

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Nummer 11, 4. März 2013

Leitmotiv der aktuellen Ausgabe sind die vielfältigen Zusammenhänge zwischen Psychologie, menschlichem Verhalten, wirtschaftlichen Prozessen und Kapitalmärkten.

In „**Klartext: Keine Angst vor der Krise!**“ geht es um die vielfach tiefsitzenden Befürchtungen hinsichtlich der weiteren wirtschaftlichen Entwicklung. Seit 1970 wurde die Welt von den vielfältigsten Krisen erschüttert, dennoch sind Bevölkerungszahl und Wohlstand unablässig gewachsen. Lediglich in Japan, wo man seit 20 Jahren krampfhaft versucht, eine Krise zu verhindern, herrscht Stagnation. Man sollte daher keine Angst vor Krisen haben. Sie sind hart, eröffnen aber Potenzial für Veränderungen und sind damit eine Chance für die Zukunft.

Der Beitrag „**Die begründete Angst der Deutschen vor Aktien und ihre absurden Folgen**“ beschäftigt sich mit den Gründen für die tief gehende Abneigung der Deutschen gegen Aktien. Während Aktienmärkte über längere Zeiträume eine positive Performance zeigten, ging diese an der Masse der Anleger vorbei. Stattdessen wurden gerade Privatanleger immer wieder in hochriskante Aktien gelockt und damit abgezockt. Dass sie deswegen frustriert sind, ist verständlich.

Als Konsequenz aus diesen schlechten Erfahrungen wenden sie sich dann aber Anlageformen zu, die teilweise noch riskanter sind. Der Grund hierfür ist, dass die Risiken bei einzelnen Finanzinstrumenten sehr unterschiedlich transparent sind. Während die Risikosituation bei Aktien relativ klar ist, weil man die Kursschwankungen täglich mitverfolgen kann, ist sie bei anderen Anlageformen teilweise oder völlig intransparent, weil Wertminderungen bei diesen oft nur schwer oder erst nach langen Zeiträumen zu erkennen sind.

„**¿A donde vas, Santander?**“ thematisiert die derzeitigen Probleme bei der größten Bank der Eurozone. Nach Jahren des stürmischen Wachstums wurde Banco Santander von der Krise in Spanien kalt erwischt. Emilio Botín, der als herausragende Unternehmerpersönlichkeit den Aufstieg verantwortet hat, scheint jetzt an seinem Sessel zu kleben und eine zukunftsfähige Ausrichtung der Unternehmensleitung zu behindern. In unserer Analyse wird diskutiert, ob die alten Erfolgsfaktoren auch in der Zukunft wieder funktionieren können und welche Aufgaben jetzt angegangen werden müssen.

Der Gastbeitrag „**Der Fluch des Adonis**“ von Prof. Bernd Ankenbrand setzt sich mit der Frage auseinander, inwieweit das Erscheinungsbild eines Investmentprofessionals die Einstellung von zahlenden Kunden beeinflusst. Seine empirischen Untersuchungen haben ergeben, dass diese aus dem Aussehen ihres Gesprächspartners sehr schnell Rückschlüsse auf dessen Vertrauenswürdigkeit und Kompetenz ziehen. So wird z. B. im Finanzbereich attraktiven Männern i.d.R. weniger Vertrauen entgegengebracht. Sie haben es damit schwerer, ihre Kunden zu überzeugen.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Klartext: Keine Angst vor der Krise!

Liebe Langfristanleger,

derzeit richtet sich der Blick aller Ökonomen, Wirtschaftsjournalisten und anderer Kommentatoren auf die desolante Lage bei den Staatsfinanzen in Europa und in den USA. Eines scheint klar: Defizite in den gegenwärtigen Größenordnungen sind langfristig nicht durchzuhalten. Sanierungsmaßnahmen bedingen Steuererhöhungen oder Ausgabenkürzungen. Beides kostet Wirtschaftswachstum, auf die Bürger der entwickelten Volkswirtschaften kommen harte Jahre zu. Die Eurokrise erscheint nur wie die Spitze eines Eisbergs.



Auch die BRIC-Staaten, Wachstumslokomotiven des vergangenen Jahrzehnts, machen langsam schlapp. Indien kämpft mit Korruption und einer maroden Infrastruktur, in China steigen die Löhne und mehren sich die Zweifel gegenüber dem Finanzsystem. Russland krankt an einem Mangel an Rechtsstaatlichkeit, Brasilien an einer zunehmend interventionistischen und inflationstreibenden Wirtschaftspolitik. Und dann basteln irgendwo auf der Welt noch Diktaturen an ihren Atombomben und drohen damit, alles ins Chaos zu stürzen.

Inhalt:

Seite 4: Die begründete Angst der Deutschen vor Aktien und ihre absurden Folgen

Seite 8: ¿A donde vas, Santander?

Seite 15: Der Fluch des Adonis

Seite 19: Impressum, Anhang

Seite 23: Disclaimer

Stehen wir am Beginn einer neuen globalen Strukturkrise? Aber selbst wenn, was wäre so schlimm daran?

Seit den 70er Jahren des vergangenen Jahrhunderts schleppen wir uns von Krise zu Krise. Erste Ölkrise 1973, zweite Ölkrise 1979. 1982 kam dann die Schuldenkrise in Lateinamerika. 1986 begann in den USA als Folge eines überhitzten Immobilienmarktes die Savings- and Loans-Krise, in deren Folge 1/5 der US-amerikanischen Sparkassen pleitegingen und das ganze US-Finanzsystem kurz vor dem Kollaps stand. 1987 gab es den ersten durch Programmmhandel verursachten Börsenkrach.

1990 hatten wir die Kuwaitkrise, 1992 die Krise des Europäischen Währungssystems. 1998 waren dann Russland und Asien dran mit ihrer Krise. Im gleichen Jahr ging LTCM pleite, das Weltfinanzsystem stand kurz vor dem Kollaps. 2001 bewirkte die Kombination aus Terroranschlägen, Bilanzskandalen und platzender Internetblase die nächste Krise. 2007 kam eine weitere Immobilienkrise in den USA, diesmal mit globalen Auswirkungen: die Finanzkrise 2008 und ein Teil-Kollaps des Weltfinanzsystems. Genau wie 20 Jahre vorher folgten die Europäer mit ihrer Währungskrise ein paar Jahre später. Zwischenzeitlich stand die Welt mehrfach kurz vor dem Atomkrieg, diverse schwere Industrieunfälle von Seveso bis Fukushima verseuchten die Umwelt.

Trotz aller Krisen und Desaster hat sich das globale Bruttosozialprodukt in den vergangenen 40 Jahren sechsfacht. Die Weltbevölkerung hat sich seit 1970 verdoppelt und wächst weiter. Der Anteil der Hungernden hieran geht kontinuierlich zurück. Während noch vor 20 Jahren jeder fünfte Mensch zu wenig zu essen hatte, ist dies derzeit nur noch bei jedem achten der Fall. Das sind zwar immer noch zu viele. Man sieht aber, welchen Fortschritt wir schon gemacht haben. Die durchschnittliche Lebenserwartung ist seit 1970 weltweit von ca. 60 Jahren auf ca. 70 Jahre gestiegen; in wohlhabenden Ländern wie Deutschland von ca. 70 Jahren

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

auf ca. 80 Jahre. Während wir uns also von einer Katastrophe zum nächsten Debakel hangeln, geht es also immer mehr Menschen materiell immer besser und sie leben länger.

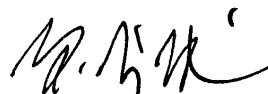
Wie kann es sein, dass die Abfolge globalen Krisen scheinbar so wirkungslos auf den Fortschritt der Menschheit geblieben ist. Oder sind Krisen auf lange Sicht vielleicht sogar hilfreich für die Wirtschaftsentwicklung?

Ein Land, das schwer darunter leidet, dass es in den letzten Jahren alles zur Krisenvermeidung getan hat, ist Japan. Diese Nation hat nach dem Zweiten Weltkrieg einen spektakulären Aufschwung erlebt. In den 80er Jahren dann kam es zu einem massiven Zufluss spekulativen Kapitals, das die Preise von Wertpapieren und Immobilien künstlich aufblähte. Als die Blase in den 90er Jahre platze, wurden die entstehenden Verluste jedoch weitestgehend nicht anerkannt. Stattdessen versuchten Banken und Unternehmen, sich durch die künstliche Überbewertung von Vermögenswerten über die Zeit zu retten. Die Notenbank stützte das Finanzsystem durch extrem niedrige Zinsen, der Staat kompensierte den Nachfrageausfall durch schuldenfinanzierte Ausgaben. Dies vermied zwar einen heftigen Einbruch, führte aber auch dazu, dass die notwendige Bereinigung in Japan nie stattfand. Die japanische Wirtschaft stagniert praktisch seit 20 Jahren, nur die starke Stellung der Exportunternehmen verhindert Schlimmeres. Inzwischen liegt die Staatsverschuldung bei über 230% des BIP, eine in keiner Weise durchhaltbare Größenordnung. Würden die patriotischen Japaner nicht eisern sparen und unbeirrt ihr Geld in Staatsanleihen stecken, wäre das Land schon längst pleite. Die neue Regierung versucht jetzt, die Stagnation mit mehr schuldenfinanzierte Staatsausgaben und noch mehr Gelddrucken durch die Notenbank zu überwinden. Dies ist so offensichtlich zum Scheitern verurteilt wie alles, was die Vorgänger versucht haben. Japan wird davon erdrückt, dass es nie die Altlasten aus den Boomzeiten bereinigt und einen Neuanfang versucht hat.

Wirtschaftskrisen sind Selbstreinigungsprozesse des Kapitalismus. Wer Krisen nicht zulässt, zementiert alte ineffiziente Strukturen. In schwierigen Zeiten kommt hingegen die Stunde von findigen Unternehmern, die mit kreativen Ideen neue Märkte entwickeln und damit die weitere ökonomische Entwicklung erst ermöglichen. So führten erst die Ölkrisen zur Entwicklung von Energiespartechnologien, die einen sparsamen Umgang mit den natürlichen Ressourcen dieser Welt ermöglichen und damit die Voraussetzung geschaffen haben, dass so viele Menschen in den vergangenen Jahren tatsächlich ihren Wohlstand steigern konnten.

Natürlich sind Wirtschaftskrisen für die unmittelbar Betroffenen sehr hart. Aber sie sind immer das Resultat von massiven Fehlsteuerungen in der Vergangenheit. Und sie eröffnen die Möglichkeit, dass etwas Neues und Besseres an die Stelle des Alten tritt. Wie das Beispiel Japan zeigt, hilft es nichts, wenn man sich unangenehme Wahrheiten nicht eingesteht. Schweden steckte 1992 tief in der ökonomischen Misere, Süd-Korea 1998. Beide Länder haben aber die richtigen Konsequenzen hieraus gezogen und sind jetzt starke Wirtschaftsnationen. Die Euro-Politik war bisher von einem Verleugnen der realen Probleme geprägt. Dies hat nicht funktioniert, weil man mit Austerität keine Strukturprobleme beseitigen kann. Der wirtschaftliche Absturz Südeuropas ist ein Realitätsschock. Diesen sollte man aber zulassen, damit Spanien, Italien etc. sich wieder auf ihre eigentlichen Stärken besinnen. Davon gibt es sehr viele. Und wir Deutschen sollen den Krisenländern Zeit geben, ihren Weg zu finden, und sie nicht aus Sorge um unsere Spargroschen als säumige Schuldner drangsalieren. Dann haben wir alle wieder eine gemeinsame Zukunft in einem besseren Europa vor uns.

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



Die begründete Angst der Deutschen vor Aktien und ihre absurden Folgen

Von Karl-Heinz Thielmann

Einer jüngsten Studie der Postbank zufolge misstrauen die Deutschen bei bei der langfristigen Geldanlage der Aktie. So glaubten laut dieser Untersuchung nur 12% der Befragten, dass Aktien oder Aktienfonds „hohe Erträge und eine gute Rendite“ bringen. Vor Ausbruch der Finanzkrise 2008 stimmten dieser Aussage noch 16% aller Bundesbürger zu.

Wie kommt es, dass es in Deutschland ungefähr genau so viele Menschen gibt, die Aktien für eine rentable Anlageform halten wie diejenigen, die an UFOs glauben (13% laut Statista.com)?

Die empirische Evidenz spricht auf den ersten Blick jedenfalls eindeutig für die Aktie. Viele Untersuchungen haben eindrucksvoll belegt, dass Anleger mit einem Aktieninvestment fast immer andere Anlageformen schlagen, sofern sie die Bereitschaft mitbringen, auch Verlustperioden auszusitzen. Allerdings setzen diese Untersuchungen jeweils voraus, dass man mit seiner Anlage zumindest die Marktperformance widerspiegeln kann. Doch dies ist schwieriger als man denkt.

Indexfonds, die Anlegern eine indexnahe Performance garantieren, gibt es noch nicht so lange und sie sind in der breiteren Öffentlichkeit auch kaum bekannt. Normale Investmentfonds sind mit offenen und versteckten Kosten überladen. Besser als der Markt zu sein ist grundsätzlich schwierig und verlangt die disziplinierte Umsetzung einer Strategie. Hieran scheitern selbst die meisten professionellen Anleger.

Tatsächlich ist die derzeitige Ablehnung von Aktien auch ein Resultat der Tatsache, dass die generell positive Entwicklung der meisten Titel an vielen privaten Aktionären vorbeigegangen ist. Unzählige Anleger haben sich in der Vergangenheit mit Aktien die Finger verbrannt oder kennen jemanden, der ein solches Schicksal erlitten hat. Insbesondere die Versuche in den 90er Jahren des abgelaufenen Jahrhunderts, Aktien als Anlage in der breiten Bevölkerung populärer zu machen, haben im Rückblick extrem geschadet. Unter dem Stichwort „Aktienkultur fördern“ wurden leichtgläubige Investoren vor allem in Titel getrieben, die sich hinterher als krasse Wertvernichter entpuppt haben. Ob bei der Privatisierung der Deutschen Telekom 1996, dem Neuen Markt 2000 oder den Solaraktien vor ein paar Jahren, immer wurden vor allem unerfahrene Privatanleger mit unrealistischen Wachstumsversprechungen in Einzeltitel oder Fonds gelockt. Die Initiatoren solcher Kaufwellen konnten fast immer ungestraft abkassieren, was die Stimmung der Geschädigten nicht verbesserte.

Wenn man die falschen Titel hat, dann lohnt es sich auch nicht, eine schwache Börsenphase auszusitzen. Gerade für viele Kleinaktionäre war es eine sehr frustrierende Erfahrung, dass sich der Markt langfristig nach oben bewegte, aber nur gerade die eigenen Aktien nicht. Sie haben bei ihren Aktienengagements nicht nur unfähigen Managern, sondern oft auch sogenannten Kapitalmarktexperten vertraut: Finanzjournalisten, Anlageberatern und Börsengurus. Doch diese haben vor allem spekulative Investments empfohlen, die schnelles Geld versprochen, aber zu permanenten Verlusten geführt haben. Damit haben sie leichtfertig das in gesetzte Vertrauen verspielt und eine ganze Anlageklasse in Misskredit gebracht.

Insofern wird auf den zweiten Blick klar, warum Aktien so verhasst sind: Die persönliche Erfahrung der meisten Anleger widerspricht den positiven Statistiken eklatant. Nur im Ausnahmefall kann das Potenzial der Aktie

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

durch Privatanleger genutzt werden. Als Nichtfachleute sind sie zumeist hilflos den Scharlatanen des Finanzgeschäfts ausgeliefert und verlieren damit Geld, womit andere wohlhabend werden.

Aktien gelten nicht zu unrecht als sehr riskante Geldanlage. Ihre Kursentwicklung spiegelt zwei Dinge wider: die Entwicklung eines Unternehmens sowie der Gesamtwirtschaft. Und bei den Unternehmen gibt es in einer Marktwirtschaft nun einmal ein allgemeines Geschäftsrisiko, es ergeben sich Gewinner und Verlierer. Wer die Verlierer im Depot hat, kann nur sein Geld einbüßen. Gerade in den vergangenen Jahren sorgten dann auch noch die extremen Kursschwankungen aufgrund von verschiedenen Wirtschaftskrisen für zusätzliche Verunsicherungen. Die Stabilität des Finanzsystems und von Leitwährungen wie dem Euro sind seit einigen Jahren massiv infrage gestellt.

Doch muss man jetzt die Aktie abschreiben? Gerade Deutschland hat als führende Exportnation einige Unternehmen, die schon seit Jahrzehnten in ihren Märkten zu den global führenden gehören. Viele davon sind auch börsennotiert, gut bekannt, machen regelmäßig hohe Gewinne und damit ihren Aktionären seit Jahren Freude. Daran sollten doch eigentlich auch die Privatanleger partizipieren können.

Wer am 7. März 2000, dem Höchststand des DAX (8064,97) während der Interneteuphorie, die Aktie von Linde zu einem Kurs von 43,20 € erwarb, konnte bis heute einen Kursgewinn von ca. 220% erzielen. Inklusive der Dividenden konnte man sogar eine Rendite von ca. 260% erreichen. Und das in einem Zeitraum, in dem der Dax nicht vorankam. Das Investment in Linde haben aber die wenigsten Privatanleger gemacht, weil ja die Firma 2000 zur „Old Economy“ gehörte sowie als zu solide und langweilig galt.

Stattdessen haben sich die meisten Privatanleger auf hoch bewertete Wachstumstitel wie Intershop Communications, Brokat, EM.TV oder Mobilcom gestürzt, da Presse und das Finanzmarketing diesen eine glänzende Zukunft in einer schönen neuen Welt vorhersagten. Die Kurse der Aktien dieser Unternehmen stürzten seitdem allerdings ab. Die Anleger verloren fast ihr ganzes eingesetztes Kapital, viele von ihnen wendeten sich zutiefst enttäuscht für immer von der Börse ab.

Um am Aktienmarkt durch in Investments in Einzeltitel erfolgreich zu sein, darf man nicht der Masse hinterherlaufen, sondern muss sich selbst unabhängig eine Meinung bilden. Dazu sind aber die meisten Kleinanleger nicht in der Lage und werden es auch niemals sein. Aber das müssen sie auch nicht, die Arbeit der Aktienausswahl können sie sich von Fondsmanagern abnehmen lassen.

Aber selbst das wollen die meisten nicht mehr. Den richtigen Fonds zu finden, ist nämlich auch nicht ganz einfach. Die Angst der Menschen vor dem Aktienrisiko führt stattdessen derzeit dazu, dass sie lieber in Kapitalanlagen investieren, deren Risiken nicht so offensichtlich sind. Das Problem hierbei ist, dass sie jetzt an diese Anlageformen genau so naiv herangehen wie vor einigen Jahren an Aktien.

Denn bloß, weil man Risiken nicht auf den ersten Blick erkennt, heißt es nicht, dass sie nicht da sind. Bei Aktien kann man die Kursschwankungen täglich im Internet oder in der Zeitung nachverfolgen. Deshalb ist die Risikowahrnehmung bei Aktien sehr hoch. Bei andern Anlageformen hingegen sind die Risiken oft gut versteckt oder werden von den Anlegern ignoriert.

Dies führt zu teilweise grotesken Konsequenzen:

- So akzeptieren sicherheitsorientierte Anleger derzeit sehr niedrige Renditen bei Staatsanleihen oder Sparbüchern. Nach Inflation und Steuern führen diese Anlagen derzeit zu einem realen jährlichen Wertver-

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

lust zwischen 1% und 2%. Aus Angst vor möglichen Kursverlusten bei Aktien wird lieber hingenommen, dass man mit seiner Anlage ganz sicher an Kaufkraft verliert.

Dennoch mag es unter dem Gedanken der Absicherung vielleicht gerechtfertigt sein, negative Realrenditen für einen gewissen Zeitraum hinzunehmen. Auch wenn dies keine vernünftige Langfriststrategie darstellt, sind zumindest die negativen Konsequenzen begrenzt und im Gegensatz zu den im folgenden beschriebenen Beispielen relativ klar.

- Mittelstandsanleihen: Mittelgroße Unternehmen, die früher auf Bankkredite angewiesen waren, begeben jetzt Anleihen, die vorzugsweise an Privatanleger verkauft werden. Vor allem Firmen mit bekannten Markennamen oder schönen Wachstumsstorys können ihre Wertpapiere gut absetzen, einen Blick auf die Finanzdaten wirft kaum ein Investor. Dies wäre allerdings anzuraten. Denn eine Vielzahl der Unternehmen, die derzeit an den Rentenmarkt drängen, sind nicht die typischen soliden deutschen Mittelständler. Sie begeben Anleihen, weil sie mangels Kreditwürdigkeit von keiner Bank mehr eine Finanzierung bekommen. Im englischen bezeichnet man solche Anleihen deswegen auch als „Junk-Bonds“, Müll-Anleihen. Das Ausfallrisiko bei solchen Wertpapieren ist tendenziell mit dem von Aktien zu vergleichen, wenn nicht sogar höher. Im Gegensatz zu Aktien bieten sie aber nicht die Chance auf Kursgewinne. Das Wort Mittelstandsanleihen hingegen weckt positive Assoziationen und entwickelt sich gerade zu einem gefährlichen Euphemismus. 1998 hat André Kostolany in seinem berühmten Fernsehauftritt in der NDR Talk Show dem damals sehr populären „Neuen Markt“ vorhergesagt: „Hier wird noch Blut fließen!“ Die gleiche Prognose drängt sich auf, wenn man heutzutage dem aufblühenden Markt für Mittelstandsanleihen betrachtet.
- Geschlossene Fonds: Hinter geschlossenen Fonds verbergen sich in der Regel Projektfinanzierungen für Immobilien, Schiffe, Filme, Energieanlagen etc. Diese Fonds werden i.d.R von speziellen Gesellschaften initiiert und unterliegen nicht der Beaufsichtigung durch das BaFin, der Anlegerschutz ist daher ungenügend. Es kommt relativ oft zu Betrugsfällen, wie mutmaßlich zuletzt bei S&K. Die Kosten- und Risikosituation ist meist relativ intransparent. Insbesondere ist den meisten Anleger nicht bewusst, dass sie wie bei der Aktie auch mit dem geschlossenen Fonds ein unternehmerisches Risiko eingehen: Nur bei Erfolg können sie mit Rückzahlung und Zinsen rechnen. Im Gegensatz zu den meisten Aktien ist dieses unternehmerische Risiko aber auf ein ganz spezifisches Projekt konzentriert. Insofern kommt es immer wieder zu größeren Ausfällen, wie derzeit gerade Anleger von Schiffsfonds leidvoll erfahren müssen. Zudem steht im Gegensatz zu Aktien dem Ausfallrisiko keine Kurschance gegenüber.
- Immobilien gelten als solides und wertstabiles Schwertinvestment. Dabei lassen sich wie bei Aktien Gewinner und Verlierer unterscheiden, je nach Lage ist das Anlageergebnis bei Immobilien äußerst unterschiedlich. Nur sieht man dies nicht so deutlich, weil Immobilienpreise nicht transparent ermittelt und auch nicht ständig im Internet und in Zeitungen veröffentlicht werden. Hinzu kommt, dass der Immobilienmarkt ähnlich wie der Aktienmarkt stark vom Konjunkturzyklus abhängig ist. Zudem wirkt der Immobilienmarkt sehr stark auf die Wirtschaft zurück. Länder wie die USA, Spanien oder Irland leiden immer noch unter spekulativen Exzessen am Immobilienmarkt, die inzwischen schon Jahre zurückliegen. Aber auch in relativ stabilen Ländern wie den Niederlanden sind die Preise am Immobilienmarkt nach 15jährigem Boom seit 2008 rückläufig. In Deutschland gab es vor 20 Jahren eine Spekulationsblase in Ostimmobilien. Gegenwärtig sieht die Bundesbank die Entwicklung der Immobilienpreise mit großer Sorge und erkennt in Großstädten Zeichen für Preisübertreibungen. Wenn man sich gut auskennt, ist mit Immobilien – wie bei Aktien – viel Geld zu verdienen. Für Nicht-Experten ist der Immobilienmarkt – genau wie der Aktienmarkt – ein

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Minenfeld. Mit Immobilien haben weltweit in den letzten Jahren mehr Menschen viel mehr Geld verloren als mit jeder anderen Anlageform. Insofern scheint ihr Ruf als sichere Anlage als völlig widersinnig. Aber im Gegensatz zu Aktien bekamen Anleger ihre Verluste nicht ständig vor Augen geführt. Dies macht es gescheiterten Investoren leichter, sich über ihren Misserfolg selbst zu belügen.

- Zunehmender Beliebtheit insbesondere bei vielen Bankberatern erfreuen sich Zertifikate wie Aktienanleihen, Diskontzertifikate und Ähnliches. Diese Titel stellen zumeist die verbrieft Form eines Derivatgeschäfts auf Aktien dar. Der Kunde hat hierbei ein gegenüber der Einzelaktie etwas vermindertes Kursrisiko, bekommt dafür eine höhere Rendite als bei normalen Anleihen. Dafür hat er aber nicht wie bei richtigen Aktien die Chance auf Kursgewinne. Leider ist den meisten Käufern nicht klar, dass sich die hohe Rendite der Zertifikate aus einer Optionsprämie ergibt, also den Preis für die Übernahme von Aktienrisiko darstellt. Hinzu kommt noch das Ausfallrisiko des Emittenten. Interessanterweise wird von den Finanzvertrieben der Kauf einer Aktienanleihe i.d.R. als mittleres Risiko dargestellt, der Abschluss eines Derivatgeschäftes mit absolut identischen Konsequenzen für den Anleger (wie der Verkauf einer Put-Option) hingegen als sehr hohes Risiko. Hat dies etwa etwas damit zu tun, dass sich in Zertifikaten viel besser Gebühren verstecken lassen als bei normalen Derivatgeschäften? Tatsächlich sind die Risiken aus Derivatgeschäften wie aus Zertifikaten nur für ausgesprochene Spezialisten überschaubar. Bei starken Kursausschlägen nach unten können solche Anlageformen zu empfindlichen Verlusten führen.

Die generelle Ablehnung von Aktien resultiert aber nicht nur aus dem Umstand, dass die Risiken bei Aktien transparent sind, während sie bei anderen Finanzinstrumenten im Dunkel liegen.

Sie offenbart auch einen erstaunlichen Mangel an allgemeinem Grundwissen über Vermögensstrukturierung. Denn oft wird von privaten Anlegern nur gefragt: Welches ist die bessere Anlage für mich, Aktie, Rente, Immobilien oder irgendetwas anderes?

Dabei gibt es keine „beste“ Geldanlage. Jede Anlageform hat ein unterschiedliches Risiko- und Chancenprofil. Nur durch die Kombination verschiedener Anlageformen erhält man ein optimales Ergebnis. Das Grundverständnis, dass man nur durch eine Verbindung verschiedenartiger Finanzinstrumente eine gute Vermögensstrukturierung erreicht, fehlt leider selbst vielen sogenannten Anlageberatern. Insbesondere Banken wollen Finanzprodukte mit möglichst hohen Einzelabschlüssen verkaufen, weil dies die Verwaltungskosten niedrig hält, und keine Zusammenstellung aus vielen kleinen Positionen. Wer sich aber für nur eine Geldanlageform oder nur ein bestimmtes Finanzinstrument entscheidet, konzentriert nur die damit verbundenen Risiken extrem. Dann kann es auch passieren, dass Menschen – wie nach der Pleite von Lehman Brothers – mit dem Ausfall eines einzigen Investments ihr ganzes Geld verlieren.

Zu einer ausgewogenen Anlagestrategie gehören deshalb neben Anleihen und Sparbüchern auch Aktien dazu. Wie viele, muss jeder Anleger aber für sich selbst entscheiden. Sich aber nur auf eine Form zu konzentrieren, ist gefährlich. Selbst Warren Buffet, der nicht zu Unrecht als einer der erfolgreichsten Aktieninvestoren gilt, hält 20% seines Vermögens in Form von Geldmitteln und sicheren Staatsanleihen. Wenn man in Aktien investiert, darf man sich nicht auf einige wenige beschränken, sondern sollte die Risiken breit streuen. Und vor allem sollte man sich nicht durch die Verlockung schnellen Geldes in spekulative Werte drängen lassen. Stattdessen sollte man auf Titel von soliden und langweiligen Unternehmen setzen bzw. auf Fonds, die sich auf solche Titel beschränken. Nur dann kommen die mit Aktien möglichen Erträge auch beim Privatanleger an.

¿A donde vas, Santander?

Von Karl-Heinz Thielmann

Eine der großen Erfolgsgeschichten in der Finanzindustrie in den vergangenen 25 Jahren war der Aufstieg der kleinen spanischen Regionalbank Banco Santander zu einem der größten Finanzkonzerne in der Welt. Inzwischen hat das Finanzinstitut außer in Spanien in 8 Ländern Europas (Deutschland, Großbritannien, Polen, Portugal) und Südamerikas (Brasilien, Mexiko, Chile und Argentinien) eine führende Marktposition. Weltweit werden von 187.000 Mitarbeitern in 14.400 Geschäftsstellen über 100 Millionen Kunden betreut. Im Juli 2012 wurde Banco Santander zum dritten Mal innerhalb von sieben Jahren von Euromoney als beste Bank der Welt ausgezeichnet.

Doch mit der Schuldenkrise in Spanien geriet auch das bisherige Vorzeigeunternehmen unter Druck. Die an Erfolgsmeldungen gewöhnten Anleger, Presse und Analysten wurden jetzt auf einmal mit hohen Sonderabschreibungen und der Rücknahme von Ertragsschätzungen konfrontiert. Der Aktienkurs entwickelte sich enttäuschend und machte auch die Erholungsbewegung vieler Bankaktien in den letzten Monaten nur unterproportional mit.

Funktionieren die bisherigen Erfolgsrezepte nicht mehr und die Unternehmensentwicklung hat ihren Zenit überschritten? Dann müsste man als Investor noch auf dem derzeitigen Niveau die Aktie verkaufen; die Sicherheit der Anleihen wäre anzuzweifeln.

Oder überdecken zyklische Probleme im Heimatmarkt Spanien ein an sich gesundes Geschäftsmodell? Dann könnte Santander nach einer Stabilisierung der Situation in Spanien wieder in die alte Erfolgsspur zurück finden. Die derzeitige Kursschwäche der Aktie würde die Chance auf ein einmaliges Value-Investment eröffnen. Die Anleihen würden aufgrund ihrer hohen Renditedifferenz zu Bundesanleihen auch für konservative Anleger interessant werden.

Um diese Fragen beantworten zu können, sollte man zuerst einmal genau analysieren, wie Banco Santander von anderen Finanzinstituten abweicht und warum gerade diese Unterschiede zu Erfolgsfaktoren wurden. Im Einzelnen gibt es folgende Besonderheiten:

1. Erfolgsfaktor: persönlich engagiertes Management



Emilio Botín

Augenfälligster Unterschied zu allen anderen Großbanken ist, dass die Leitung des 1857 gegründeten Banco Santander von der Familie Botín dominiert wird, Nachkommen von einem der 9 Gründer. Zwar besitzt die Familie nur noch ca. 2% der Anteile, dennoch ist Santander der einzige große Finanzkonzern, der nach wie vor wie ein Familienunternehmen geführt wird. Dominierende Figur ist dabei „el presidente“ Emilio Botín, der 1986 in dritter Generation die Unternehmensleitung von seinem Vater übernahm. Im Wesentlichen auf seinem unternehmerischen Gespür beruht die erfolgreiche Expansionsstrategie. Inzwischen ist Emilio Botín aber 78 Jahre alt. Eine klare Nachfolgeregelung für ihn ist derzeit nicht bekannt. Vize Alfredo Sáenz (70) ist zu alt und wegen

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

eines Verfahrens um eine angebliche Falschaussage 1994 angeschlagen. Allgemein vermutet wird, dass Emilio Botíns Tochter Ana Patricia Botín (52) ihm nachfolgen wird, die als Leiterin der Tochtergesellschaften Banesto und Santander UK Erfahrungen im Bankmanagement machen konnte. Dennoch verursacht das Fehlen bzw. die mangelnde Kommunikation eines Nachfolgeplanes derzeit erhebliche Verunsicherung bezüglich der Kontinuität in der Führung. Für Unbehagen bei vielen Investoren sorgt inzwischen auch, dass Banco Santander sich den futuristischen Verwaltungssitz „Ciudad Grupo Santander“ außerhalb von Madrid leistet, der praktisch eine eigene Kleinstadt darstellt. Immer öfter wird die Frage gestellt, ob man mit einem solchen Gebäudekomplex fernab von den Problemen der realen Welt nicht die Bodenhaftung verliert.

2. Erfolgsfaktor: Risikomanagement

Banco Santander hat einen anderen Ansatz beim Umgang mit Risiken als andere Banken. In Hinblick auf die Auswahl von Geschäftsfeldern und die Eigenkapitalausstattung hat man in den vergangenen Jahren eine sehr viel konservativere Politik als andere Branchengrößen verfolgt.

Emilio Botín hat immer eine Konzentration auf das traditionelle Bankgeschäft mit Privatkunden propagiert und riskantes Investmentbanking nur als Randbereich zugelassen, was sich in der Finanzkrise bewährt hat.

Bei der Ausstattung mit Eigenkapital wurde im Branchen-Vergleich immer auf weit überdurchschnittliche Eigenkapitalquoten Wert gelegt. Allerdings gelingt es nicht mehr, sich von den internationalen Wettbewerbern abzusetzen. 2011 wurde Banco Santander von „Global Finance“ noch zu den 10 sichersten Banken der Welt gezählt. 2012 fand das Institut nicht einmal mehr als eine der 10 sichersten europäischen Banken Erwähnung und fiel in Spanien sogar hinter den Hauptkonkurrenten BBVA zurück. Dass Santander aufgrund der Spanienkrise in Hinblick auf die Sicherheit nur noch Mittelmaß ist, muss für sich alleine gesehen noch nicht beunruhigend für Investoren sein. Auch schätzen alle führenden Rating-Agenturen die Bonität von Banco Santander inzwischen besser ein als die des spanischen Staates. Allerdings zeigt diese Relativierung in Hinblick auf die Sicherheit, dass die eigenen sehr hohen Standards nicht mehr eingehalten werden können.

In Hinblick auf das Eingehen von Risiken im Sinne unternehmerischer Aktivitäten hat Santander im Vergleich zur übrigen Branche in den vergangenen Jahren eine weit überdurchschnittliche Risikobereitschaft gezeigt. Santander schlug bei Akquisitionen regelmäßig zu, wenn Banken mit einer guten Marktstellung aufgrund von schlechtem Management oder Konjunkturproblemen in Schwierigkeiten gerieten, oder sich Marktnischen besetzen ließen (siehe Punkt 3). Darüber hinaus wurden teilweise aggressive Marketingmethoden eingesetzt, um Marktanteile zu gewinnen. Seitdem Santander 1989 mit dem Angebot von „Supercuentas“ – hochverzinslichen Einlagenkonten – den spanischen Bankenmarkt revolutionierte, werden auch in anderen Ländern immer wieder Angebote mit hohen Zinsen zur Gewinnung von Neukunden eingesetzt. Allerdings hat der Managementfokus auf Kundengewinnung vielfach dazu geführt, dass Santander in Zufriedenheitsrankings nach hinten gerutscht ist. Insbesondere in Großbritannien hat sich dies zum Problem entwickelt.

3. Erfolgsfaktor: erfolgreiche Akquisitionen

Im Gegensatz zu vielen anderen Finanzkonzernen war Santander in den vergangenen Jahrzehnten in der Lage, durch den Kauf anderer Banken erfolgreich zu wachsen. Diese Zukäufe hatten im Gegensatz zu Akquisitionen von Wettbewerbern nie die reine Vergrößerung zum Ziel. Sie folgten immer einem von zwei Motiven: Entweder konnte Santander einen Wettbewerber mit Problemen günstig übernehmen (z. B. wie bei Banesto 1994 oder Alliance & Leicester 2008); oder in einem Marktsegment, das von anderen Banken vernachlässigt

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

wurde, eine attraktive Position besetzt werden (z. B. bei Konsumentenkrediten in Deutschland mit dem Kauf der CC-Bank 1987 oder bei den Akquisitionen in Südamerika).

Ein weiterer Schlüsselfaktor bei der erfolgreichen Integration von Akquisitionen war die Integration der erworbenen Banken in das konzernerneigene IT-System Partenón (siehe Punkt 4). Hierdurch konnten angestrebte Synergie- und Kostensenkungseffekte meist nicht nur erfüllt, sondern auch übertroffen werden.

Allerdings ist bei den Neuerwerbungen der letzten Jahre in Deutschland (SEB) und Großbritannien (Alliance & Leicester, Bradford & Bingley) die Integration nicht mehr so glatt verlaufen wie bei vorherigen Fällen. Insofern stellt sich inzwischen die Frage, ob Santander mit der Unternehmensgröße an seine Grenzen stößt.

4. Erfolgsfaktor: einheitliche IT-Plattform

Eine entscheidende Rolle bei der erfolgreichen Integration von Großakquisitionen sowie der effizienten Steuerung des operativen Geschäfts spielte die zentrale IT-Plattform Partenón.

Emilio Botín hatte von Anfang an die Organisation des Informationsflusses im Konzern als zentrale Managementaufgabe definiert, um eine zeitnahe und transparente Information des Managements mit allen entscheidungsrelevanten Daten zu ermöglichen. Darüber hinaus bietet Partenón einen integrierten Einblick in die Posten der Kunden in sämtlichen Vertriebskanälen und ermöglicht eine zielgerichtete Ansprache wie auch eine effiziente Abwicklung von Transaktionen. Partenón ist multilingual und ermöglicht auch die Integration internationaler Konzerneinheiten.

Mit dieser Aufstellung in der Informationstechnologie hat Banco Santander nach wie vor einen nicht zu unterschätzenden Wettbewerbsvorteil gegenüber anderen internationalen Banken. Bei Konkurrenten fehlt oft ein systematisches Herangehen an die Steuerung von Informationsflüssen. Diese haben daher meistens nicht kompatible Insellösungen realisiert, die nebeneinander her existieren. Dies führt einerseits zu mangelhafter Managementinformation und damit auch zu Fehlern in der Risikosteuerung, andererseits auch zu einer unnötigen Aufblähung des Kostenapparats.

Insgesamt lassen sich derzeit vier Problembereiche ausmachen, die dringend angegangen werden müssen, damit Santander in die Erfolgsspur zurückfindet:

1. Managementnachfolge: Emilio Botín muss klarstellen, wann er sich zurückzieht, und ob Ana Patricia Botín sein Vertrauen als Nachfolgerin genießt.
2. Spanien: Der Wirtschaftseinbruch in Spanien mit seinen Konsequenzen wurde von der Bank massiv unterschätzt. Der Anteil fauler Kredite liegt derzeit bei 6,9%. Dies ist zwar gut im Vergleich zur Branche mit 11%, aber viel zu viel für eine Bank, die sich für ihr konservatives Risikomanagement und die effiziente Steuerung von Informationen rühmt. Es ist nach wie vor nicht klar, ob für alle Risiken ausreichend vorgesorgt ist. Zwar muss man für Santander nicht befürchten, dass Hilfe vom Bankenrettungsfonds beantragt wird. Dennoch stört es die Glaubwürdigkeit nach außen, wenn man nicht den eigenen hohen Ansprüchen genügt.
3. Kapitalausstattung: Derzeit wird mehr Kapital durch die Konsequenzen der Krise in Spanien absorbiert als durch das operative Geschäft generiert. Santander hat mit einem Verkauf von Minderheitsbeteiligungen an Tochterunternehmen reagiert. Darüber hinaus wurde die Dividende auf eine Stockdividende umgestellt, damit sie keinen Kapitalabfluss generiert. Allerdings kommt es nun zu einer Verwässerung der bisherigen

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Anteile. Es erscheint konsequenter, die Ausschüttung zu kürzen oder auszusetzen, bis die Krise vorbei ist. Die Dividende wird aber anscheinend von Emilio Botín als eine heilige Kuh betrachtet, die er nicht bereit ist, anzutasten.

4. Kundenzufriedenheit: In Großbritannien genießt Banco Santander seit 2011 den zweifelhaften Ruf, die Bank mit den meisten Kundenbeschwerden zu sein. Aber auch Umfragen in anderen Ländern zeigen, dass das Institut bei bestehenden Kunden oftmals nicht den besten Ruf genießt. Um langfristig im Bankenmarkt erfolgreich zu sein, reichen intelligente Akquisitionen und aggressive Neukundenaktionen nicht aus. Das Qualitätsmanagement muss dringend verbessert werden, um Kunden langfristig zu halten.

Insgesamt muss festgehalten werden, dass diese Probleme nicht unlösbar sind, allerdings angepackt werden müssen, damit das Erreichte nicht gefährdet wird. Und dies ist in der Tat beeindruckend: Emilio Botín hat in den vergangenen 25 Jahren einen globalen Finanzkonzern geschaffen, der sowohl in Schwellenländern wie auch in entwickelten Volkswirtschaften erfolgreich tätig ist. Das macht ihn zu einer der großen Unternehmerpersönlichkeiten unserer Zeit. Als einziger Manager von Großbanken hat er frühzeitig die Bedeutung einer einheitlichen IT-Systemarchitektur begriffen und zum Kernpunkt seiner Strategie gemacht. Als einer der wenigen Manager einer Großbank war sein Handeln aber auch nicht nur von der Maximierung einer Bonuszahlung, sondern von dem langfristigen Interesse seines Unternehmens geleitet. Diese große Verbundenheit mit Banco Santander lässt ihn im Moment aber nur schwer loslassen. Genau dies ist aber das Kernproblem. Frische Personen mit neuen Ideen sind notwendig, um sein Lebenswerk fortzuführen. Mit Ana Patricia Botín scheint auch eine geeignete Nachfolgerin bereitzustehen. Sie sollte möglichst bald ihre Chance bekommen.



Ana Patricia Botín

Für Investoren gibt es eine Reihe von Möglichkeiten, sich bei Banco Santander zu beteiligen. Im Folgenden werden als Auswahl die Aktie, eine nachrangige Anleihe sowie eine normale Bankanleihe vorgestellt und ihre Eignung als Geldanlage untersucht.

Banco Santander			
Website:	www.santander.com/	Kurs 1.3.2013: 5,73 €	Börsenwert in Mrd. €: 60,4
Hauptbörse:	Madrid	Land: Spanien	WKN: 858872
			ISIN: ES0113900J37

Am Kursverlauf der Aktie lässt sich relativ gut der Einfluss der Finanzkrise und der Eurokrise ablesen. Insbesondere die relative Entwicklung gibt Aufschluss über die wechselnde Einschätzung an den Kapitalmärkten. Bis 2010 konnte sich der Titel weit überdurchschnittlich entwickeln, ein kurzer Einbruch 2008 wurde schnell wieder aufgeholt. Hierin spiegelt sich das der übrigen Finanzindustrie grundsätzlich überlegene Geschäftsmodell wieder. Mit dem Ausbruch der Eurokrise in Griechenland 2010 und mit ihrem Überspringen auf Spanien wandelte sich das Bild. Bis Herbst 2012 fiel die Aktie sowohl absolut wie auch relativ zum europäischen Gesamtmarkt deutlich zurück. Seitdem hat es eine Erholung gegeben, die aber gemessen an den vorherigen Verlusten nur moderat ausfiel.

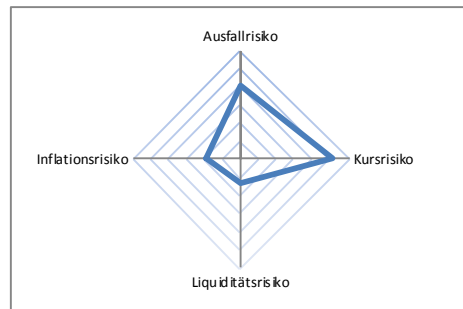
Rein charttechnisch gesehen befindet sich die Aktie im Niemandsland. Die Abwärtstrends für die Aktie sind noch voll intakt. Andererseits zeigen die Kurstiefststände vom vergangenen Jahr die klassischen Zeichen eines Sell Offs, sodass das Schlimmste eigentlich überstanden sein müsste. Die Trendwende müsste aber durch einen Kursanstieg über 7,00 € bestätigt werden, was bisher nicht geschehen ist.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

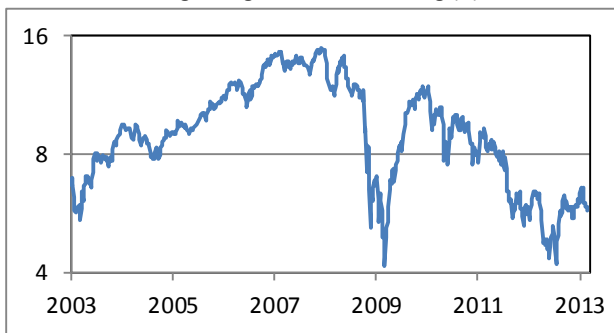
¿A donde vas? – wohin gehst Du? Die Ambivalenz in der technischen Situation reflektiert die Unsicherheit, die es fundamental bezüglich des Unternehmens gibt: Die Voraussetzungen für einen Turnaround sind im Prinzip gegeben. Es fehlt aber an den richtungweisenden Entscheidungen, die signalisieren, ob der richtige Weg auch tatsächlich eingeschlagen wird.

Gewinnänd. bis 2015e Ø p.a.		5%
Bewertungskennziffern		
KGV	KGV	KBV
2013e	2014e	aktuell
9,7	8,4	0,7
Divrend.	Divrend.	Unt.wert
2013e	2014e	zu Umsatz
10,5%	10,5%	n.a. *)

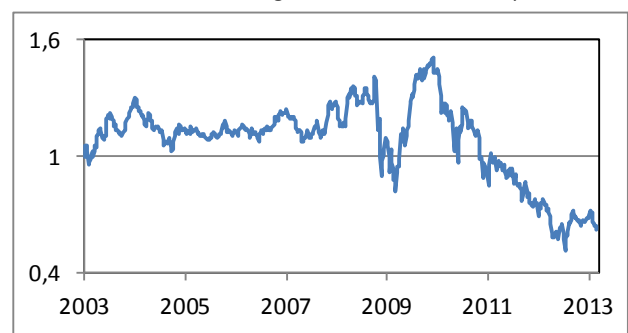


Nachhaltigkeit: gut	
Risikokennziffern	
Ausfallrisiko	Liquiditätsrisiko
4,0	1,3
Kursrisiko	Inflationsrisiko
5,0	2,0

Langfristige Kursentwicklung (€):



Kursentwicklung relativ zu Aktien Europa:



Anmerkungen: Die Angaben für die erwartete Gewinnänderung und die Bewertungskennziffern basieren auf eigenen Prognosen. Vergleichsindex für die relative Kursentwicklung ist der STOXX® Europe 600.

*) Kennzahl bei Banken nicht aussagekräftig

Bei der Bewertungsanalyse erscheinen Kursgewinnverhältnis und Dividendenrendite im Fall von Banco Santander als Kriterien derzeit nur wenig geeignet. Die Gewinnschätzungen sind aufgrund der Situation in Spanien sehr unsicher, das Kursgewinnverhältnis damit zu unpräzise. Die Dividendenrendite erscheint nur optisch hoch, da die Ausschüttung derzeit als Stockdividende gezahlt wird. Damit ist sie eher als Option auf zukünftig wieder reguläre Zahlungen zu sehen.

Am aussagekräftigsten erscheint daher das Kurs-Buchwertverhältnis. Die Aktie ist derzeit mit einem Abschlag von ca. 30% zum Buchwert bewertet und damit deutlich niedriger als andere europäische Banken inklusive des spanischen Hauptkonkurrenten BBVA. Im Börsenkurs spiegeln sich damit vor allem die aktuellen Probleme wieder, die längerfristigen Wettbewerbsvorteile werden ausgeblendet. Dies macht den Titel zur klassischen Value-Aktie. In gewisser Weise vermittelt Banco Santander damit ein Bild wie sonst ein typisches Akquisitionsziel der Spanier: ein Finanzinstitut, das in seinen Märkten zwar hervorragend aufgestellt ist, aber aufgrund von konjunkturellen Faktoren und Managementproblemen zurückgeworfen wurde und deswegen nur niedrig bewertet wird.

Die Aktie von Banco Santander erscheint daher gegenwärtig insbesondere für chancenorientierte und risikobewusste Anleger als Basisinvestment (2%-4% Portfoliogewicht) interessant.

Empfehlungshistorie: bisher keine Empfehlungen.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Santander Iss. S.A.U. EO-FLR Med.-T. Nts 2007(14/19)

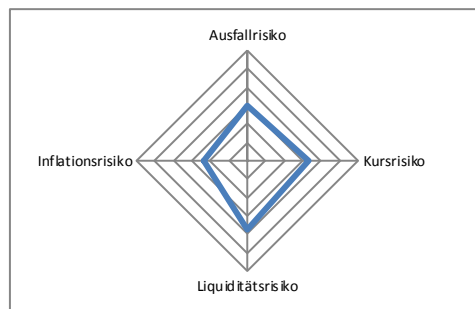
Website: www.santander.com/	Kurs: 1.3.2013: 85,48%	WKN: AONWAR
Kleinste Stückelung: 50.000 €	Laufzeitende: 29.05.2019	ISIN: XS0301810262

Bei dem Titel Santander Iss. S.A.U EO-FLR Med.-T. Nts 2007(14/19) handelt es sich um eine Hybridanleihe. Dies ist ein Wertpapier, das in der Haftung schlechtergestellt ist als normale Anleihen und oftmals auch nicht über ein festes Laufzeitende verfügt. Im Konkursfall würden Hybridanleihen wie Eigenkapital behandelt und erst nachrangig zurückgezahlt, d. h. erst, wenn die Ansprüche aller anderen Gläubiger befriedigt sind. Nach derzeitigem Stand ist es zwar sehr unwahrscheinlich, dass bei Banco Santander ein solcher Fall befürchtet werden muss, ausschließen lässt er sich aber nicht. Diese Wertpapiere sind daher nur für Anleger geeignet, die sich dieser besonderen Haftungssituation bewusst sind.

Die vorgestellte Hybridanleihe von Banco Santander ist in Gegensatz zu ähnlichen Rentenpapieren anderer Emittenten mit einem festen Laufzeitende in einem überschaubaren Zeitraum (2019) ausgestattet. Im Mai 2014 kann dieser Titel das erste Mal durch Santander gekündigt werden. Bis dahin wird ein fester Coupon von 4,75% gezahlt. Sollte Santander tatsächlich von diesem Kündigungsrecht gebrauch machen, ergäbe sich eine Rendite von 18,4%, da die Anleihe derzeit deutlich unter pari notiert.

Erfolgt keine frühzeitige Kündigung, wird ein variabler Zins gezahlt, der sich aus dem Geldmarktsatz Euribor plus 80 Basispunkten ergibt. Deswegen ist keine genaue Prognose zur Rendite bei Endfälligkeit möglich. Derzeit notiert der Euribor aufgrund der sehr expansiven Geldpolitik bei 0,22%. Vor der Finanzkrise 2008 schwankte er zwischen 2% und 5%. Nimmt man als Worst Case an, dass der gegenwärtige Euribor Zins anhält, so ergibt sich als Mindestrendite 3,9%. Bei einem Zinsanstieg erhöht sich die Rendite entsprechend.

Kündigung: erstmalig am 29.05.2014 danach quartalsweise
Zins bis zum ersten Kündigungsdatum: 4,75%
Zins ab dem ersten Kündigungsdatum: variabel: 3 Monats Euribor + 80 Bp



Risikokennziffern	
Ausfall- risiko	Liquiditäts- risiko
3,0	3,7
Kurs- risiko	Inflations- risiko
3,3	2,3

Insgesamt erscheint das Wertpapier interessant, weil es auch nach Steuern eine Rendite erbringt, die sehr wahrscheinlich einen Werterhalt nach Inflation ermöglicht. Bei einem Zinsanstieg oder einer vorzeitigen Kündigung können Anleger mit einer Rendite von über 4% rechnen. Angesichts der besonderen Risikosituation und der schwierigen Liquidität ist der Titel aber nicht für konservative Anleger oder für größere Gewichtungen in einem Portfolio geeignet.

Die vorgestellte Hybridanleihe von Banco Santander erscheint daher gegenwärtig insbesondere für chancenorientierte und risikobewusste Anleger als Depotbeimischung (0%-2% Portfoliogewicht) interessant.

Empfehlungshistorie: bisher keine Empfehlungen.

Mit ruhiger Hand

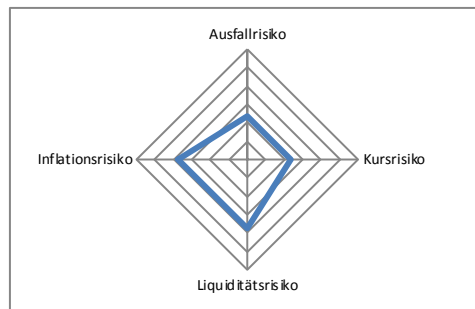
Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Santander MTN 2010(17)		
Website: www.santander.com/	Kurs: 1.3.2013: 103,35%	WKN: A1A1KL
Kleinste Stückelung: 50.000 €	Laufzeitende: 03.10.2017	ISIN: XS0544546780

Mit einer Rendite von 3,32% hat die hier dargestellte Anleihe einen deutlichen Abstand zur Bundesanleihe von ca. 300 BP, notiert aber ca. 30 BP niedriger als eine spanische Staatsanleihe ähnlicher Laufzeit. Hierin kommt zum Ausdruck, dass die Bonität von Banco Santander derzeit besser einzuschätzen ist als diejenige des spanischen Staates. Wäre die Bank nicht vom Länderrisiko Spaniens belastet, würde sie wahrscheinlich noch deutlich niedrigere Zinsen zahlen. So beträgt z. B. der Renditeabstand zu einer vergleichbaren Anleihe eines Finanzinstitutes wie HSBC derzeit 200 Basispunkte.

Die Rendite ermöglicht auch einen Werterhalt nach Steuern, wenn von einer weiteren Inflationsrate von 2% p.a. ausgegangen wird. Allerdings darf die jährliche Geldentwertung nicht über 2,4% steigen, sonst ist die Beibehaltung des realen Wertes des investierten Kapitals nicht mehr möglich.

Bewertungskennziffern		
Zins	Rendite	Duration
4,125%	3,32%	4,22
Renditedifferenz zum Bund in Basispunkten		Modified Duration
298		4,08



Risikokennziffern	
Ausfallrisiko	Liquiditätsrisiko
2,3	3,7
Kursrisiko	Inflationsrisiko
2,3	3,7

Diese Anleihe von Banco Santander erscheint insbesondere für konservative Anleger interessant, da sie bei derzeitigem Inflationsniveau noch einen realen Kapitalerhalt nach Steuern ermöglicht, was mit anderen festverzinslichen Papieren von Eminenten mit guter Bonität nicht mehr möglich ist. Auch für chancenorientierte und risikobewusste Anleger, die zur Risikodiversifikation eine Anleihe suchen, stellt dieses Wertpapier eine gute Alternative dar. Das mit Spanien verbundene Länderrisiko kann zwar derzeit als gering eingeschätzt werden, ist aber dennoch nicht zu vernachlässigen. Deshalb sollten größere Gewichtungen vermieden werden.

Die vorgestellte Anleihe von Banco Santander erscheint daher gegenwärtig sowohl für konservative, chancenorientierte und risikobewusste Anleger als Basisinvestment (2%-4% Portfoliogewicht) interessant.

Empfehlungshistorie: bisher keine Empfehlungen.

Der Fluch des Adonis

Von Prof. Dr. Bernd Ankenbrand

Die Gründe für bzw. gegen die Investition in Investmentfonds – wie z. B. Aktienfonds, Immobilienfonds oder Hedgefonds – sind vielfältig: die verfolgte Investmentstrategie, die bisherige und die erwartete Rendite, der Asset Manager, das Risikoprofil etc. Darüber hinaus existieren Einflussfaktoren aus dem Bereich des Behavioral Finance und des Constructivist Finance, deren Existenz zwar kaum einer bestreitet, deren Wirkung und Bedeutung in der Finanzbranche jedoch noch viel zu wenig wissenschaftlich untersucht wurden. Zwar versuchen insbesondere auch Personen aus der Investmentbranche Entscheidungen rational zu treffen bzw. zumindest rational zu begründen, zahlreiche empirische Forschungen aus der Verhaltensökonomie zeigen jedoch, dass alle Menschen – oft unbewusst - durch zahlreiche verhaltensökonomische Effekte in Entscheidungen beeinflusst werden (Kahneman 2011, Ariely 2010). Insbesondere der erste Eindruck, der in Bruchteilen einer Sekunde erfolgt und von höchst langlebiger Wirkung ist, stellt solch einen Einflussfaktor dar. (Todorov/Said/Engell/Oosterhof 2008).

Wie Studien u.a. von Alexander Todorov vom Department of Psychology der Princeton University empirisch belegen, ziehen Menschen automatisch und beständig aus Gesichtern Rückschlüsse auf die jeweilige Persönlichkeit (Todorov/Said/Engell/Oosterhof 2008). Und diese Charakterurteile werden in sehr kurzer Zeit gefällt: Probanden, denen Gesichter für 0,1 Sekunden gezeigt wurden, bildeten ein festes Urteil über den Charakter der gezeigten Person (Willis/Todorov 2006). Mit mehreren Experimenten konnte bereits belegt werden, dass beispielsweise Wahlausgänge relativ zuverlässig allein auf Basis der zugeschriebenen Kompetenz von Politikergesichtern prognostiziert werden können (Todorov/Mandisodza/Goren/Hall 2005). Die Teilnehmer der Experimente erhielten als einzige Information die Porträtfotos von verschiedenen, ihnen unbekanntem Politikern vorgelegt und sollten daraus den Grad der Kompetenz des Politikers bestimmen. Die Zuschreibungen von Kompetenz, ausschließlich basierend auf einem Porträtfotos eines politischen Kandidaten ohne jede andere Information, prognostizieren am besten den Ausgang von Kongresswahlen der USA. („Inferences of competence, based solely on the facial appearance of political candidates and with no prior knowledge about the person, predict the outcomes of elections for the U.S. Congress.“ (Todorov/Mandisodza/Goren/Hall 2005))

Auch in Europa wurden die Ergebnisse dieser Experimente bestätigt: Finnische Studien zur Beurteilung der Attraktivität von fast 2000 politischen Kandidaten konnten den Effekt von als attraktiv eingeschätzten Politikergesichtern auf deren Wahlerfolg sogar quantifizieren: Für den durchschnittlichen Herausforderer ist die um eine Standardabweichung erhöhte Schönheit verbunden mit einer zwanzig prozentigen Erhöhung der Stimmenzahl. (“An increase in beauty of one standard deviation is associated with a 20% increase in the number of votes for the average non-incumbent candidate.” (Berggren/Jordahl/Poutvaara 2010))

Wie schon ein altes Sprichwort sagt, gibt es keine zweite Chance für einen ersten Eindruck. Aber wieso ist dieser auch für Asset Manager, Sales Manager oder Investoren so wichtig? Finanzkennzahlen eines Investments erlauben uns, unsere Entscheidungen rational zu begründen; die Persönlichkeit unseres Gegenübers spielt aber auch in dieser von Zahlen geprägten Welt eine große Rolle – insbesondere wenn es um die Bildung von Vertrauen geht. Und Vertrauenswürdigkeit ist eben nicht mit griechischen Buchstaben oder Ratings zu erfassen, sondern entsteht auf der Metaebene der Kommunikation, die wir nie umgehen können (Anken-

Mit ruhiger Hand

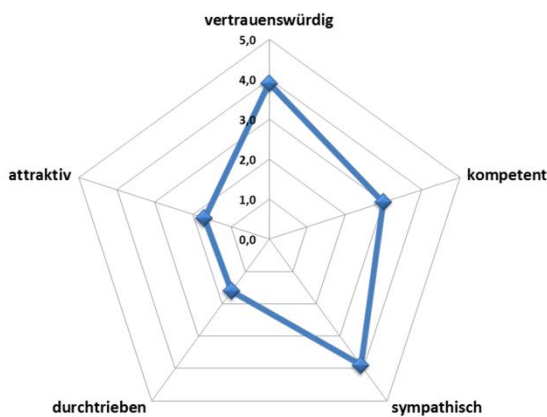
Informationen für die langfristige Kapitalanlage

brand 2011). Wie formulierte schon Paul Watzlawick, Begründer des radikalen Konstruktivismus so schön: „Man kann nicht nicht kommunizieren!“ (Watzlawick/Beavin/Jackson 2000). Und in der Bildung des ersten Eindrucks selbst fließen viele Kommunikationssignale ein. Auf Basis von ethnografischen Feldforschungen konnte gezeigt werden, dass z. B. die getragene Armbanduhr einen zwar oft unbewussten, aber dennoch nachhaltigen Effekt auf das wahrgenommene Persönlichkeitsprofil und damit auf die Investitionsentscheidung hat (Ankenbrand 2012).

Analog zu Versuchsreihen mit Porträtfotos von CEOs (Rule/Ambady 2008) und Politikern (Berggren/Jordahl/Poutvaara 2010, Todorov/Mandisodza/Goren/Hall 2005) wurde 2012 eine Studie durchgeführt, in der Porträtfotos von insgesamt 10 Asset Managern, Sales Managern, Investment Consultants sowie Investoren verschiedenen Personen zur Begutachtung vorgelegt wurden. Vom 18. September bis 12. Oktober konnten Daten von 448 Teilnehmern gewonnen werden, die ihren persönlichen Eindruck auf Basis eines Porträtfotos quantifizierten und angaben, wie gut sie die jeweilige Person kannten. Mit Hilfe dieser Experimente nun wurde der erste visuelle Eindruck von Personen aus der Investmentbranche anhand von Porträtfotos empirisch gemessen.

Somit liegen uns nun detaillierte empirische Daten vor, wie vertrauenswürdig, kompetent, sympathisch, durchtrieben und wie attraktiv Personen aus der Investmentbranche auf den ersten bzw. zweiten Blick eingeschätzt werden. Aus diesen Angaben zum Ausprägungsgrad der fünf wahrgenommenen Persönlichkeitsmerkmale (siehe beispielhafte Darstellung anbei) und ihrer Kombination mit anderen Datenpunkten können wir wichtige und interessante Schlussfolgerungen für die Einflussfaktoren auf Investmententscheidungen ziehen.

Mit dem ersten Eindruck wahrgenommene Persönlichkeitsmerkmale
(aus Datenschutzgründen nur beispielhafte Daten!)



Mit dem ersten Eindruck wahrgenommene Persönlichkeitsmerkmale
(aus Datenschutzgründen nur beispielhafte Daten!)

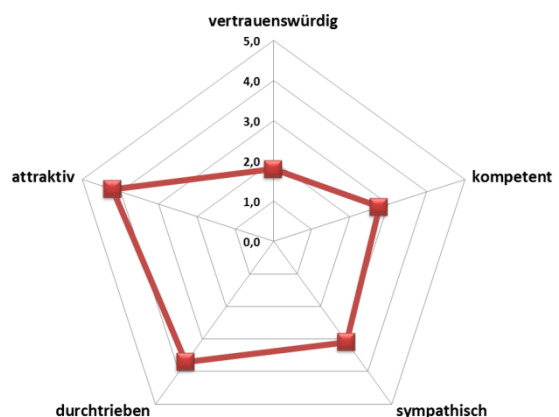


Abbildung 1 Mit dem ersten Eindruck wahrgenommene Persönlichkeitsmerkmale von zwei Personen im Vergleich

Zunächst wurde untersucht, ob diese Personen alleine mit ihrem Porträtfoto überhaupt einen einheitlichen ersten Eindruck hinterlassen. Dies können wir klar bejahen: Die Streuung der jeweils wahrgenommenen Persönlichkeitsmerkmale um den jeweiligen Mittelwert ist mit einer Standardabweichung von 0,7 bis 1,0 sehr gering. Eine Person wird also auf den ersten Eindruck mehrheitlich und mit recht geringer Streuung beispielsweise als stark vertrauenswürdig, mittelmäßig attraktiv oder im geringen Maße durchtrieben wahrgenommen.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Der erste Eindruck alleine auf Basis eines Porträtfotos scheint also universale Signale auszusenden bzw. diese werden einheitlich wahrgenommen. Über andere Kanäle, also zum Beispiel Kleidung oder Accessoires können dann gegebenenfalls andere Charaktereigenschaften betont werden.

Als Nächstes interessierte uns, ob unsere Versuchspersonen einen anderen Eindruck bei Branchenfremden hinterlassen als bei Branchenkennern, also Personen, die selbst aus der Investmentbranche stammen. Von allen unseren Teilnehmern dieses Experimentes kamen etwa 204 aus dem Umfeld der Investmentbranche, während wahrscheinlich ca. 244 nichts mit der Investmentbranche beruflich zu tun hatten. So konnten wir den ersten Eindruck, den unsere Versuchspersonen bei Branchenkennern hinterließen, dem von Branchenfremden gegenüberstellen. Mit einer mittleren Abweichung der einzelnen wahrgenommenen Persönlichkeitsmerkmale zwischen diesen Gruppen von gerade 0,1 können wir recht eindeutig zeigen, dass die meisten Personen aus der Investmentbranche sowohl bei Kollegen und Wettbewerbern wie auch bei „Otto-Normalverbraucher“ den gleichen Eindruck hinterlassen. Nur vereinzelt wird – wahrscheinlich aufgrund des Alters – ein Investmentprofessional von seinen Peers anders kompetent wahrgenommen also von Branchenfremden. Überwiegend kann jedoch festgestellt werden, dass es anscheinend keine geheimen Kompetenz- oder Vertrauenssignale in der Investmentbranche gibt. Wenn Sie also von einer zufälligen Begegnung, sei es der Brezelverkäuferin oder dem Taxifahrer, als vertrauenswürdig eingeschätzt werden, dann werden sie diesen Eindruck auch bei Ihren Kunden und Kollegen hinterlassen.

Darauf aufbauend wurde die Wechselwirkung verschiedener wahrgenommener Persönlichkeitsmerkmale genauer analysiert. Konkret wurde insbesondere die Korrelationen von zugeschriebener Vertrauenswürdigkeit mit anderen Faktoren, wie zum Beispiel wahrgenommener Kompetenz, Sympathie und Attraktivität untersucht. Nicht verwunderlich ist, dass Investmentprofessionals, die auf den ersten Blick sympathischer wirken, auch als vertrauenswürdiger eingeschätzt werden. Ebenso intuitiv nachvollziehbar ist, dass eine starke positive Korrelation von 0,8 zwischen ausgestrahlter Kompetenz und wahrgenommener Vertrauenswürdigkeit zu beobachten ist. Jedoch gibt es entgegen zahlreicher Belege aus anderen Branchen für Männer in der Investmentbranche so etwas wie einen „Fluch des Adonis“ („Adonis` Curse“). Für Frauen in der Investmentbranche kann aufgrund der kleinen Stichprobe noch keine Aussage getroffen werden. Aus den Daten der Männer kann recht eindeutig eine starke, negative Korrelation von -0,7 zwischen Attraktivität und Vertrauenswürdigkeit gelesen werden. In anderen Worten: je attraktiver ein Investmentprofessional eingeschätzt wurde, desto weniger vertrauenswürdig wurde er beschrieben.

Man sollte sich also dieser vorhersehbaren Irrationalität beim nächsten Gespräch mit einem attraktiven Investmentprofi bewusst sein. Die „rationale“ Investitionsentscheidung könnte durch den Fluch-des-Adonis-Effekt beeinflusst werden: Man kann dem Beau vielleicht doch vertrauen – auch wenn er attraktiv ist. Aber ebenfalls sollte man im entgegengesetzten Fall wachsam sein: Wenn ein Investmentprofessional weniger ansehnlich ist, sollte man ihm nicht übermäßig Vertrauen entgegenbringen!

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Prof. Dr. Bernd Ankenbrand ist Professor für Constructivist Finance an der Karlshochschule International University in Karlsruhe und beschäftigt sich in seiner Forschung und Lehre insbesondere mit Geschäftsmodellinnovationen, Behavioral Finance, Risikomanagement und Bewertungsthemen.

Er studierte Wirtschaftswissenschaften u.a. an der Universität Witten/Herdecke sowie der School of Business der Stockholm University. Arbeitsstationen von Herrn Ankenbrand beinhalten u.a. Arthur Andersen und Pricewaterhouse Coopers.

Kontakt

Karlshochschule International University

Prof. Dr. Bernd Ankenbrand

Karlstraße 36-38, D-76133 Karlsruhe

Tel.: +49 721 1303-306

E-Mail: bankenbrand@karlshochschule.de

www.karlshochschule.de // blog.karlshochschule.de

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

Inhaltlich verantwortlich: Karl-Heinz Thielmann

Weinbrennerstr. 17, D-76135 Karlsruhe

Bildnachweis: Seite 2: Karl-Heinz Thielmann; Seiten 8, 11: www.santander.com (Sala de comunicación)

Für den regelmäßigen Bezug von „Mit ruhiger Hand“ können Sie sich unter 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 β , 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 beige-steuert. Darüber hinaus werten wir auch Beiträge der seriösen Wirtschaftspresse sowie Nachhaltigkeitsreports über den jeweiligen Emittenten aus.

Informationen zur Postbank-Umfrage zur Beliebtheit der Aktien in Deutschland findet man hier:

https://www.postbank.de/postbank/pr_presseinformation_2013_01_14_aktien_verlieren_stark_an_bedeutung_als_vorsorgeinstrument.html

Die Vergleichszahl zu UFO-Glauben wurde folgender Umfrage entnommen:

<http://de.statista.com/statistik/daten/studie/1149/umfrage/glaube-an-ufos/>

André Kostolanys prophetischen Auftritt in der NDR-Talkshow zum Neuen Markt kann man noch einmal sehen unter:

<http://www.youtube.com/watch?v=v41szpvrXvM>

Zur Einschätzung des Immobilienmarktes durch die Deutsche Bundesbank vgl.;

http://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Reden/2013/2013_02_18_dombret.html#doc135852bodyText4

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Als Quellen für den Gastbeitrag „Der Fluch des Adonis“ von Prof. Bernd Ankenbrand dienten neben eigenen empirischen Untersuchungen folgende Texte:

Ankenbrand, B. (2012) Watches and alpha males: 5 things selectors look for in a manager, Interview with Emily Blewett. unter: www.citywire.co.uk/global/watches-and-alpha-males-5-things-selectors-look-for-in-a-manager/a604633. [Stand: 17.Juli 2012].

Ankenbrand, B. (2011) Perceived Signs of Success – What are the signs whereby investors think they will recognize successful hedge fund managers? Präsentiert auf der UCITS Alternatives Conference, Zürich, 18./19.09.2011.

Ariely, D. (2010) Predictably Irrational, Revised and Expanded Edition: The Hidden Forces That Shape Our Decisions, Harper Perennial

Berggren, N., Jordahl, H. und P. Poutvaara (2010) The looks of a winner: Beauty and electoral success, Journal of Public Economics, Vol.94, 8-15.

Kahneman, D. (2011) Thinking, Fast and Slow, London: Allen Lane

Rule, N. und N. Ambady (2008) The Face of Success – Inferences From Chief Executive Officers' Appearance Predict Company Profits, Psychological Science, Vol.19, Nr.2, 109-111.

Todorov, A., Mandisodza, A., Goren, A. und C. Hall (2005) Inferences of Competence from Faces Predict Election Outcomes, Science, Vol.308, 1623-1626.

Todorov, A., Said, C., Engell, A., und N. Oosterhof (2008) Understanding evaluation of faces on social dimensions, Trends in Cognitive Sciences Vol.12, No.12, 455-460.

Todorov, A., Said, C. und S. Verosky (2011) Personality Impressions from Facial Appearance. In: A. Calder, J. V. Haxby, M. Johnson, & G. Rhodes (Eds.), Handbook of Face Perception. Oxford: Oxford University Press, 613-652.

Watzlawick, P., Beavin, J. und D. Jackson (2000) Menschliche Kommunikation: Formen, Störungen, Paradoxien, 10.Auflage, Bern: Verlag Hans Huber.

Willis, J. und A. Todorov (2006) First impressions: making up your mind after 100 ms exposure to a face. Psychol. Sci. Vol.17, 592–598.

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 19.

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 4.3.2013.

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.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

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: Aktie Banco Santander
- 2) in den vergangenen 12 Monaten an Transaktionen beteiligt: Hybridanleihe Banco Santander
- 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.