugen oder auch Brillengläsern ohne die Vakuumtechnologie nicht denkbar. Auch in der Forschung sowie der Entwicklung von neuen Werkstoffen und Umwelttechniken spielt Vakuum eine wichtige Rolle.

Der globale Markt für Vakuumtechnik wird derzeit von vier Unternehmen dominiert: Pfeiffer Vacuum, Edwards, Oerlikon Leybold Vacuum (Deutschland) sowie Agilent-Vacuum (Italien).

Oerlikon Leybold Vacuum ist ein deutsches Tochterunternehmen der Oerlikon Management AG aus der Schweiz, Agilent-Vacuum gehört zum US-Messtechnik-Konzern Agilent. Beide Gesellschaften sind also nicht mehr unabhängig, sie liegen zudem beim Umsatz deutlich hinter Edwards und Pfeiffer Vacuum. Allen Unternehmen gemeinsam ist, dass sie inzwischen eine mindestens sechzigjährige Erfahrung mit Vakuumtechnologie haben.

Pfeiffer Vacuum ist seit 1996 börsennotiert, Edwards ist im Mai 2012 in den USA an die Technologiebörse Nasdaq gegangen. Insofern bietet es sich an, die beiden Marktführer in einem grundsätzlich sehr interessanten Bereich einem Vergleich zu unterziehen.

Pfeiffer Vacuum wurde 1890 in Wetzlar (Hessen) durch Arthur Pfeiffer gegründet. Innerhalb weniger Jahre wurde es zu einem führenden Unternehmen in der entstehenden Vakuumtechnologie. 1958 gelang mit der Erfindung der Turbomolekularpumpe, die als „Turbopumpe“ zum Gattungsbegriff wurde, ein technologischer Durchbruch. Im Verlauf der kommenden Jahre entwickelte sich die Gesellschaft zu einem Anbieter von



führenden Produkten in einzelnen Segmenten der Vakuumtechnologie. Mit dem Jahr 2010 kam nicht nur das 120. Firmenjubiläum, es wurden auch zwei Großakquisitionen durchgeführt. Zum einen wurde die Trinos Vakuum-Systeme GmbH gekauft, des weiteren wurde der Geschäftsbereich Vakuumtechnologie "adixen" von Alcatel-Lucent herausgelöst. Mit diesen Neuerwerbungen verdoppelte Pfeiffer Vacuum zum einen seine Größenordnung. Zum anderen avancierte die Gesellschaft zum einzigen Komplettanbieter von Systemlösungen für Vakuumtechnologie und hat sich damit einen Wettbewerbsvorteil gegenüber den Konkurrenten gesichert.

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Edwards wurde 1919 durch F.D. Edwards zunächst nur für den Import von Vakuumanlagen gegründet. Erst 1939 begann die eigene Herstellung von Vakuumanlagen. 1968 wurde Edwards von Industriegaskonzern BOC (British Oxygen Corporation) erworben. 1984 wurde die trockenlaufende (ölfreie) Vakuumpumpe Drystar patentiert. Mit ihrer Einführung konnten auf den neu entstehenden Halbleitermarkt große Marktanteile gewonnen werden.

2006 wurde die BOC Group von der Linde AG erworben, um einen auf Industriegase fokussierten Konzern zu schaffen. Die nicht mehr zum Kerngeschäft gehörenden Edwards wurden 2007 an den Private Equity Fonds CCMP Capital verkauft. Im Mai 2012 wurden im Rahmen einer Kapitalerhöhung zum Schuldenabbau ca. 11% der Gesellschaft an der Technologiebörse Nasdaq eingeführt.

## Managements

Die Vorstandsmitglieder bei Pfeiffer Vacuum sind seit mehreren Jahren dem Unternehmen verbunden. Vorsitzender Manfred Bender hat praktisch alle wichtigen Stationen seiner Karriere bei dem Unternehmen verbracht und hat vor seiner jetzigen Rolle mit dem vorherigen Führungsteam intensiv zusammengearbeitet. Seit 2005 wird er durch Dr. Matthias Wiemer unterstützt, der für Forschung & Entwicklung, Marketing, Produktion, Schulung, Service und Vertrieb verantwortlich ist. Dr. Wiemer hat vor dieser Tätigkeit vielfältige Erfahrungen im Maschinenbau gesammelt. Hervorzuheben ist, dass die Integration der Großakquisitionen adixen und Trinos bisher relativ reibungsarm verlief. Zum 1. Januar kommt Nathalie Benedikt als Finanzvorstand hinzu. Sie ist zwar erst 36 Jahre alt, hat aber bereits 13 Jahre bei Pfeiffer Vacuum im Finanzbereich verbracht.

Bei Edwards wurden die führenden Manager 2010 ausgetauscht. Vorstandsvorsitzender Matthew Taylor und Finanzvorstand David Smith sind zwar beides sehr erfahrene Manager mit internationalem Hintergrund, ihre bisherigen Karrierestationen waren aber im Wesentlichen in der Autoindustrie. Insbesondere David Smith gilt als Restrukturierungsspezialist. Insofern muss stark bezweifelt werden, ob beide Personen wirklich geeignet sind, in einem auf längerfristiges Wachstum ausgerichteten Technologieunternehmen zukunftsweisende Entscheidungen zu treffen.

## Nachhaltigkeit

Grundsätzlich gehört die Vakuumtechnologie zu den Verfahrensweisen, die umweltschonende Produktionstechniken und sparsamen Ressourcenverbrauch fördern. Pfeiffer Vacuum scheint sich mit dieser Tatsache zu begnügen und hat keine besonders ernsthaften Aktivitäten in Hinblick auf Nachhaltigkeit entwickelt. Das Unternehmen schneidet bei Nachhaltigkeitsratings normalerweise auch relativ durchschnittlich ab. Edwards hingegen geht das Thema Nachhaltigkeit mit verschiedenen Initiativen offensiv an und hat sehr viel getan, um sowohl seine eigenen Herstellungsweisen als auch die angebotenen Produkte schadstoffarm, ressourcenschonend und möglichst recyclingfähig zu gestalten. Während Pfeiffer Vacuum hier nur mit einem knappen ausreichend bewertet werden kann, ist bei Edwards eine positive Einschätzung vertretbar.

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

## Gewinnentwicklung und Bilanz

Der Geschäftsverlauf beider Gesellschaften wurde in den letzten Jahren stark durch die zyklischen Schwankungen in der Halbleiterbranche beeinflusst. Als Belastungsfaktor kam in den vergangenen Monaten noch die Branchenkrise in der Solarindustrie hinzu.

Umsätze in Mio.:					
	2008	2009	2010	2011	9M 2012
Pfeiffer Vacuum	198 €	182 €	220 €		
Adixen	181 €	134 €	271 €		
zusammen	379 €	316 €	491 €	520 €	354 €
ggü. Vj.	-12,1%	-16,6%	55,4%	5,9%	-12,6%
Edwards	£510	£371	£641	£701	£464
ggü. Vj.	n.b.	-27,3%	72,8%	9,4%	-14,9%

Traditionell war das Kerngeschäft von Pfeiffer Vacuum viel stabiler als dasjenige der Wettbewerber, was sich aber nach der Akquisition von Adixen geändert hat.

Gewinnschätzungen je Aktie:		
	Pfeiffer Vacuum in €	Edwards in \$US
2012e	4,83	0,63
2013e	5,60	0,74
2014e	6,70	0,83

Beim Vergleich der Finanzkennzahlen fällt auf, dass sowohl die Profitabilität wie auch die Fähigkeit zur Generierung von freiem Cashflow bei Pfeiffer Vacuum etwas besser sind. Angesichts eines sehr schwierigen Jahres stehen aber beide Unternehmen im Vergleich mit anderen Industrieunternehmen in Abschwungphasen relativ gut da. Hierin kommt die herausragende Marktposition beider Gesellschaften zum Ausdruck.

Daher gehen wir auch bei beiden Firmen wieder von einer deutlichen Ertragerholung in den nächsten Jahren aus, die aber bei Pfeiffer Vacuum aufgrund der Nutzung von Synergien aus den Akquisitionen von 2010 etwas stärker sein dürfte.

Die Bilanzanalyse zeigt deutliche Unterschiede zwischen beiden Gesellschaften auf. Während Pfeiffer Vacuum nur eine sehr geringe Netto-Verschuldung aufweist, ist diese bei Edwards sehr hoch. Hier wirkt sich für die englische Gesellschaft negativ aus, dass sie eine Private Equity Gesellschaft als Hauptaktionär hat, die offensichtlich in den vergangenen Jahren massiv Kapital aus dem Unternehmen herausgezogen hat. Die hohe Belastung mit Verbindlichkeiten ist ein klarer Nachteil für Edwards. Die finanzielle Flexibilität ist erheblich eingeschränkt. Die Gesellschaft muss zudem ihren Cashflow in den nächsten Jahren vor allem dafür nutzen, den Verschuldungsgrad herunterzubringen. Ein Problem für Edwards könnten auch die in der Bewertung sehr hoch angesetzten immateriellen Vermögenswerte (Patente, kapitalisierte Forschungsaufwendungen, Goodwill aus Übernahmen etc.) werden. Bei einer insbesondere in Relation zum Eigenkapital sehr hohen Zahl besteht immer das Risiko, dass unerwartete Entwicklungen einen erheblichen Abschreibungsbedarf verursachen. Auch hier scheint die aggressive Bewertung vor allem in Interesse des Hauptaktionärs begründet zu sein, Kapital aus der Firma abzuziehen, ohne die oberflächlichen Bilanzrelationen völlig zu ruinieren. Im Gegensatz dazu erscheinen die immateriellen Vermögenswerte bei Pfeiffer Vacuum als sehr konservativ bewertet. Hier gibt es eher stille Reserven, als dass die Gefahr von unerwarteten Abschreibungen besteht.

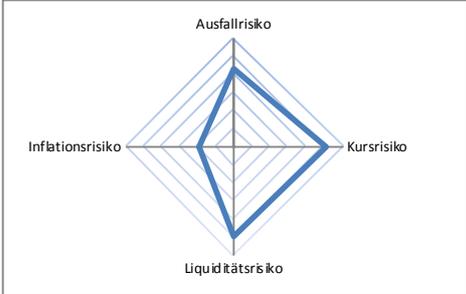
Finanzzahlen nach Abschluss der ersten 3 Quartale 2012 zum 30. September 2012		
	Pfeiffer Vacuum	Edwards
Nettogewinn in Mio.	35,3 €	£41,4
ggü. Vorjahr	1,0%	-21,5%
in % des Umsatzes	10,0%	8,9%
Free Cashflow in Mio.	35,6 €	£39,8
in % des Umsatzes	10,1%	8,6%
Nettoverschuldung in Mio.	73,3 €	£526,8
in % des Eigenkapitals	26%	203%
Immat. Vermögenswerte in Mio.	88,9 €	£410,5
in % des Eigenkapitals	31,2%	157,8%

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

## Kennzahlenübersicht

<b>Edwards</b>		
Website:	<a href="http://www.edwardsvacuum.com/Kurs">http://www.edwardsvacuum.com/Kurs</a>	Kurs 30.11.2012: \$6,73
Hauptbörse:	Nasdaq	Land: Großbritannien
		WKN: A1JXYL
		Börsenwert (Mrd.€): 584,8
		ISIN: US2817361080
Gewinnänd. bis 2014e p.a.: 1%		
Bewertungskennziffern		
KGV	KGV	KBV
2012e	2013e	aktuell
10,7	9,1	<b>2,2</b>
Divrend.	Divrend.	Unt.wert
2012e	2013e	zu Umsatz
0,0%	0,0%	<b>1,3</b>



Nachhaltigkeit: gut	
Risikokennziffern	
Ausfallrisiko	Liquiditätsrisiko
4,3	5,0
Kursrisiko	Inflationsrisiko
5,0	2,0

<b>Pfeiffer Vacuum Technology AG</b>		
Website:	<a href="http://www.pfeiffer-vacuum.de/">http://www.pfeiffer-vacuum.de/</a>	Kurs 30.11.2012: 87,35 €
Hauptbörse:	Xetra	Land: Deutschland
		WKN: 691660
		Börsenwert (Mrd.€): 862,1
		ISIN: DE0006916604
Gewinnänd. bis 2014e p.a.: 8%		
Bewertungskennziffern		
KGV	KGV	KBV
2012e	2013e	aktuell
18,1	15,6	<b>3,0</b>
Divrend.	Divrend.	Unt.wert
2012e	2013e	zu Umsatz
4,1%	4,8%	<b>2,0</b>



Nachhaltigkeit: ausreichend	
Risikokennziffern	
Ausfallrisiko	Liquiditätsrisiko
3,7	3,0
Kursrisiko	Inflationsrisiko
4,0	2,0

Anmerkung: Die Angaben für die erwarteten Gewinnänderungen und die Bewertungskennziffern basieren auf eigenen Prognosen.

## Bewertung

Im Rahmen einer Fair Value Analyse auf Basis eines Discounted Cash Flow (DCF)-Modells kommen wir bei Pfeiffer Vacuum auf einem inneren Wert von 98 € je Aktie (12% über dem aktuellen Kurs); bei Edwards auf einen inneren Wert von £ 7,40 (10% über dem aktuellen Kurs). Beide Gesellschaften scheinen auf Basis dieser Analyseverfahren also ähnlich bewertet.

Beim Vergleich von Kennziffern wie den prognostizierten Kursgewinnverhältnissen oder der Relation Unternehmenswert zu Umsatz erscheint Edwards auf den ersten Blick deutlich billiger. Allerdings kann bei diesen Kennzahlen nicht wie beim DCF-Modell der Einfluss des Hauptaktionärs auf die Verwendung des Cashflows berücksichtigt werden. Sie signalisieren aber, dass bei Edwards nach Wegfall dieses Belastungsfaktors eine deutliche Höherbewertung möglich wäre.

Insgesamt erscheinen beide Aktien auf derzeitigem Niveau geringfügig unterbewertet.

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

## Risikobeurteilung

Edwards:

**Ausfallrisiko:** Edwards ist Marktführer in einem Wachstumsmarkt mit hohen Zutrittsschranken. Dies würde normalerweise für ein eher niedriges Ausfallrisiko sprechen, wenn nicht der Hauptaktionär CCMP Capital die Gesellschaft so stark geschwächt hätte. Die Bilanzqualität ist mangelhaft, eine 4,3 angesichts der hervorragenden Fähigkeit zur Schaffung von freiem Cashflow aber noch zu rechtfertigen.

**Kursrisiko:** In der noch jungen Börsengeschichte war die Aktie schon heftigen Kursschwankungen ausgesetzt. Da hier keine Besserung in Sicht ist, muss eine 5 gegeben werden.

**Liquiditätsrisiko:** Nach dem Börsengang sind die Umsätze ausgetrocknet, wurden zeitweise nur noch Volumina von einigen US\$ 1.000 gehandelt. Dies ist für ein Unternehmen, das immerhin noch einen Free Float von ca. 60 Mio. € hat, nicht akzeptabel. Note 5.

**Inflationsrisiko:** Angesichts einer nur mäßigen Kapitalintensität und relativ guter Möglichkeiten zur Weitergabe von Preiserhöhungen ist das Inflationsrisiko mit 2 eher als gering anzusehen.

Pfeiffer Vacuum:

**Ausfallrisiko:** Ist angesichts der sehr soliden Bilanz und der Fähigkeit zur Generierung von freiem Cashflow grundsätzlich im Vergleich mit anderen Aktien relativ niedrig. Allerdings könnten unter Extremumständen die Abhängigkeit von bestimmten Technologien und die Konjunktursensitivität den Geschäftsverlauf negativ beeinflussen. Daher nur 3,7.

**Kursrisiko:** Zeitweise sind heftige Kursschwankungen zu verzeichnen gewesen, ohne allerdings den für eine Aktie üblichen Rahmen zu überschreiten. Deswegen gibt es hier eine 4.

**Liquiditätsrisiko:** Die Aktie zeigt eine für mittlere Marktkapitalisierungen übliche Liquiditätslage. Unter normalen Umständen sind kleine und mittlere Ordergrößen relativ gut handelbar, leider aber nicht immer. Deswegen hier nur eine 3.

**Inflationsrisiko:** Wie bei Edwards ist angesichts einer nur mäßigen Kapitalintensität und vergleichsweise guter Möglichkeiten zur Weitergabe von Preiserhöhungen das Inflationsrisiko mit 2 als eher gering anzusehen.

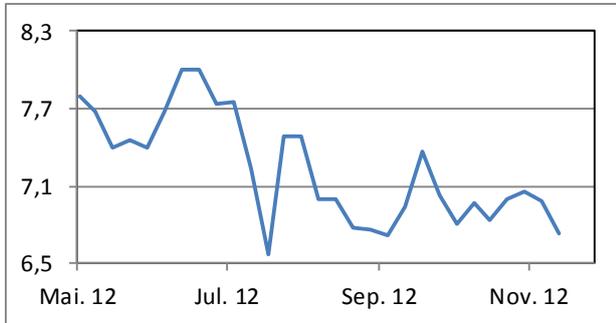
# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

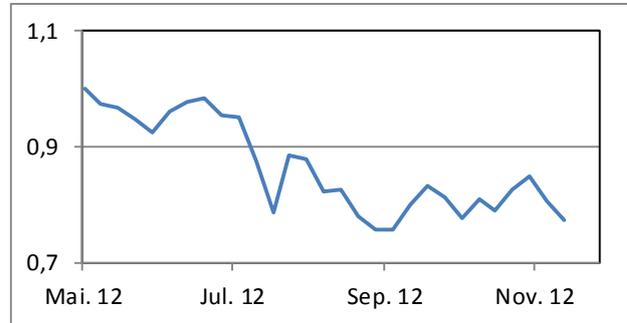
## Technische Analyse der Langfristrends

Edwards:

Kursentwicklung (in \$US):



Kursentwicklung relativ zu Aktien Global:

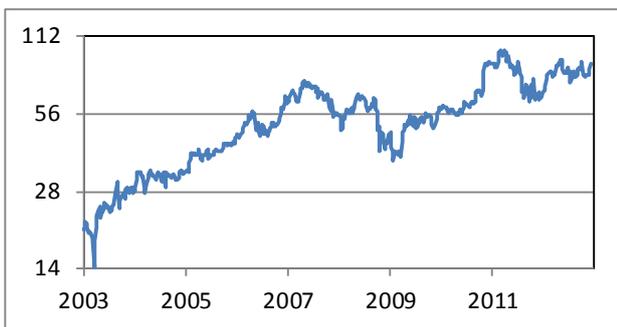


Vergleichsindex für die relative Kursentwicklung ist der STOXX® Global 1800.

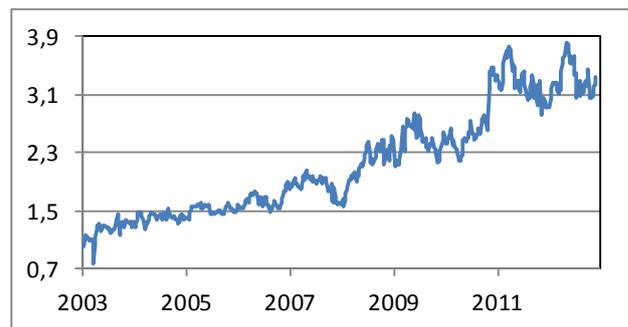
Edwards ist erst seit ca. einem halben Jahr börsennotiert, insofern ist eine langfristige Analyse bisher nicht möglich. Allerdings ist der Aktienkurs im Betrachtungszeitraum schon deutlich zurückgegangen und hinter dem Vergleichsindex zurückgeblieben. Dies ist kein gutes Signal für die weitere Entwicklung.

Pfeiffer Vacuum:

Langfristige Kursentwicklung (in €):



Kursentwicklung relativ zu Aktien Europa:



Vergleichsindex für die relative Kursentwicklung ist der STOXX® Europe 600.

Die Aktie von Pfeiffer Vacuum zeigt sowohl in der absoluten wie auch in der relativen Betrachtung zum Vergleichsindex Stox 600 einen eindeutigen Aufwärtstrend. Nach der Übernahme von adixen zum Jahresende 2010 war der Kurs stark gestiegen, was als kurzfristige spekulative Überhitzung eingeschätzt werden kann. Inzwischen hat sich das Bild aber wieder normalisiert. Sowohl in der absoluten wie auch in der relativen Anschauungsweise tendiert die Aktie am unteren Ende des langfristigen Trendkanals. Die Aktie erscheint damit aus technischer Sicht als sehr attraktiv für den Aufbau von Positionen.

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

## Anlageeinschätzung der Aktien

Eine sehr alte Börsenweisheit lautet: Wenn es einen Goldrausch gibt, dann kaufe nicht die Aktien der Goldförderer, sondern diejenigen der Hersteller von den Schaufeln. Analog kann man heutzutage sagen: Wenn die Computerisierung der Welt immer weiter voranschreitet, dann kaufe nicht die Anteilscheine der Hardwarehersteller, die sich in ruinösem Konkurrenzkampf befinden, sondern die Aktien derjenigen Firmen, die von einem immer weiter ansteigenden Bedarf an Produktionsstätten für die moderne Technologieinfrastruktur profitieren.

Die Aktie von Pfeiffer Vacuum stellt vor diesem Hintergrund ein sehr solides und moderat bewertetes Investment dar. Allerdings sollten sich Anleger bewusst sein, dass die Ertragsentwicklung relativ unstetig ist und es daher immer einmal wieder zu kurzfristigen Verunsicherungen kommen kann.

Sie ist daher unserer Einschätzung nach geeignet für:

- chancenorientierte Investoren als Depotbeimischung (0%-2% Portfoliogewicht)
- für risikobewusste Anleger als Basisinvestment (2%-4% Portfoliogewicht)

Edwards ist aufgrund der Marktposition grundsätzlich ein sehr interessantes Unternehmen für Langfristinvestoren. Darüber hinaus erscheint die Aktie nach Kennziffern wie dem Kursgewinnverhältnis oder der Relation Unternehmenswert zu Umsatz als sehr günstig bewertet. Dennoch gibt es gravierende Argumente, die gegen eine Anlage sprechen. Der Hauptaktionär, die Private Equity Gesellschaft CCMP Capital, hat der Firma hohe Schulden aufgebürdet, die abgetragen werden müssen. Die Qualifikation des durch CCMP Capital eingesetzten Managements ist fragwürdig. Hinzu kommt, dass die Liquidität der Aktie für ein Unternehmen der Größenordnung von Edwards indiskutabel ist.

Man sollte die Gesellschaft aber im Auge behalten. Möglicherweise könnte eine Trennung von CCMP Capital in der Zukunft zu einer Verbesserung der Situation führen. Dennoch bleibt die Aktie auf absehbare Zeit nicht für eine Anlage geeignet.

Empfehlungshistorie: bisher keine Empfehlungen bei beiden Titeln.

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

## Impressum:

LONG-TERM INVESTING Research AG - Institut für die langfristige Kapitalanlage

Vorstand: Karl-Heinz Thielmann

Aufsichtsrat: Dr. Gregor Seikel (Vorsitzender)

Weinbrennerstr. 17, 76135 Karlsruhe

Tel.: +49 (0)721 – 6293 9773, Fax.: +49 (0)322 2376 4968

E-Mail: [info@long-term-investing.de](mailto:info@long-term-investing.de)

Inhaltlich verantwortlich: Karl-Heinz Thielmann

Weinbrennerstr. 17, 76135 Karlsruhe

Bildnachweis: Seite 2: Karl-Heinz Thielmann; Seite 15: Pfeiffer Vacuum Pressebild

Für den regelmäßigen Bezug von „Mit ruhiger Hand“ können Sie sich unter [www.Mit-ruhiger-Hand.de](http://www.Mit-ruhiger-Hand.de) anmelden.

## Anhang:

a) Unser System der Unternehmensanalyse:

1. Mit der **qualitativen Analyse** werden Erfolgsfaktoren identifiziert, durch die Unternehmen eine anhaltende Fähigkeit zur Generierung von freiem Cashflow bzw. Überschusskapital haben: Weil sie a) aufgrund von dauerhaften Wettbewerbsvorteilen über eine überdurchschnittliche Marktposition verfügen; b) ein am langfristigen Unternehmenserfolg ausgerichtetes Management haben; c) den Erfolg nicht auf Kosten der Mitarbeiter oder der Umwelt erzielen (Corporate Governance; Nachhaltigkeit) bzw. d) von globalen Megatrends profitieren.
2. **Finanzstatusanalyse**: Bilanz, Gewinn-und-Verlust-Rechnung sowie Cashflow Rechnungen aus den aktuellsten Geschäftsberichte werden mit Bilanzkennzahlen ausgewertet.
3. Die **Bewertungsanalyse** wird auf der Basis eigener Prognosen mittels allgemein anerkannter und weitverbreiteter Methoden der fundamentalen Analyse wie dem DCF-Modell; der Kennzahlenanalyse (insbesondere Kurs-Gewinn-Verhältnis; Dividendenrendite; Kurs-Buchwert; Unternehmenswert zu Umsatz) sowie von Peergroup-Vergleichen durchgeführt.
4. Bei der technischen Analyse untersuchen wir langfristige Trendverläufe sowohl in der absoluten Kursentwicklung wie auch in der relativen Kursentwicklung zu einem Vergleichsindex. Sofern nicht anders bezeichnet, ist für europäische Aktien dieser Vergleichsindex der STOXX® Europe 600 Preisindex; für außereuropäische Aktien der STOXX® Global 1800 Preisindex.
5. Darüber hinaus erfassen wir auch die **Risikofaktoren**, die einem langfristigen Anlageerfolg entgegenstehen. Dabei werden folgende Risiken einzeln bewertet:
  - Ausfallrisiko (Renten: das angelegte Geld wird nicht oder nur unvollständig zurückgezahlt; Aktien: Aufgrund von unternehmerischem Misserfolg kommt es zur dauerhaften Wertminderung der Anlage). Die Kriterien für das Ausfallrisiko sind: bei Unternehmen Bonität, Verschuldung (bilanziell und außerbilanziell), freier Cashflow, Produktvielfalt, Marktzutritt-Schranken, etc.; bei Ländern Budgetdefizite, Schattenhaushalte, Leistungsbilanzsalden, Währungssystem, Stabilität.
  - Kursrisiko (eine Kapitalanlage kann aufgrund von Kursschwankungen nur zu einem ungünstigen Kurs verkauft werden). Kriterien für das Kursrisiko sind Volatilitätskennzahlen wie die Standardabweichung oder  $\beta$ , etc.
  - Liquiditätsrisiko (eine Kapitalanlage kann mangels Nachfrager nicht oder nur unter Wert verkauft werden). Kriterien für das Liquiditätsrisiko sind: Tiefs bei Börsenumsätzen; Bid Ask Spread; Transaktionskosten, etc.
  - Inflationsrisiko (eine Kapitalanlage wird durch Steigerungen des allgemeinen Preisniveaus entwertet). Kriterien für das Inflationsrisiko sind: Duration, Kapitalintensität, Zinssensitivität, Preiselastizität der Nachfrage, etc.

# Mit ruhiger Hand

## Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Die Risikoarten werden nach Schulnoten eingestuft. Im Einzelnen vergeben wir folgende Bewertungen:

- 1: sehr gut (minimales Risiko)
  - 2: gut (praktisch kein Risiko; erhöhtes Risiko nur unter sehr unwahrscheinlichen theoretischen Extremumständen)
  - 3: befriedigend (normalerweise geringes Risiko; unter Extremumständen erhöhtes Risiko)
  - 4: ausreichend (normalerweise leicht erhöhtes Risiko; unter Extremumständen stark erhöhtes Risiko)
  - 5: mangelhaft (hohes Risiko, für Langfristanleger nicht geeignet; möglicherweise aber für Spezialisten mit kontinuierlicher Risikokontrolle oder kurzfristige Anleger noch geeignet)
  - 6: ungenügend (unverantwortlich hohes Risiko)
6. Bei Investmentfonds wird zusätzlich noch die Kostenbelastung bewertet. Hierbei wird ein Schulnotensystem analog zur Risikobewertung verwandt.

### b) Empfehlungssystem:

Die Empfehlungen richten sich an einen Anleger mit einem Anlagehorizont von 5-10 Jahren und werden je nach der Risikoausrichtung der Investoren (risikoavers, konservativ, chancenorientiert, risikobewusst) differenziert. Hierbei gibt es 4 Abstufungen: Nicht empfehlenswert (0% Portfoliogewicht); zur Depotbeimischung geeignet (0%-2% Portfoliogewicht); Basisinvestment (2%-4% Portfoliogewicht); Kerninvestment (4%-8% Portfoliogewicht). Ein Anleger sollte bei der Auswahl einzelner Investments auf Risikozusammenhänge zwischen den einzelnen Finanzinstrumenten achten und einen qualifizierten Anlageberater hinzuziehen.

### Rechtliche Hinweise:

#### Hinweise gemäß FinAnV:

Die LONG-TERM INVESTING Research AG – Institut für die langfristige Kapitalanlage erstellt Finanzanalysen im Sinne der „Verordnung über die Analyse von Finanzinstrumenten (Finanzanalyseverordnung - FinAnV)“.

#### Hinweis gemäß § 4 FinAnV:

1) Wesentliche Informationsquellen: Hauptinformationsquelle sind Geschäfts- und Quartalsberichte des Emittenten sowie von der Investorenbetreuung des Emittenten auf Webseiten, Investorenkonferenzen oder Analystenveranstaltungen zur Verfügung gestellte Informationen. Diese Quellen wurden bei den in dieser Ausgabe veröffentlichten Analysen nur passiv genutzt, die Emittenten haben nicht aktiv Informationen beigesteuert. Darüber hinaus werten wir auch Beiträge der seriösen Wirtschaftspresse sowie Nachhaltigkeitsreports über den jeweiligen Emittenten aus.

Für den Beitrag „Wollen die Kunden belogen werden?“ wurde auf folgende Quellen zurückgegriffen: George A. Akerlof: The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism; The Quarterly Journal of Economics, Vol. 84, No. 3. (Aug., 1970), pp. 488-500 ([https://www.iei.liu.se/nek/730g83/artiklar\\_/1.328833/AkerlofMarketforLemons.pdf](https://www.iei.liu.se/nek/730g83/artiklar_/1.328833/AkerlofMarketforLemons.pdf)); Bernd Ankenbrand: „Watches and alpha males: 5 things selectors look for in a manager“; Interview mit Emily Blewett, Juli 2012. ([www.citywire.co.uk/global/watches-and-alpha-males-5-things-selectors-lookfor-in-a-manager/a604633](http://www.citywire.co.uk/global/watches-and-alpha-males-5-things-selectors-lookfor-in-a-manager/a604633)); Center for Applied Science: The Influential Investor, November 2012 (<http://statestreet.com/centerforappliedresearch/doc/the-influential-investor.pdf>)

Für den Beitrag „Basiskonzepte der Strukturierung einer Vermögensanlage“ wurden vor allem verwendet: David F. Swensen: Unconventional Success, New York 2005 sowie Guy Fraser-Sampson: Multi Asset Class Investment Strategy, Chichester 2006. Auszüge dieses Beitrags wurden schon vor dem Erscheinungstag auf der Website: <http://www.long-term-investing.de/deutsch/langfristig-anlegen/> veröffentlicht. Die empirischen Grundlagen, warum mit steigendem Risiko die Erträge zunächst steigen und dann fallen, sind erläutert bei:

<http://www.robeco.com/professionals/insights/quantitative-investing/low-volatility-investing/index.jsp>. Wir danken Herrn Oliver Clasen von HVC Management Ltd. für viele wertvolle Anregungen und Hinweise zu diesem Beitrag.

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Umsatz-, Gewinn- und Dividendenschätzungen basieren auf eigenen Bewertungsmodellen.

Für Kursdaten haben wir eine eigene Datenbank aufgebaut, die - sofern nicht anders angegeben – die amtlichen und um Kapitalmaßnahmen bereinigten Kurse von der jeweiligen Hauptbörse enthält. Hauptbörsen sind: Aktien Deutschland & ETF's: Xetra; Renten: Börse Stuttgart; USA: NYSE bzw. Nasdaq; Niederlande & Frankreich: Euronext; Spanien: Börse Madrid; Italien: Börse Mailand; internationale Technologieaktien: Nasdaq. Bei nicht als ETF's gehandelten Investmentfonds werden die von der KAG veröffentlichten Rücknahmekurse genommen.

Finanzanalysen werden vor ihrer Veröffentlichung dem Emittenten normalerweise nicht zugänglich gemacht und danach geändert. Abweichungen von dieser Praxis werden gesondert gekennzeichnet.

2) Zur Erstellung genutzte Bewertungsgrundlagen und Methoden: siehe Seite 22.

3) Das Datum der ersten Veröffentlichung unserer Analysen ist – sofern nicht anders gekennzeichnet – der auf der ersten Seite angegebene Erscheinungstag von „Mit ruhiger Hand“; für diese Ausgabe also der 3.12.2012.

4) Datum und Uhrzeit der darin angegebenen Preise von Finanzinstrumenten entsprechen – sofern nicht anders gekennzeichnet – dem Schlusskurs vom letzten Handelstag vor dem Erscheinungsdatum an der genannten Hauptbörse des jeweiligen Finanzinstruments.

5) Aktualisierungen: Für Aktualisierungen der bestehenden Analysen aus der aktuellen Ausgabe ist kein fester Zeitrahmen vorgesehen und besteht auch keine Verpflichtung.

6) Hinweis auf eigene Finanzanalysen aus den der Veröffentlichung vorausgegangenen zwölf Monaten, die sich auf dieselben Finanzinstrumente oder Emittenten beziehen: keine Veröffentlichungen.

Hinweis gemäß § 5 FinAnV:

**Interessenkonflikte:** Umstände oder Beziehungen werden im Folgenden angegeben, die Interessenkonflikte begründen können, weil sie die Unvoreingenommenheit der Mitarbeiter, die die Analysen in dieser Ausgabe erstellt haben, der LONG-TERM INVESTING Research AG – Institut für die langfristige Kapitalanlage als das für die Erstellung verantwortliche Unternehmen sowie sonstiger an der Erstellung mitwirkenden Personen oder Unternehmen gefährden könnten.

Mitarbeiter an dieser Ausgabe haben oder waren in Bezug auf ein in dieser Ausgabe erwähntes Finanzinstrument bzw. mit einem genannten Emittenten:

- 1) Anteile im Besitz: keine
- 2) in den vergangenen 12 Monaten an Transaktionen beteiligt: keine
- 3) eine vertragliche Beziehung eingegangen: nein
- 4) an einer Emission oder Sekundärmarktplatzierung eines Finanzinstruments beteiligt: nein

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

## **Disclaimer:**

Die in dieser Publikation enthaltenen Informationen dienen ausschließlich informativen Zwecken. Sie stellen auf keinen Fall Werbung oder ein Angebot, insbesondere einen Prospekt oder eine Aufforderung zum Handel, der Zeichnung, dem Kauf oder dem Verkauf von Wertpapieren bzw. zur Teilnahme an einer Handelsstrategie, dar.

Obwohl unsere Informationen aus Quellen stammen, die wir für zuverlässig halten und der Inhalt dieser Publikation mit großer Sorgfalt zusammengestellt wurde, können wir keine - weder ausdrückliche noch stillschweigende - Gewähr für die Richtigkeit oder Vollständigkeit der Angaben übernehmen.

Wir behalten uns das Recht vor, jederzeit und unangekündigt Änderungen oder Aktualisierungen der in dieser Publikation enthaltenen Informationen vorzunehmen. Weder die LONG-TERM INVESTING Research AG – Institut für die langfristige Kapitalanlage noch irgendwelche Aufsichtsräte, Vorstandsmitglieder oder Mitarbeiter dieser Gesellschaft können direkt oder indirekt für in dieser Publikation enthaltenen Informationen und/oder Empfehlungen haftbar oder verantwortlich gemacht werden.

Die in dieser Publikation enthaltenen Informationen sind auf keinen Fall als Erbringung einer Investmentdienstleistung zu verstehen und sind kein Ersatz für eine persönliche Anlageberatung. Die Verwendung der in dieser Publikation enthaltenen Informationen erfolgt ausschließlich auf eigene Gefahr. Wir sind weder direkt noch indirekt für irgendwelche Verluste oder Schäden, die dem Leser durch die Verwendung dieser Publikation oder durch eine darauf basierende Entscheidung entstehen, haftbar.

Investitionen sind mit Risiken verbunden. Bitte beachten Sie, dass der Wert der Anlage steigen oder sinken kann und die Wertentwicklung in der Vergangenheit nicht notwendigerweise aussagekräftig für die Wertentwicklung in der Zukunft ist und in keinem Fall als aussagekräftig betrachtet wird.

Diese Publikation und die darin enthaltenen Informationen sind streng vertraulich und dürfen zu keinem Zeitpunkt ohne unsere vorherige Zustimmung kopiert, vervielfältigt, verbreitet oder Dritten zugänglich gemacht werden. Jegliche Ansprüche, die sich aus oder im Zusammenhang mit den Bedingungen dieses Haftungsausschlusses ergeben, unterliegen deutschem Recht.

Die in dieser Publikation enthaltenen Analysen und alle darin aufgezeigten Informationen sind nur zur Verbreitung in den Ländern bestimmt, nach deren Gesetz dies zulässig ist. Diese Analyse richtet sich ausdrücklich nicht an Anleger in den USA, Japan und Kanada. In Großbritannien ist sie nur für Personen bestimmt, die in Art. 11 (3) des Financial Services Act 1986 (Investments Advertisements) (Exemptions) Order 1996 (in der jeweils geltenden Fassung) beschrieben sind. Es wird darauf explizit hingewiesen, dass insbesondere auch die Weiterleitung dieser Publikation in die USA und an US-Personen sowie in alle Länder, in denen der Vertrieb dieser Publikation beschränkt ist, nicht zulässig ist.

Allein verbindliche Grundlage für den Erwerb von Investmentfonds sind die jeweiligen Verkaufsprospekte mit Risikohinweisen und ausführlichen Informationen, die Sie kostenlos bei Investmentgesellschaft unter auf ihrer Internetadresse erhalten.

Die Entlohnung der Mitarbeiter von „Mit ruhiger Hand“ hängt weder in der Vergangenheit, der Gegenwart noch in der Zukunft direkt oder indirekt mit den Einschätzungen oder den Sichtweisen, die in dieser Publikation geäußert werden, zusammen.