

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

¿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.

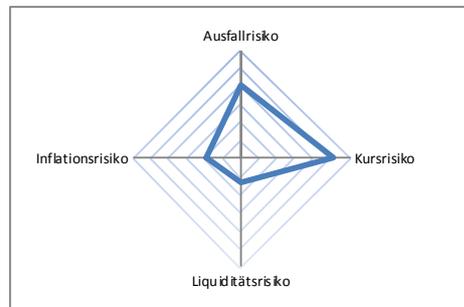
Rein charttechnisch gesehen befindet sich die Aktie im Niemandsland. Die Abwärtstrends für die Aktie sind noch voll intakt. Andererseits zeigen die Kurstiefststände vom vergangenen Jahr die klassischen Zeichen eines Sell Offs, sodass das Schlimmste eigentlich überstanden sein müsste. Die Trendwende müsste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

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

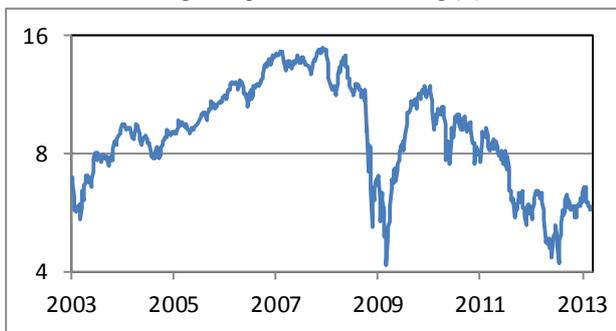
¿A donde vas? – wohin gehst Du? Die Ambivalenz in der technischen Situation reflektiert die Unsicherheit, die es fundamental bezüglich des Unternehmens gibt: Die Voraussetzungen für einen Turnaround sind im Prinzip gegeben. Es fehlt aber an den richtungweisenden Entscheidungen, die signalisieren, ob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

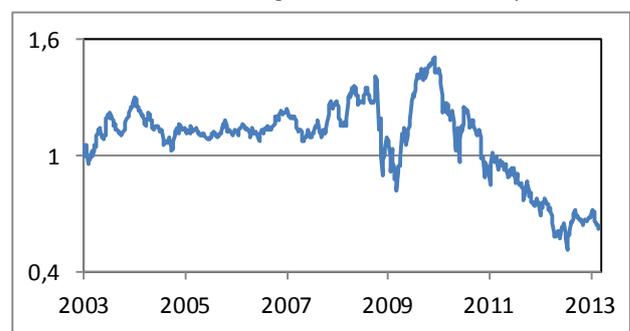


Nachhaltigkeit: gut	
Risikokennziffern	
Ausfall- risiko	Liquiditäts- risiko
4,0	1,3
Kurs- risiko	Inflations- risiko
5,0	2,0

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)

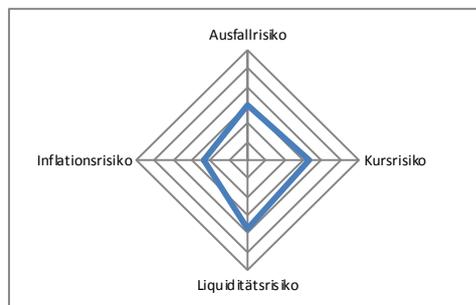
Website: www.santander.com/	Kurs: 1.3.2013: 85,48%	WKN: AONWAR
Kleinste Stückelung: 50.000 €	Laufzeitende: 29.05.2019	ISIN: XS0301810262

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	
Ausfallrisiko	Liquiditätsrisiko
3,0	3,7
Kursrisiko	Inflationsrisiko
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

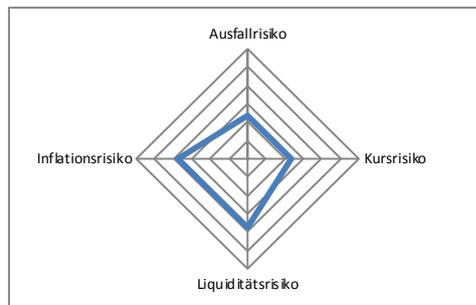
Informationen für die langfristige Kapitalanlage

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.

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 beigesteuert. 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.