

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Nummer 34, 2. Februar 2015

Heute mit folgenden Themen:

- **Schwarze Schwäne: warum sie Anleger immer wieder hart treffen**
- **Europäische Banken: Die Spreu trennt sich vom Weizen**
- **Neue Technologien: Energiespeicher ändern den Umgang mit Elektrizität**

Im Januar hat die Freigabe des Kurses des schweizerischen Franken die Finanzmärkte schockiert. Schnell machte das Wort vom „schwarzen Schwan“ die Runde. Zurecht, weil dieses Ereignis die von Nassib Taleb aufgestellten Kriterien hierfür voll erfüllt. „**Klartext: Dauersaison für schwarze Schwäne**“ geht der Frage nach, warum schwarze Schwäne an den Kapitalmärkten immer wieder vorkommen, dennoch jeweils völlig überraschend sind und große Summen von Anlegergeldern vernichten.

Aufgrund von komplexen Interdependenzen zwischen Entscheidungen und Erwartungen sind Entwicklungen an Finanzmärkten stark vom Zufall abhängig und nur bedingt prognostizierbar. Es ist zwar vorhersehbar, dass es Überraschungen gibt, nur nicht, welche dies konkret sein werden. Anleger, die hierfür keine Vorsorge treffen, sind prädestiniert dafür, Opfer von schwarzen Schwänen zu werden. Gefährdet sind vor allem diejenigen, die zu sehr auf Sicherheit vertrauen oder auf der Basis alter Erfolgsformeln optimierten Renditen hinterherjagen.

In „**Stehen europäische Retailbanken vor einem Comeback?**“ wird untersucht, welche Geschäftsmodelle sich im europäischen Bankensektor im Nachgang der Finanzkrise bewährt haben. Hierbei wird deutlich, dass der Unternehmenserfolg vor allem von der Ausrichtung der Geschäftsfelder abhängt. Universalbanken sowie im Cross-border-Banking und Investmentbanking positionierte Institute haben sich hierbei als relativ schwach herausgestellt. Auf Privatkunden fokussierte Institute konnten sich hingegen besser behaupten. Dies gilt insbesondere, wenn sie einen Schwerpunkt im Einlagengeschäft und hohe regionale Marktanteile haben.

Für Anleger erscheinen derzeit vor allem vier Institute interessant, die näher vorgestellt werden: ING aus den Niederlanden, Lloyds aus Großbritannien, Swedbank aus Schweden sowie Banco Santander aus Spanien. Die Aktien sind vergleichsweise günstig bewertet. Aufgrund ihrer strategischen Ausrichtung in Hinblick auf die in unserer Analyse identifizierten Erfolgsfaktoren sind diese Banken aber im Vergleich mit ihren Wettbewerbern risikoärmer und aussichtsreicher.

Die Reihe über neue Technologien wird mit dem Beitrag „**Kondratjews neue Wellenreiter: Energiespeicher**“ fortgesetzt. Hierbei geht es um eine Vielzahl von unterschiedlichen Entwicklungen, welche die Fähigkeiten zur Speicherung von elektrischer Energie signifikant erweitern werden. Im Einzelnen sind dies 1) Weiterentwicklungen bei Lithium-Ionen-Akkus; 2) die Dual-Ionen-Technologie; 3) Doppelschichtkondensatoren; 4) Wasserstoffspeicherung und synthetisches Erdgas; 5) Redox-Flow-Batteriesysteme; sowie 6) thermische Speicher.

Durch sie werden Energieerzeugung und Verbrauch flexibler und günstiger gemacht sowie der Ressourceneinsatz deutlich reduziert. Verbesserte Akkus, die eine flexible Nutzung von Elektromobilität und Solarenergie ermöglichen, sind schon relativ bald zu erwarten. Bei neuen Verfahren zur großtechnischen Energiespeicherung ist die Praxisreife hingegen nicht in näherer Zukunft absehbar.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Klartext: Dauersaison für schwarze Schwäne

Liebe Langfristanleger,

als am 15. Januar die Börse in Zürich ihren Handel aufnahm, sah alles nach einem langweiligen Tag aus. Im Laufe des Vormittags änderte sich dies aber gründlich: Die Schweizerische Notenbank SNB gab mit sofortiger Wirkung die Bindung des Wechselkurses vom Franken an den Euro auf. Gleichzeitig führte sie Strafzinsen von -0,75% p.a. auf SFR-Guthaben ein. Das Zielband für den Dreimonats-Libor verschob sie in den negativen Bereich auf -1,25% bis -0,25% von bisher -0,75% bis 0,25%.



In Reaktion darauf brach der Euro gegenüber der Schweizer Währung um fast 30% ein und konnte

sich erst am Ende des Tages mit einem Minus von 17% stabilisieren. Die Aktienmärkte der Eurozone schwankten wild, um am Ende leicht im Plus zu schließen. In der Schweiz kannten die Dividentitel jedoch nur eine Richtung: nach unten.

Journalisten, Anleger und Analysten waren sich sehr schnell einig: Ein schwarzer Schwan hatte die Schweiz getroffen. Die Notenbank hatte eine Entscheidung getroffen, die einen radikalen Bruch mit bisherigen Usancen und Prinzipien darstellte. Und damit hatte sie nicht nur die Finanzmärkte, sondern speziell die Exporteure in der Schweiz eiskalt erwischt. Gerade zu diesem Zeitpunkt hatte niemand ernsthaft damit gerechnet bzw. konnte sich den Schritt wirklich richtig erklären.

Inhalt:

Seite 6: Stehen europäische Retailbanken vor einem Comeback?

Seite 21: Kondratjews neue Wellenreiter: Energiespeicher

Seite 28: Anhang: Quellen, Impressum, rechtl. Hinweise

Seite 32: Disclaimer

Die Wechselkursfreigabe des Franken – ein typischer schwarzer Schwan

Der Begriff des schwarzen Schwans wurde durch Nassim Taleb mit seinem gleichnamigen Buch bekannt gemacht, dessen erste Auflage 2007 erschien. Mit ihm beschreibt er die Häufigkeit und die Wirkung von Ereignissen, die für fast alle Menschen als unvorstellbar gelten. Sie werden quasi für unmöglich gehalten, passieren aber gelegentlich doch einmal. Dann werden sie als völlig überraschend wahrgenommen und haben gravierende Konsequenzen. Weiterhin stellte Taleb fest, wie schwierig es für Menschen ist, mit solchen Ereignissen umzugehen. Insbesondere beschrieb er sogenannte „narrative Verzerrungen“ („narrative fallacies“), die aus der nachträglichen Konstruktion von Erklärungen besteht, um einem Ereignis einen plausiblen Grund zu verleihen.

Narrative Verzerrungen konnten wir in Nachgang der Entscheidung der SNB im Übermaß beobachten. Denn die von der Notenbank in der Presseerklärung genannten Gründe („... die Überbewertung hat sich seit Einführung des Mindestkurses insgesamt reduziert. Die Wirtschaft konnte diese Phase nutzen, um sich auf die neue Situation einzustellen“ sowie „der Euro hat sich gegenüber dem US-Dollar deutlich abgewertet, wodurch sich auch der Franken zum US-Dollar abgeschwächt hat“ ...) wirken jedenfalls alles andere als überzeugend. Das erste Argument ist schlichtweg falsch – wenn

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

überhaupt, hat die Wechselkursbindung Exporteure davon abgehalten, sich auf eine Aufwertung einzustellen. SMH-Chef Hayek beschwerte sich deshalb nach der Franken-Freigabe, dass die SNB einen „Tsunami“ veranstalte. Das zweite Argument ist relativ irrelevant. Zur Verwirrung trug noch die Pressekonferenz von Notbankchef Jordan bei, der extrem nervös wirkte und vor allem den Eindruck vermittelte, dass er einen Befreiungsschlag durchführen wollte. Doch Befreiung von was?

Wahrscheinlich wolle die SNB insbesondere ihre Geldmenge wieder unter Kontrolle bringen, die durch die Devisenmarktinterventionen zur Abwehr spekulativer Kapitalzuflüsse aufgebläht wurde. Vielleicht hat sie auch eine weitere Verstärkung des Drucks erwartet, wenn die Geldpolitik der EZB expansiver wird. Doch warum sagte die SNB dies nicht klar und deutlich? Welche Rollen spielten für sie andere Motive? Und warum wählte sie einen Weg einer plötzlichen Überrumpelung der Marktteilnehmer, anstatt wenigstens den Börsenschluss abzuwarten? Folgte sie gar einer unüberlegten Panikreaktion, wie kurz danach ein Teil der Schweizer Presse mutmaßte? Beabsichtigte sie vielleicht mit den Minuszinsen sogar, den Franken in zu Wirklichkeit schwächen? Wollte sie die Märkte absichtlich ins Chaos stürzen oder war dies eine unbeabsichtigte Nebenwirkung?

Auf jeden Fall eröffnete die nebulöse Informationspolitik allen möglichen und unmöglichen „Expertenerklärungen“ – incl. ihrer „narrativen Verzerrungen“ – über die wahren Hintergründe viel Raum, was dann aber nur die Verwirrung erhöhte und damit auch den schwarzen Schwan vollendete.

Schwarze Schwäne haben keinen Seltenheitswert mehr

Die Wechselkursentscheidung in der Schweiz ist nicht der einige schwarze Schwan, der uns in den vergangenen Monaten heimgesucht hat, selbst wenn die anderen nicht so spektakulär mitten in die Börsensitzung platzten, sondern sich eher schleichend von hinten genähert haben. Hierbei sind vor allem zwei Entwicklungen zu nennen:

- Der fast gleichzeitige Kollaps der wichtigen Rohstoffpreise von Erdöl, Eisenerz und Kupfer.
- Ein Run auf Kapitalanlagen mit sehr niedrigen bzw. sogar negativen Renditen.

Während der Kurseinbruch bei Erdöl sich im Sommer relativ abrupt ereignete, stellten die Rückgänge bei Kupfer und Eisenerz nur die Beschleunigung der bisherigen Abwärtstrends dar. Beunruhigend war für viele Marktteilnehmer, dass die Gründe hierfür lange unklar blieben und teilweise noch sind. Festzustellen war lediglich, dass speziell die Kursbewegungen bei Kupfer und Öl nur wenig mit normalen Veränderungen der Angebots- oder Nachfragebedingungen zu tun hatten. Waren die Kursstürze Vorboten einer globalen Konjunkturabschwächung? Oder waren sie das Resultat einer aggressiven Produktionsausweitung großer Anbieter? Steckten etwa gar High-Frequency-Trader oder Hedgefonds dahinter, die durch aggressive Leerverkäufe die Preise nach unten drücken wollten?

Immerhin beim Ölpreisverfall scheint zumindest inzwischen klar, dass vor allem Saudi-Arabien dahinter steckte, selbst wenn die genaue Motivation nach wie vor schleierhaft bleibt (vgl. hierzu den Klartext: „Der Preis der Politik“ aus der vorherigen Ausgabe von „*Mit ruhiger Hand*“). Dennoch zeigen die vielen Analysen, die in den vergangenen Monaten zur Erklärung der Preisbewegungen produziert wurden, starke narrative Verzerrungen. Denn auch hier konstruierten wieder „Experten“ im Nachhinein logisch anmutende Erklärungen für kaum nachvollziehbare Vorgänge. Dies war insbesondere

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

fragwürdig, weil die Kurseinbrüche teilweise auf Marktmanipulationen (bzw. ihrer Rücknahme) beruhten, bei denen wiederum unklar war, von wem sie durchgeführt wurden und was ihre wahren Hintergründe waren; ob sie im Sinne der Initiatoren glückten oder außer Kontrolle gerieten.

Besonders rätselhaft ist der Drang von Anlegern, sich Investments ohne Verzinsung oder sogar mit negativer Verzinsung zuzulegen. Der Anlagenotstand von Investoren, die nur in Staatsanleihen anlegen dürfen; der Drang nach sicheren Häfen; der Herdentrieb; Spekulanten, die auf Anleihekäufe der Notenbank wetten; prozyklische Handelsprogramme, gehebelte Risk-Parity-Fonds, alle diese Faktoren können niedrige Zinsen – und für ein paar Tage auch mal negative Zinsen – erklären. Dafür, dass wir bei deutschen Staatsanleihen im kurzen Laufzeitenbereich jetzt schon seit Längerem negative Zinsen haben, sind selbst diese Begründungen nicht geeignet. Eine Anlage mit einer Negativverzinsung zu kaufen, erscheint auf jeden Fall irrational, solange man die Alternative hat, das Anlagekapital als zinsloses Buchgeld zu halten oder sich als Bargeld auszahlen zu lassen.

Feedback-Reaktionen machen Folgen von Entscheidungen an Finanzmärkten unvorhersehbar

In einer komplexen Welt kann letztlich niemand die vollständigen Konsequenzen seiner Entscheidungen wirklich voraussehen. Dies gilt insbesondere, wenn sie die Erwartungen von Finanzmarktteilnehmern beeinflussen, die wiederum auf Veränderungen in den Erwartungen anderer Finanzmarktteilnehmer ausgerichtet sind. Hieraus ergeben sich Interdependenzen; das Endergebnis ist stark vom Zufall abhängig und nur bedingt prognostizierbar.

Fondsmanager, Ölscheichs, Notenbanker, Unternehmer und Politiker wissen im Endeffekt nicht, was sie mit ihrem Tun bewirken. Oft erreichen sie das Falsche oder sogar das Gegenteil vom beabsichtigten Zweck, weil sie Feedback-Reaktionen unterschätzen. Noch weniger als die Entscheider wissen allerdings die „Experten“, welche die Entscheidungen in der Öffentlichkeit interpretieren. Weder das eine noch das andere wird aber irgendjemand eingestehen. Und schon gar nicht wird zugegeben, wenn ein Fehler gemacht wurde. Deswegen werden logisch klingende Begründungen im Nachhinein konstruiert. Selbst die größte Stümperei kann dann als überlegte Aktion verkauft werden.

Es ist gut möglich, dass die SNB durch die gleichzeitige Einführung von Negativzinsen mit der Wechselkursfreigabe dem Aufwertungsdruck beim Franken sogar entgegenwirken wollte. Wenn dies so ist, so kann man die Aktion getrost als gründlich misslungen bezeichnen, was jedoch keiner der beteiligten Notenbanker jemals einräumen wird. Als echte Ökonomen konnten sie sich wahrscheinlich nicht vorstellen, dass es in Reaktion auf ihre Ankündigung einen „irrationalen“ Run auf ihre mit Strafzinsen belastete Währung geben wird, der auch noch wochenlang anhält.

Dem griechischen Philosophen Sokrates wird das berühmte Zitat „Ich weiß, dass ich nichts weiß“ zugeschrieben. Mit dieser Aussage behauptete Sokrates aber nicht, dass er gar nichts wusste. Vielmehr hinterfragte er das, was man zu wissen meint. Denn dieses vermeintliche Wissen entpuppt sich bei näherer Untersuchung als unhaltbares Scheinwissen. Dies gilt insbesondere, wenn es um die Zukunft geht. Taleb hat in seinem Buch „Der schwarze Schwan“ darauf hingewiesen, dass sehr unwahrscheinliche und sogar für unmöglich gehaltene Dinge viel öfter passieren als gedacht. Und gerade weil niemand mit ihnen rechnet, haben sie gravierendere Konsequenzen.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Schwarze Schwäne sind gerade dann in ihren Auswirkungen verheerend, wenn Dinge für sehr sicher gehalten werden; wir also unserem (Schein)wissen über die Zukunft zu sehr vertrauen. Insbesondere fatal ist es, wenn man sich auf „stabilisierende“ Markteingriffen verlässt. Wenn diese wegfallen, wie zuletzt beim Schweizer Franken oder beim Ölpreis, wird die Gegenbewegung besonders heftig.

In unserer Welt ist nichts wirklich sicher. Das Gefühl von Sicherheit verleitet zum Leichtsinn und zum Eingehen von Risikokonzentrationen. Viele Unfälle durch zu hohe Geschwindigkeit werden von Fahrern verursacht, die der Sicherheit ihrer Hightech-Autos zu sehr vertrauen. Die Titanic ist 1912 nur deshalb mit Volldampf in ein Feld mit Eisbergen hineingefahren, weil sich der Kapitän nicht vorstellen konnte, dass das sicherste Schiff der Welt gefährdet sein könnte. Und genau deshalb wurden und werden immer wieder Investoren böse überrascht, die angeblich sichere Anlagen gekauft haben, welche sich nach der Ankunft eines schwarzen Schwans als besonders unsicher herausstellen.

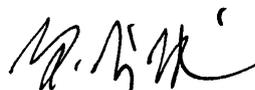
Mit Überraschungen muss man rechnen – sonst trifft ein schwarzer Schwan besonders hart

Nicht nur das Streben nach scheinbarer Sicherheit, sondern auch ein naiver Umgang mit Gewinnmöglichkeiten macht anfällig für schwarze Schwäne. Benjamin Graham – der Vater des Value Investing – empfahl bereits vor 80 Jahren, bei Investments weniger die größtmöglichen Gewinne zu suchen, sondern lieber Vorkehrungen gegen dauerhafte Kapitalverluste beim Eintritt unerwarteter Ereignisse zu treffen. Sein Konzept der „Sicherheitsmarge“ ist letztlich nichts anderes als ein Rezept für den Umgang mit schwarzen Schwänen: Anleger sollen nur dann investieren, wenn der Marktwert eines Investments unter seinem analytisch ermittelten „Fair Value“ liegt. Denn ein Bewertungsabschlag stellt beim Eintritt von negativen Überraschungen in der Zukunft einen Risikopuffer dar.

Benjamin Grahams Idee, für unvorhergesehene Ereignisse bei Investmententscheidungen vorzusorgen, wird heute von den meisten Anlegern abgelehnt, weil man „Performance verschenkt“. Stattdessen wird „optimiert“: Investmentstrategien werden aus Annahmen darüber abgeleitet, wie sich die Welt nach Lage ihres heutigen Wissens wahrscheinlich entwickeln wird. Und solange alles annahmefolgt, werden auch hohe Renditen erzielt und man ist in den Ranglisten vorne. Wenn dann aber ein schwarzer Schwan passiert, werden gerade bisher erfolgsverwöhnte Anleger besonders böse überrascht und verlieren viel Geld. „Das konnte man nicht vorhersehen“ ist dann die Standardausrede. Dabei sollte man spätestens nach Lektüre von Talebs „Der schwarze Schwan“ gelernt haben, dass immer irgendeine Überraschung passieren kann, die alles bisherige Wissen auf den Kopf stellt.

Wir können nicht genau voraussagen, was uns in der Zukunft überraschen wird. Nur dass noch viele Überraschungen kommen werden, darunter einige unangenehme, das ist sicher. Schwarzen Schwänen kann man nicht ausweichen, weil sie unvorhersehbar sind. Man kann daher nur versuchen, ihre Konsequenzen zu begrenzen, z. B. durch Sicherheitsmargen, breite Diversifikation und die Vermeidung von Leverage. Wer mit seiner Anlagestrategie einfach die besten Erfolgsrezepte auf der Basis heutigen Wissens umsetzt, mag kurzfristig großen Erfolg an den Finanzmärkten haben. Langfristig wird man so aber nur zum potenziellen Opfer eines der nächsten schwarzen Schwäne.

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



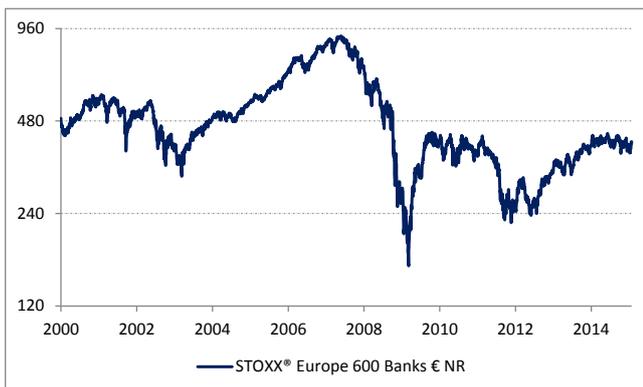
Stehen europäische Retailbanken vor einem Comeback?

Von Karl-Heinz Goedeckemeyer

Während US-amerikanische Banken inzwischen wieder beträchtliche Renditen erzielen, haben sich europäische Banken von der Finanzkrise und den damit einhergehenden Ertrags- und Gewinneinbrüchen zum großen Teil noch nicht erholt. Dafür gibt es mehrere Gründe: Neben den gestiegenen regulatorischen Anforderungen, den Auswirkungen der Niedrigzinspolitik der Europäischen Zentralbank (EZB), der schwachen Konjunkturentwicklung in vielen Ländern der Eurozone tragen auch die hohe Kreditrisikovorsorge, die ineffizienten Kostenstrukturen sowie das Misstrauen bezüglich der Aktivqualität dazu bei, dass viele europäische Institute nur geringe Eigenkapitalrenditen aufweisen. Somit verdienen sie nicht ihre Eigenkapitalkosten, was nichts anderes bedeutet, als dass viele Institute Wert vernichten. Darüber hinaus werden die Banken durch neue Wettbewerber wie innovative Bezahlanbieter und Finanzierer bedrängt.

Zu gleicher Zeit nimmt der Druck auf die Vorstände der Banken zu, für ihre Aktionäre auskömmliche Renditen zu generieren. Da es den meisten europäischen Banken in den vergangenen Jahren nicht gelungen ist, die Renditevorgaben ihrer Investoren zu erfüllen, haben sich diese von ihnen abgewendet und in andere Branchen wie z. B. Healthcare oder Technology investiert, die weitaus höhere Renditen generierten. Als Folge daraus hat der europäische Bankensektor (Stoxx Europe 600 Banks) dementsprechend deutlich schlechter abgeschnitten als viele andere Branchen. Auch gegenüber einer Gesamtmarkt-Benchmark, wie z. B. dem Stoxx Europe 600 (s. Abb. 1), zeigten die Banken zu meist eine Underperformance.

Abb. 1: Performance europäischer Bankaktien



Regulatorischen Anforderungen und die Auswirkungen auf Strategien und Geschäftsmodelle der Banken

Da in den Kernmärkten Europas die Profitabilität der Banken enorm unter Druck steht, ist ein effizientes Management ein entscheidender Erfolgsfaktor, um den laufenden Umbau der Geschäftsmodelle zu gewährleisten. Seit dem Untergang von Lehman Brothers Mitte 2008 befindet sich die Branche in einem Transformationsprozess, der durch Themen wie De-Leveraging und Kostenreduzierung

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

begleitet wird. Gleichwohl sind viele Institute die Restrukturierung nicht entschlossen genug angegangen oder haben ihre Geschäftsmodelle (noch) nicht hinreichend die weiter steigenden regulatorischen Anforderungen angepasst. Denn um die Profitabilität über das Niveau der Kapitalkosten nachhaltig zu steigern, bedarf es eines konsequenten Umbaus der Geschäftsmodelle. Wenngleich die Institute in den vergangenen Jahren zum Teil erhebliche bereits Kostensenkungsmaßnahmen vollzogen haben, ist von weiteren Einsparungen auszugehen, nicht zuletzt um eine fortschreitende Gewinnerosion zu vermeiden. Zugleich müssen viele Banken ihre Bilanzsummen weiter zurückführen, also das De-Leveraging verstärken. Dies gilt insbesondere für jene, die im Kapitalmarktgeschäft tätig sind.

Konzernumbauten gewinnen an Fahrt: Die Trennung von Auslandstöchtern in Übersee sowie Teilerückzüge aus dem Investmentbanking stehen im Vordergrund

Als Folge des veränderten Wettbewerbs- und Regulierungsumfelds werden sich die Banken von nicht mehr zum Kerngeschäft zählenden Sparten und wenig rentierlichen Geschäftszweigen im Ausland trennen müssen. Dabei dürften insbesondere kapitalintensive Geschäftssegmente zur Disposition stehen, die vor dem Hintergrund hoher Fixkosten keine nachhaltigen Gewinne versprechen. Darüber hinaus könnten Banken, die über beträchtliche Kapitalmarkt- oder Cross-border-Aktivitäten verfügen, sich angesichts steigender Regulierungsaufwendungen sowie grenzüberschreitender Kosten dazu veranlasst sehen, ihre Geschäftsaktivitäten auf den Heimatmarkt zu beschränken.

In diesem Kontext ist festzustellen, dass etliche internationale Großbanken mit der Verschlankung ihrer Geschäftsmodelle schon weit fortgeschritten sind: Während sich die britische HSBC von etwa der Hälfte seines US-Geschäfts verabschiedete, hat auch der US-Rivale Citigroup das ausländische Privatkundengeschäft stark zusammengestrichen. Im gleichen Zeitraum haben ebenfalls UBS und Barclays damit begonnen, das Investmentbanking zurückzufahren. Im Gegenzug wurde das traditionelle Bankgeschäft (Barclays) bzw. Private Banking (UBS) aufgewertet und Eigenkapital für weiteres Wachstum zur Verfügung gestellt. Dazu beigetragen haben dürfte der Unmut der Aktionäre, die sich immer lautstärker über die Kostenstrukturen in der Investmentbank und die zu hohen Vergütungen beschwert haben. Auch bei der Credit Suisse wollen die Gerüchte nach einer Aufspaltung ihrer Geschäftsaktivitäten nicht abnehmen. Wie aus Züricher Finanzkreisen zu vernehmen war, soll die Bank aufgeteilt werden – die Vermögensverwaltung würde dann in der Schweiz und in Singapur konzentriert, das Investmentbanking hingegen von London und New York aus betrieben.

Im September vergangenen Jahres hat Barclays zudem ihre spanische Tochter an die CaixaBank verkauft. Bereits im Jahr 2013 haben die Konkurrenten Lloyds und RBS auf Druck der Finanzaufsicht FSA damit begonnen, nicht zum Kerngeschäft gehörender Aktiva zu veräußern, um somit die Kapitaldecke zu stärken. Beide Institute mussten im Gegenzug für erhaltene Staatshilfen bis Ende 2014 sich von einem Teil des Filialnetzes in Großbritannien bzw. sich von einem Großteil der ausländischen Aktivitäten trennen. Im vergangenen Jahr hat Lloyds zudem ihre Filialtochter TSB an die Börse gebracht und 50% der Anteile veräußert. Verschlankungspläne hat jüngst die Großbank Standard Chartered angekündigt. Neben der Kürzung von insgesamt 4.000 Stellen im weltweiten Filialgeschäft soll

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

auch das weltweite Aktiengeschäft zur Disposition stehen. Kurz vor Jahreschluss hat zudem die spanische BBVA ihre Beteiligung von knapp 30% an der Citic International Financial Holdings (CIFH) an China Citic Bank (CNCB) verkauft.

Wie der nachfolgenden Abbildung zu entnehmen ist, hat der Übergang zu neuen Geschäftsmodellen bereits eingesetzt. Dabei fallen drei Entwicklungen auf: 1. Rückzug aus bzw. Fokus auf Teile des Kapitalmarktgeschäfts; 2. Stärkung der Provisionseinnahmen (bspw. Ausbau Vermögensverwaltung); sowie 3. Rückbesinnung auf den Heimatmarkt. ¹

Abb. 2: Änderungen der Geschäftsfelder ausgewählter europäischer Banken

	Geschäftsbank			Investmentbanking			
	Privatkunden & KMU	Unternehmenskunden	Infrastruktur Finance	Währungen Rohstoffe	Aktien	M&A, Wertpapiere Underwriting	Asset Management Vermögensverwaltung
Barclays	Fokus auf UK, Exit europ. Kontinent			Exit massgeschneiderte Derivate		Fokus auf UK und USA	
BNP Paribas				selektiv		Fokus auf UK und Frankreich	Wachstum in Asien
Deutsche Bank	Fokus Deutschland			selektiv		Top 3 in Anleihen	
RBS		Marktführer UK	Exit 2009			Fokus auf Anleihen	Fokus auf UK
Stan. Chartered			selektiv	selektiv		Fokus auf Anleihen	Fokus auf Asien / Mittleren Osten
UBS	Fokus Schweiz	Fokus Schweiz	unbedeutend	Exit 2012		Fokus auf Aktien und Europa	Fokus auf Vermögensverwaltung
Credit Suisse	Fokus Schweiz	Fokus Schweiz	unbedeutend	Fokus Verbriefung		Fokus auf Europa	langs. Wachstum mit Fokus auf Verm.verw.

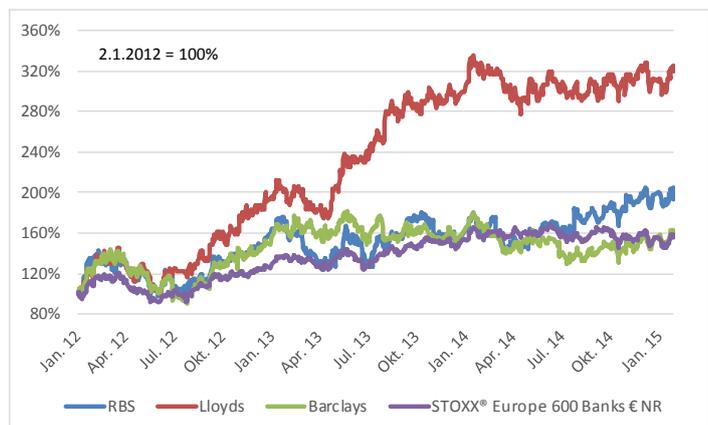
■ = keine / geringfügige Anpassungen ■ = Ausstieg
■ = selektive Schrumpfung ■ = Expansion (z.T. geographischer Fokus)

Quelle: LBBW (Financials Outlook) Nov. 2014, IMF GFSR, Unternehmensberichte

Kapitalmärkte belohnen Desinvestitionen in Form von „Spin-offs“ mit Kursgewinnen

Nach einer Studie der Boston Consulting Group² belohnen die Kapitalmärkte Unternehmen, die ihr Beteiligungsportfolio bereinigen und Desinvestitionen aktiv gestalten, mit Kurssteigerungen. Dabei würden „Spin-offs“ in den meisten Fällen sogar besser bewertet als Börsengänge (IPOs) oder Direktverkäufe. Die Daten basieren auf mehr als 8.300 Ausgliederungen in den vergangenen 24 Jahren. Sie belegen, dass Unternehmen aus der Finanzdienstleistungsbranche nicht nur mit einem Deal-Premium von durchschnittlich 33% rechnen können, sondern in der Mehrzahl der Fälle mit einem Kursaufschlag, der aus der Erwartung einer operativen Verbesserung und einer stärkeren Fokussierung des Unternehmens und des Managements resultiert.

Abb. 3: Performance britischer Großbanken im Vergleich zum europäischen Sektorindex



Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Wie der Abbildung auf der vorherigen Seite zu entnehmen ist, scheinen Investoren die Restrukturierungen der britischen Banken allerdings nur bedingt zu honorieren. Dass sich die Kurse mit Ausnahme von Lloyds in etwa mit dem europäischen Stoxx 600 Banken-Index entwickelt haben, zeigt das Misstrauen der Anleger gegenüber den bislang nur halbherzig vollzogenen Transformationen, den unverändert hohen Rechtsrisiken sowie den geringen Profitabilitäten bei RBS und Barclays.

Wachstum und Marktanteilsgewinne durch Akquisitionen

Andere Institute wiederum wollen das geografische Wachstum durch Zukäufe erhöhen. BBVA z. B. hat im vergangenen Jahr die türkische Garanti Bank mehrheitlich übernommen. Es ist davon auszugehen, dass weitere Großbanken sogenannte Bolt-on-Akquisitionen, also kleinere strategische Zukäufe, in den Peripherieländern Südeuropas oder in den Schwellenmärkten tätigen werden, um das Geschäftsportfolio zu erweitern. Zu diesen Instituten zählt auch der heimische Konkurrent Santander, die im Januar eine Kapitalerhöhung in Höhe von 7,5 Mrd. € durchgeführt hat. Mit dieser Maßnahme könnte das Ziel verbunden sein, das Wachstum in den verschiedenen Märkten, die Santander adressiert, zu begleiten bzw. weitere Marktanteile in den jeweiligen Schlüsselmärkten auszuweiten. Da viele europäische Banken ihr Engagement in den Schwellenländern in den vergangenen Jahren stark verringert haben und viele Kapitalmärkte in dieser Region noch unterentwickelt sind, sollten Banken auf der Suche nach neuen Wachstumschancen über die Möglichkeiten von Allianzen und Fusionen in Schwellenländern nachdenken. Mit größeren Übernahmen und Fusionen ist im europäischen Bankensektor jedoch nicht zu rechnen, da die Vorstände noch zu sehr mit dem Umbau der Geschäftsmodelle beschäftigt sind.

Deutsche Bank vor erneuter Strategie-Änderung

Pressemeldungen zufolge soll die Deutsche Bank an einer neuen Strategie arbeiten, die der Vorstand Investoren bis spätestens Mai vorlegen will. Da auch die revidierten Ziele für das Jahr 2015 nur noch schwer erreichbar sind und führende Aktionäre, darunter das Scheichtum Katar, ihren Unmut über die dürftige Aktienkursentwicklung formuliert haben sollen, stehen der Bank drei Möglichkeiten zur Verfügung: 1. Sie fährt ihre globalen Ambitionen zurück und konzentriert sich nur noch auf Regionen, wo sie über hohe Marktanteile und profitables Wachstum verfügt. 2. Vor dem Hintergrund der starken Position im globalen Investmentbanking baut das Institut zulasten anderer Segmente (z. B. Privatkundengeschäft) diesen Geschäftsbereich weiter aus und nutzt die Lücken, die andere Banken (wie z. B. UBS & Barclays) hinterlassen haben. Hierzu können ebenfalls Akquisitionen gehören. Dazu passt auch, dass laut Bloomberg die Provisionen im Investmentbanking in Europa schneller als in Asien oder Amerika steigen sollen. Dank der hohen Aktien- und Anleiheemissionstätigkeit in Europa und einer starken Konjunktur in Großbritannien dürften die Einnahmen in diesem Jahr auf ein Siebenjahreshoch steigen. Nutznießer seien unter anderem J.P. Morgan und die Deutsche Bank. Diese Option dürfte jedoch das Risikoprofil der Bank weiter verschlechtern. 3. Sie zieht sich aus geringprofitablen Segmenten des Investmentbankings zurück und investiert das dadurch freigewordene Kapital in den europaweiten Ausbau des Privatkundengeschäfts. Wenngleich Anshu Jain auf dem

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Davos-Summit größere Umwälzungen im Privatkundengeschäft ankündigte, halten wir letztere Option für wenig wahrscheinlich, da die stark ausgeprägte angelsächsische Kultur der Bank dem entgegensteht.

Ist das Universalbankenmodell noch zeitgemäß? – Cross-border-Banking führt zu steigenden Kosten

Angesichts des sich gravierend verändernden regulatorischen Umfelds, der erhöhten Kosten für das grenzüberschreitende Geschäft sowie der erheblichen Investitionen in die Digitalisierung des Bankgeschäfts stellt sich die Frage, inwieweit das Universalbanken-Konzept noch in die heutige Bankenlandschaft passt – oder ob Institute sich künftig eher auf Bereiche konzentrieren sollten, in denen sie Wettbewerbsvorteile haben. Insbesondere das Cross-border-banking dürfte durch die gestiegenen Anforderungen für Kapital (G-SIBs-/TLAC-Kapitalpuffer), Liquidität und Risikomanagement zu hohen Kosten führen. Da die Renditen durch die hohen Compliance-Kosten und überzogenen Gehälter geschmälert werden, stellt sich die Frage, ob dieses Modell noch Mehrwert für die Aktionäre bringt. Hinzu kommt, dass die Übersee-Niederlassungen für ihre Bankengeschäfte eigenverantwortlich sind und nicht mehr über die Konzernbilanz laufen können, wie das noch vor der Finanzkrise im Jahr 2008 möglich war. Als Folge daraus dürften Banken, die stark im Heimatmarkt (domestic champions) verankert sind, nicht nur höhere Renditen erzielen als z. B. globale Banken oder Regionalbanken (die in mehrere Länder aktiv sind), sondern auch mit einer besseren Aktienkursperformance aufwarten.

In Investorenpräsentationen vergleicht sich die Deutsche Bank gerne mit global agierenden Instituten wie J.P. Morgan, Citigroup oder HSBC. Sie vergisst dabei zu erwähnen, dass diese nicht nur über eine weitaus höhere Marktkapitalisierung (s. Abb. 4) verfügen, sondern im Schnitt ebenfalls eine höhere Profitabilität vorweisen können, wie der nachfolgenden Abbildung zu entnehmen ist. Selbst Barclays, die lange auf das Universalbankenmodell setzte, hat sich inzwischen von diesem Modell verabschiedet. Ähnlich wie die UBS hat sich die britische Bank aus einigen Bereichen des Kapitalmarktgeschäfts zurückgezogen. Dieses Modell könnte auch deshalb infrage gestellt sein, weil die Deutsche Bank gemäß dem Trennbankengesetz riskantere Geschäfte vom Kerngeschäft der Banken trennen muss. Die Hoffnungen des Vorstands, dieses Gesetz zu entschärfen, sind bislang gescheitert.

Abb. 4: Kennzahlen globaler Geschäftsbanken

Bank	Marktkapitalisierung (30.01.2015. Mrd)	Bilanzsumme (Q3 2014, Mrd)	Nettogewinn (Q1-3 2014, Mio)	RoAE (Q3 2014)	Cost-Income- Ratio (Q3 2014)
J.P. Morgan	183,30 €	\$2.527,00	\$16.831,00	10,00%	65%
HSBC	155,75 €	\$2.160,27	\$10.289,00	9,49%	60%
Citigroup	127,39 €	\$1.882,80	\$6.963,00	5,30%	62%
BNP Paribas	59,38 €	2.068,64 €	-1.147,00 €	-1,28%	-
dto, excl. one-off	59,38 €	2.068,64 €	5.265,00 €	8,00%	69%
Deutsche Bank	35,59 €	1.709,19 €	1.250,00 €	2,67%	84%

Quelle: SNL Financial, Onvista, Eigene Recherchen

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Commerzbank: Konzernumbau nimmt Gestalt an - potenzieller Übernahmekandidat?

Auch Deutschlands zweitgrößte Bank befindet sich seit geraumer Zeit im Umbau. So will die Commerzbank unter anderem im Privatkundengeschäft eine Multikanalbank auf- und in der Mittelstandsbank die Marktposition im In- und Ausland weiter ausbauen. Ferner will sich das Institut im Segment Corporates & Markets stärker als Nischenplayer positionieren und im Osteuropageschäft das organische Wachstum bei der mBank vorantreiben. Darüber hinaus werden die Geschäftsfelder Public Finance, Commercial Real Estate und Deutsche Schiffsbank aufgegeben und ihre im Segment Non-Core Assets gebündelten Portfolios wertschonend abgebaut. Derzeit befinden sich in dieser Division noch Assets in Höhe von 88 Mrd. €. Das dadurch frei gewordene Kapital soll zum Wachstum in der Kernbank verwendet werden. Festzustellen ist, dass die CoBank trotz des ungünstigen Umfelds im Privatkundengeschäft zunehmend an Schwung gewinnt und zulasten anderer Wettbewerber wächst. Laut Spartenvorstand Martin Zielke konnte das Institut in den ersten zehn Monaten des abgelaufenen Jahres rund 240.000 zusätzliche Kunden gewinnen. Zudem steige der Gewinn in dieser Sparte schneller als vom Institut erwartet.

Wie das „Handelsblatt“ am 15. Januar³ berichtete, will das Institut den Vertrieb des Privatkunden- und Mittelstandsgeschäfts neu organisieren und dabei eine gesamte Führungsebene streichen. Als Folge daraus sollen rund 160 Positionen allein im Privatkundengeschäft wegfallen. Wenngleich der Verschlanungs- und Transformationsprozess des Instituts weiter voranschreitet, hat das Management noch eine lange Wegstrecke vor sich, die immensen Altlasten abzutragen. In der längerfristigen Perspektive könnte sich die Commerzbank jedoch für Institute, die durch eine Übernahme Exposure zu einer der stabilsten Volkswirtschaften Europas aufbauen und über die Sparte Mittelstandsbank gleichzeitig den exportstarken deutschen Mittelstand adressieren ein wollen, zu einem attraktiven Übernahmekandidaten entwickeln.

Profitabilität im europäischen Bankensektor weiterhin unzureichend

Da die US-amerikanischen Banken nach Ausbruch der Finanzkrise sehr viel schneller rekapitalisiert und umstrukturiert wurden, ist deren Profitabilität weitaus höher als bei den europäischen Wettbewerbern. Daraus folgend sind die Eigenkapitalrenditen (RoE) der europäischen Banken auf einem anhaltend schwachen Niveau und mit jenen vor der Finanzkrise nicht vergleichbar. Wie einer Analyse von SNL Financial⁴ entnehmen ist, konnten in den ersten neun Monaten des vergangenen Jahres gemäß des SNL-Samples nur acht Großbanken einen durchschnittlichen RoE oberhalb von 10 % generieren. Fünf von den acht Instituten sind skandinavische Banken. Während die russische Sberbank mit 16,6 % die höchste Rendite erzielte, rangierten die beiden deutschen Großbanken mit einem RoE von 2,9 % (Commerzbank) bzw. 2,7 % (Deutsche Bank) am unteren Ende der Renditeskala. Selbst die in einem weitaus widrigeren Konjunkturmilieu agierenden italienischen und französischen Großbanken konnten in diesem Zeitraum höhere Renditen einfahren. Einzige Ausnahme ist BNP Paribas, die aufgrund der Strafzahlung an die US-Behörden bis dato einen negativen RoE von 1,3 % erzielt hat. Bereinigt um diesen Sondereffekt hätte die Rendite bei 8 % gelegen. Des Weiteren fällt auf, dass

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

auch Santander und HSBC Holdings nur aufgrund hoher Wertberichtigungen bzw. Sonderbelastungen die 10%-Schwelle verfehlt haben. Im gesamten globalen Banking belief sich der RoE zum Halbjahr nur bei 10 % - und damit weit unter dem Vorkrisenniveau bei 17 %⁵. Wie der Studie weiter zu entnehmen ist, schnitten die europäischen Institute in allen Segmenten im Wholesale-Geschäft (Capital Markets, Corporate Deposits & Corporate Lending) gemessen am Ertragswachstum im Zeitraum 2011-2013 zum Teil deutlich schlechter ab als die nordamerikanischen Institute. Auch im Privatkundengeschäft war die Ertragsdynamik der US-Banken größer als die der Institute auf dem Kontinent. Nur im Bereich der Konsumentenfinanzierung erreichten die europäischen Banken ein stärkeres Ertragswachstum.

Ausblick 2015: Eigenkapitalrenditen dürften sich deutlich erhöhen ...

Im laufenden Jahr jedoch dürften die Eigenkapitalrenditen vieler europäischer Banken nicht zuletzt aufgrund sinkender Rückstellungen für ausfallgefährdete Kredite deutlich steigen und damit zum großen Teil wieder ihre Eigenkapitalkosten verdienen, die sich in etwa bei 9% belaufen. Im Schnitt dürfte der bereinigte RoE (EU-Banken, ex UK) nach 6,7 % im Jahr 2014 in den kommenden beiden Jahren auf 9,5 % bzw. 10,3 % steigen⁶. Bei den britischen Instituten wird im Schnitt von einem bereinigten RoE von 9,9 % (2015) und 10,4 % (2016) ausgegangen. Demnach dürften insbesondere die spanischen Großbanken Santander und BBVA auf Renditen (bezogen auf ein um immaterielle Vermögenswerte bereinigtes Eigenkapital) von etwa 14 bzw. 11% kommen. Bei der Credit Suisse und UBS dürfte der RoE gleichfalls auf rund 12% ansteigen. Die größten Renditeniveaus werden wiederum die skandinavischen Institute (11%-18%) erreichen. Auch bei den britischen Instituten (Lloyds und HSBC) sollten die Renditen wieder zweistellige Niveaus erklimmen. Im Schnitt dürfte sich die Profitabilität von Retailbanken – hier im Besonderen bei den nordischen Instituten und ausgewählten Banken wie Lloyds oder ING – stärker erhöhen als bei Kapitalmarktbanken.

Wenngleich sich die Renditelücke im laufenden Jahr einengen sollte, ist anzunehmen, dass die durchschnittlichen Eigenkapitalrenditen der europäischen Großbanken weiterhin unter jenen der US-amerikanischen Wettbewerber liegen werden. Diese dürften in 2014 einen durchschnittlichen RoE von 9% erzielt haben, wobei in dieser Analyse die Kennziffern der 10 größten US-Institute einfließen. Während die gestiegene Profitabilität der US-Großbanken mit der besseren konjunkturellen Lage und der konsequenteren und schnelleren Bereinigung des Bankensektors gedeutet werden kann, könnten die vergleichsweise niedrigen Eigenkapitalrenditen in Europa zumindest zum Teil mit den erheblichen Überkapazitäten im europäischen Bankensektor begründet werden.

Ist Privatkundengeschäft rentabler als Kapitalmarktgeschäft?

Im Dezember 2014 hat die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) in ihrem Quartalsbericht anhand zahlreicher Bilanzmerkmale von mehr als 200 Banken (bezogen auf den Zeitraum 2005 bis 2013) Geschäftsmodelle identifiziert und dabei festgestellt, dass Banken, die vornehmlich als Privatkundenbanken tätig sind, geringere Kosten und stabilere Gewinne ausweisen als jene, die vor allem an den Kapitalmärkten engagiert sind.

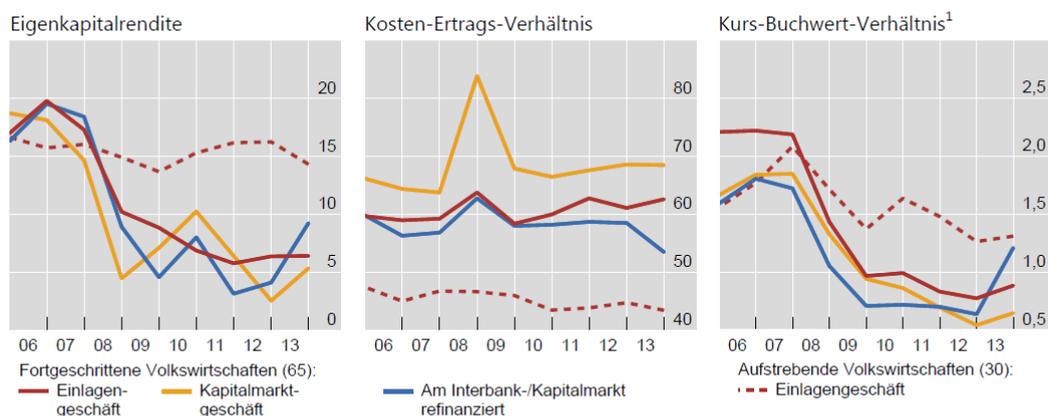
Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Dabei wurden die Institute in drei verschiedene Business-Model-Kategorien eingeteilt: In die auf das Einlagengeschäft spezialisierte Privatkundenbank („Retail-funded“), in Häuser, die sich schwerpunktmäßig über den Interbanken-/Kapitalmarkt refinanzieren („Wholesale-funded“) sowie solche, deren Schwerpunkt auf dem Kapitalmarktgeschäft liegt und die stark im Handel engagiert sind („Trading“). Laut dieser Studie⁷ wiesen die auf das Einlagengeschäft spezialisierten Geschäftsbanken im Durchschnitt die geringsten Gewinnschwankungen auf, während die am Interbank- oder Kapitalmarkt refinanzierten Geschäftsbanken am effizientesten seien. Die auf Kapitalmarktgeschäfte spezialisierten Banken hätten hingegen Mühe, eine konsequent bessere Performance zu erzielen als die beiden Geschäftsbankgruppen.

Die Untersuchung hat ferner ergeben, dass Ertragskraft und Effizienz sich sowohl unter den Modellen als auch im Zeitverlauf stark (Abb. 5) unterscheiden. Zwar brach beim Ausbruch der jüngsten Krise die Eigenkapitalrendite von Banken in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften in allen Geschäftsmodellen markant ein (Grafik links). Bei den auf das Einlagengeschäft spezialisierten Banken stabilisierte sich nach 2009 die Rendite, während sie bei Instituten, die sich vorwiegend über den Kapital- und den Interbankmarkt refinanzieren, volatil blieb. Festzustellen ist, dass die Eigenkapitalrendite der Privatkundenbanken im Vergleich zu den anderen Geschäftsmodellen seit Krisenbeginn stabiler, wenngleich der RoE beim Modell „Wholesale-funded“ am höchsten ist. Ferner seien die über Einlagen finanzierten Institute gemessen an dem Betrachtungszeitraum kosteneffizienter als die im Kapitalmarktgeschäft operierenden Banken (Grafik Mitte).

Abb. 5: Privatkundenbanken schneiden beim Rendite- & Effizienzvergleich besser ab als Kapitalmarktbanken



In Klammern: Anzahl Banken.

¹ Die Daten beziehen sich auf 50 Banken aus fortgeschrittenen und 20 Banken aus aufstrebenden Volkswirtschaften.

Quelle: BIZ-Quartalsbericht, Dezember 2014

Während in Boom-Phasen kapitalmarktgetriebene Banken durch ein florierendes Aktien- und Anleihegeschäft begünstigt werden und Interbankenmärkte als Finanzierungsquellen anzapften, kehrte sich dieser Trend in Krisenzeiten um. In diesen Perioden gehörten vor allem Privatkundenbanken zu den Profiteuren. Wie der nachfolgenden Abbildung zu entnehmen ist, erzielten letztere gemäß den

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

BIZ-Daten in dem untersuchten Zeitraum eine durchschnittliche Kapitalrendite von 12,5 %, verglichen mit 5,8 % bei den am Kapitalmarkt finanzierten Banken und 8,1 % bei den Handelsbanken.

Abb. 6.: Merkmale der Geschäftsmodelle und Rendite-Kennziffern
Durchschnittswerte für den Zeitraum: 2005-2013

	Einlagengeschäft	Am Interbank-/ Kapitalmarkt refinanziert	Kapitalmarkt-geschäft	Gesamt
Return on Assets (RoA)	1,16%	0,45%	0,98%	0,94%
Return on Equity (RoE)	12,49%	5,81%	8,08%	9,95%
Anteil der Prov.-Einnahmen	22,11%	23,28%	44,30%	25,84%
Angem. Kapitalausstattung	14,56%	12,23%	17,29%	14,27%
Aktien-Kapitalkosten	12%	3%	11%	9%
Bilanzsumme (in USD)	361,5	321,6	787,8	417,1

Quelle: BIZ-Quartalsbericht, Dezember 2014

Aktien von Privatkundenbanken sind langfristig interessant

Vor dem Hintergrund der besseren Rendite-, Effizienz- und Performance-Kennzahlen empfehlen wir Banken, die vorwiegend im Privatkundengeschäft tätig sind. Von stark kapitalmarktabhängigen Instituten und Universalbanken würden wir hingegen Abstand nehmen. Zu unseren Top-Empfehlungen zählen Lloyds Banking Group, Swedbank, ING Group und Banco Santander. Während Lloyds und ING in der Restrukturierung weit vorangeschritten sind und hohe Dividendenausschüttungen offerieren, bieten die Titel von Santander und Swedbank ein attraktives geografisches Diversifikationspotenzial. Daneben könnten mittelfristig auch noch die Titel von KBC, Intesa, CaixaBank sowie Commerzbank und Erste Bank interessant werden. Während Intesa und CaixaBank vom QE-Programm der EZB profitieren sollten, gelten Commerzbank und Erste Bank als Übernahmekandidaten.

Günstige Bewertung und hohes EPS-Wachstum eröffnen Kurspotenzial

Europäische Bankaktien werden derzeit auf Basis der I/B/E/S-Gewinnschätzungen für die kommenden 12 Monate mit dem 11-fachen der für 2016 geschätzten Gewinne bewertet. Das Preis-Buchwert-Verhältnis liegt gemäß den Schätzungen bei 0,9 – und damit unter dem historischen Durchschnitt von 1,14. Im Vergleich dazu werden US-Banken gemäß den Konsensschätzungen mit dem 12-fachen der für 2016 erwarteten Gewinne bewertet. Das geschätzte P/B-Ratio liegt bei ca. 1,0 – und damit unter dem historischen Durchschnitt von 1,2.

Weiterhin sprechen für europäische Bankaktien die relativ hohen Dividendenrenditen, die sich gemäß den Schätzungen zum Ende des laufenden Jahres im Bereich von 4 % (US-Banken: 2,2%) bewegen sollen, nach 3% im vergangenen Jahr; sowie das höhere Gewinnwachstum. Laut den I/B/E/S-Daten soll sich das EPS-Wachstum im Jahr 2016 auf 20,3% belaufen, während den US-Titeln im Schnitt ein EPS-Wachstum 17,4 % für 2016 zugetraut wird. Hinzu kommt, dass das von der EZB am 22. Januar beschlossene QE-Programm noch nicht in den Kursen voll eingepreist. Insofern ist mit einem beträchtlichen Aufwertungspotenzial bei europäischen Banken zu rechnen.

Mit ruhiger Hand

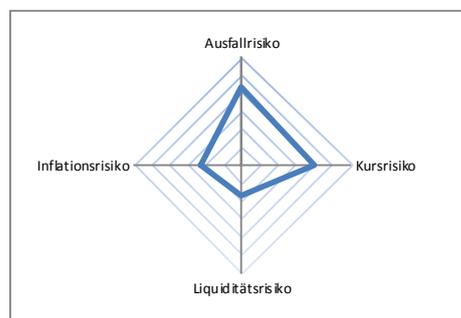
Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Lloyds Banking Group			
Website:	http://www.lloydsbankinggroup.com/	Kurs 30.01.2015: P 73,75	Börsenwert (Mrd.€): 70,1
Hauptbörse:	London	Land: Großbritannien	WKN: 871784
			ISIN: GB0008706128

Lloyds ist die größte britische Retailbank mit marktführender Stellung im Einlagen- und Hypothekengeschäft und rangiert - gemessen an der Bilanzsumme - auf Platz vier der britischen Bankkonzerne. Im Vergleich zu den britischen Wettbewerbern liegt der regionale Schwerpunkt auf dem Heimatmarkt. Nachdem die Retailtochter TSB im vergangenen Jahr an die Börse geführt wurde - auf Druck der europäischen Regulatoren musste Lloyds diese ausgliedern - sank der Anteil an der TSB Banking Group auf rund 50%. Damit wird die TSB Banking Group auch vorerst weiter in die Konzernkonsolidierung einbezogen. Gemessen am Filialnetz ist die TSB die siebtgrößte britische Retailbank.

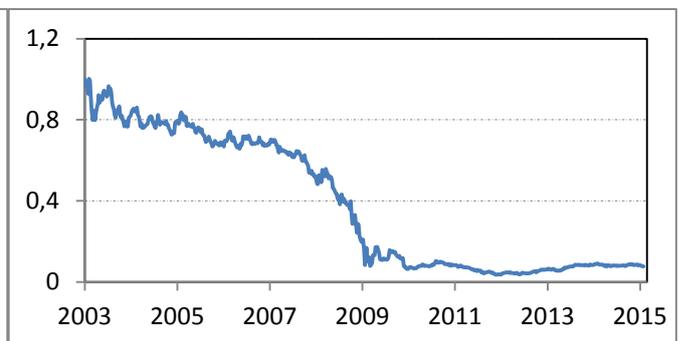
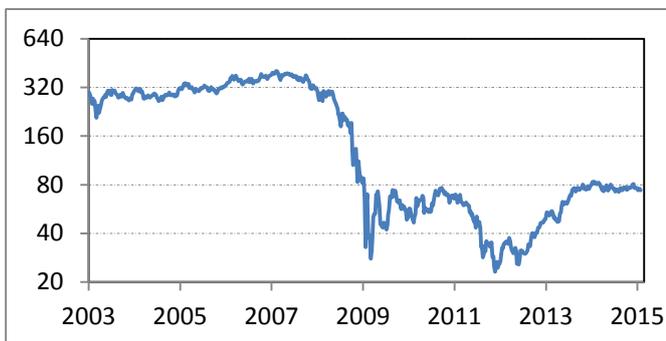
Gewinnänd. bis 2016e \emptyset p.a. 10%		
Bewertungskennziffern		
KGV	KGV	KBV
2015e	2016e	aktuell
8,9	8,2	1,3
Divrend.	Divrend.	Unt.wert
2015e	2016e	zu Umsatz
5,1%	6,1%	n.a. *)

Langfristige Kursentwicklung (Pence):



Kursentwicklung relativ zu Aktien Europa:

Nachhaltigkeit: ausreichend	
Risikokennziffern	
Ausfallrisiko	Liquiditätsrisiko
4,3	1,7
Kursrisiko	Inflationsrisiko
4,0	2,3



Anmerkung: 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.

Weit mehr als die anderen britische Institute profitiert Lloyds als größte Retailbank des Landes von der robusten Konjunktur im Heimatmarkt, wobei die deutlich rückläufige Risikovorsorge sich infolge dessen positiv auf die Ertragslage der Bank auswirkt. Die erfolgreiche Teilveräußerung des TSB-Geschäfts, der kontinuierliche Rückgang des Abbauportfolios sowie die verbesserte Fundingstruktur der Bank sind zudem Zeichen einer vielversprechenden Restrukturierung. Durch die in den zurückliegenden Jahren erfolgten Portfoliobereinigungen und Einbehaltung von Gewinnen konnte die Kapitalposition (CET1-Ratio) sukzessive ausgebaut werden und betrug zum dritten Quartal 2014 12%. Wie das Management zum Jahresende erklärte, soll die Belegschaft über die kommenden drei Jahre um rund 9.000 Stellen gekürzt und die Zahl ihrer Filialen um 200 reduziert werden. Angesichts der verbesserten operativen Performance strebt der Vorstand einen RoE im Bereich von 13,5 -15% sowie eine C/I-Ratio von 45% bis 2017 an.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Stärken:

- + führende Marktposition in den UK (vor allem Retail und Commercial Banking)
- + voranschreitende Restrukturierung, sinkende Wholesalefundingabhängigkeit
- + verbesserte Kapitalposition – und daher für weitere Stresstests gut positioniert
- + Aussicht auf Wiederaufnahme der Dividende

Schwächen:

- geringe geografische Diversifikation
- hohes Exposure bei Hypotheken und Commercial Real Estate
- politischer und regulatorischer Druck

Die Lloyds Banking Group hat sich wieder einen Vorsprung im britischen Finanzmarkt erarbeitet. Ihre Aktie ist durch die „Floating“-Fantasie der restlichen TSB-Anteile und das bestehende Restrukturierungspotenzial dem TSB-Papier vorzuziehen. Die Aktie der ist daher unserer Einschätzung nach als Beimischung (0%-2% Depotanteil) für chancenorientierte sowie als Basisinvestment (2%-4% Portfoliogewicht) für risikobewusste Anleger geeignet.

Empfehlungshistorie: Die Aktie der Lloyds Banking Group wurde bisher noch nicht empfohlen.

ING Group			
Website:	http://www.ing.com/en.htm	Kurs 30.01.2015: 11,12 €	Börsenwert (Mrd.€): 42,7
Hauptbörse:	Euronext	Land: Niederlande	WKN: 881111
			ISIN: NL0000303600

ING war nach der Lehman-Pleite vom niederländischen Staat gestützt worden und stellt sich seitdem neu auf. Wegen der in der Finanzkrise erhaltenen Staatshilfen wurde ING dazu gezwungen, die Versicherungssparte bis 2015 abzuspalten. Bereits im November 2014 hat der niederländische Finanzkonzern die letzte Tranche der Staatshilfe zurückgezahlt.

Nachdem in 2014 mehr als 30 % der Versicherungssparte im Rahmen eines IPOs an der Börse platziert wurden, hält die ING Group noch rund 68% der Anteile. Bereits in 2013 wurde die US-Versicherungstochter Voya Financial teilprivatisiert. Falls diese Sparten, wie geplant, komplett veräußert werden, wäre die Repositionierung der ING als reine Bank zum großen Teil vollzogen. Der Konzern hat bis Ende 2016 Zeit, um diesen Prozess abzuschließen.

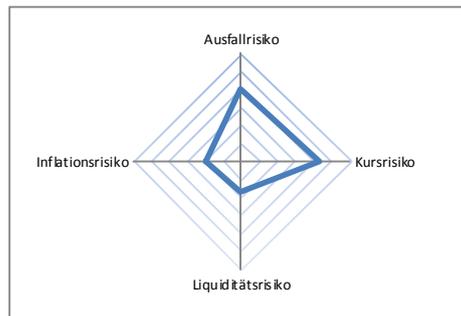
Gemessen an der Bilanzsumme ist die ING-Bank die größte Bank der Niederlande und profitiert von den hohen Marktanteilen im heimischen Privat- und Firmenkundengeschäft. Diese belaufen sich bei Hypothekenkrediten auf rund 22% und im Einlagengeschäft auf etwa 19%. Neben dem großen Unternehmenskundenkreis in Benelux verfügt die ING auch über einen starken Direktbankenarm.

Über ING Direct ist das Institut in Österreich, Frankreich, Deutschland, Italien und Spanien vertreten. ING verfügt wie alle anderen Benelux-Banken über solide Kapitalkennzahlen. Da das Management bis 2017 ein CET1-Ratio von etwa 11% anvisiert, dürfte genug Spielraum für hohe Dividendenausüttungen bestehen.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

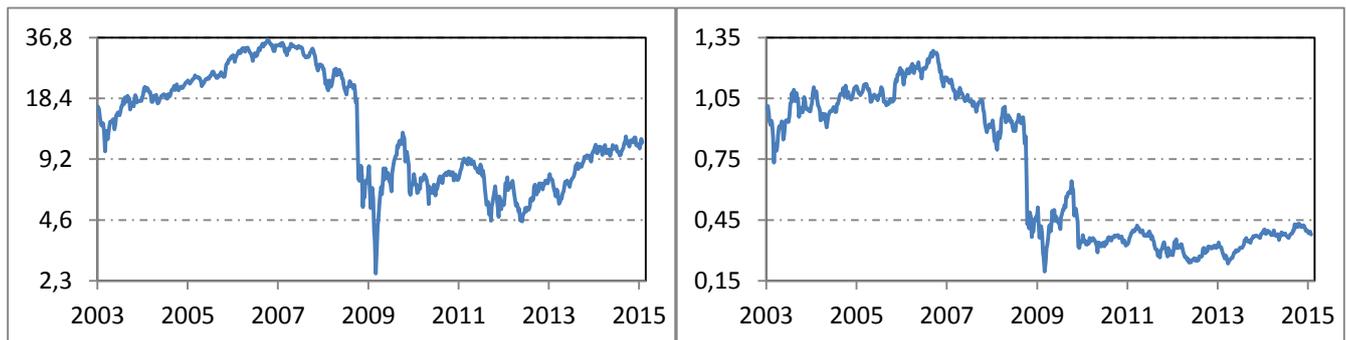
Gewinnänd. bis 2016e Ø p.a.		22%
Bewertungskennziffern		
KGV	KGV	KBV
2015e	2016e	aktuell
9,4	8,7	0,9
Divrend.	Divrend.	Unt.wert
2015e	2016e	zu Umsatz
4,4%	5,0%	n.a. *)



Nachhaltigkeit: gut	
Risikokennziffern	
Ausfall- risiko	Liquiditäts- risiko
4,0	1,7
Kurs- risiko	Inflations- risiko
4,3	2,0

Langfristige Kursentwicklung (€):

Kursentwicklung relativ zu Aktien Europa:



Anmerkung: 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.

Trotz des seit dem zweiten Halbjahr 2014 verbesserten Konjunkturmehls in den Niederlanden befindet sich die Bank im Kernmarkt Benelux in einem herausfordernden Umfeld. Falls sich zudem die Lage in den Problemländern Südeuropas verdüstern sollte, könnte sich die Kreditqualität, insbesondere im Commercial Banking und Real Estate Portfolio, verschlechtern.

Stärken:

- + größte Retailbank in den Niederlanden mit komfortablen Marktanteilen
- + bei dem von der EU auferlegten Restrukturierungsplan gut vorangekommen
- + gute geografische und produkttechnische Diversifikation
- + weitere Privatisierungs-Fantasie durch erzwungene Abspaltung in den Jahren 2015/2016
- + hohe Ausschüttungsquote - rund 50 % sind für das Jahr 2015 anvisiert

Schwächen:

- konjunkturelle Lage in einzelnen Ländern nagt an Aktivaqualität u. erschwert Wachstumsperspektiven
- starke Abhängigkeit vom kurzfristigen Wholesalefunding
- hohe Sensitivität für einen unerwarteten Anstieg von Problemkrediten

Die ING Group ist bei der Repositionierung als Bank gut vorangekommen, was noch nicht in ihrer Kursentwicklung reflektiert ist. Die Aktie ist daher unserer Einschätzung nach als Basisinvestment (2%-4% Portfoliogewicht) für chancenorientierte sowie risikobewusste Anleger geeignet.

Empfehlungshistorie: Die Aktie der ING Group wurde bisher noch nicht empfohlen.

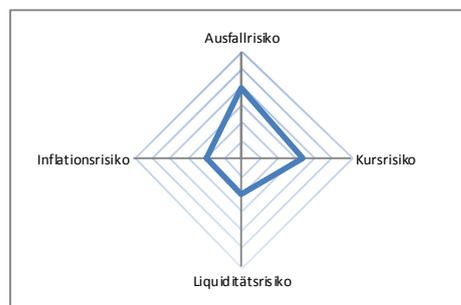
Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Swedbank A			
Website: http://www.swedbank.se/	Kurs 30.01.2015: 200,60 kr	Börsenwert (Mrd.€): 24,3	
Hauptbörse: Nasdaq OMX	Land: Schweden	WKN: 895705	ISIN: SE0000242455

Die Swedbank weist ein solides Geschäftsmodell auf, welches sowohl in Bezug auf das Risikomanagement, die Profitabilität sowie die interne Kapitalgenerierung überzeugt. Neben Schweden zählt das Institut auch die drei baltischen Staaten zu ihren Heimatmärkten. Im Fokus stehen das Retailbanking sowie Kunden des KMU-Segments. Die Organisationsstruktur setzt sich aus drei Divisionen zusammen, nämlich dem Swedish Banking, dem Large Corporates & Institutions und Baltic Banking. Mit rund 8 Mio. Privat- und 0,6 Mio. Unternehmenskunden muss sich das Institut nur dem Marktführer Nordea geschlagen geben. Neben umfangreichen Marktanteilen in Schweden (Hypothekenkredite: 26%) besitzt die Swedbank im Vergleich zur skandinavischen Konkurrenz ebenfalls die höchste Marktdurchdringung im Baltikum.

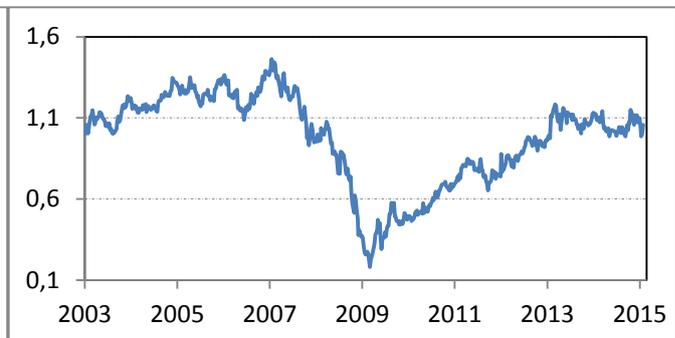
Gewinnänd. bis 2016e Ø p.a. 17%		
Bewertungskennziffern		
KGV	KGV	KBV
2015e	2016e	aktuell
12,7	11,9	2,0
Divrend.	Divrend.	Unt.wert
2012e	2013e	zu Umsatz
6,0%	6,4%	n.a. *)



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

Langfristige Kursentwicklung (kr):

Kursentwicklung relativ zu Aktien Europa:



Anmerkung: 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.

Zum Ende des dritten Quartals belief sich der RoE bei 16,6%, die C-/I-Ratio bei 41% und die CET1-Ratio bei 20,7%. Im schwedischen Privatkundengeschäft belief sich die Eigenkapitalrendite im Q3 sogar bei knapp 26%. Mit Blick auf die Krise in Russland und der Ukraine sind nach Angaben von Swedbank bislang keine negativen Auswirkungen auf die Aktivaqualität bezüglich des Baltikum-Geschäfts zu verzeichnen.

Stärken:

- + führende Marktstellung im inländischen Retail- und KMU-Banking
- + hohe Kreditqualität im Heimatmarkt, gute Effizienz u. Profitabilität
- + gute Kapitalausstattung und Liquiditätssituation

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Schwächen:

- Abhängigkeit vom Wholesalefunding
- Downside-Risiken auf dem heimischen und baltischen Immobilienmarkt
- bereits hohe Verschuldung der privaten Haushalte in Skandinavien

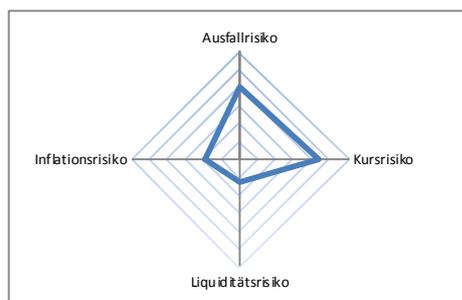
Bei der Swedbank überzeugt vor allem das hochprofitable Privatkundengeschäft. Die Aktie ist daher unserer Einschätzung nach als Beimischung (0%-2% Depotanteil) für chancenorientierte sowie als Basisinvestment (2%-4% Portfoliogewicht) risikobewusste Anleger geeignet.

Empfehlungshistorie: Die Aktie der Swedbank wurde bisher noch nicht empfohlen.

Banco Santander			
Website: www.santander.com/	Kurs 30.01.2015: 5,96 €	Börsenwert in Mrd. €: 82,2	
Hauptbörse: Madrid	Land: Spanien	WKN: 858872	ISIN: ES0113900J37

Banco Santander ist die gemessen an der Marktkapitalisierung von rund 84 Mrd. € und einer Bilanzsumme von etwa 1,2 Bio. € (davon 300 Mrd. € in Spanien) die mit Abstand größte Bank Spaniens und verfügt aufgrund ihrer ausgeprägten Präsenz in Lateinamerika auch jenseits des Atlantiks über eine starke Marktposition. Neben zweistelligen Marktanteilen in Spanien (11,5%) ist Santander It. S&P der zweitgrößte Hypothekenfinanzierer in UK sowie die zweitgrößte Bank in Chile. In Mexiko, Brasilien und Polen belegt sie Platz 4. Die Universalbank vergibt gut ein Drittel ihrer Kredite in UK, gefolgt von Spanien (23%), Brasilien (10%) und den USA (9%). Der Löwenanteil der Gewinne wird mit rund 70% im Retailgeschäft generiert, wobei auf Spanien nur 16% (vgl. BBVA: 30%) der operativen Gewinne entfallen. Geografisch gesehen entstehen 40% des Ertrags im Lateinamerikageschäft.

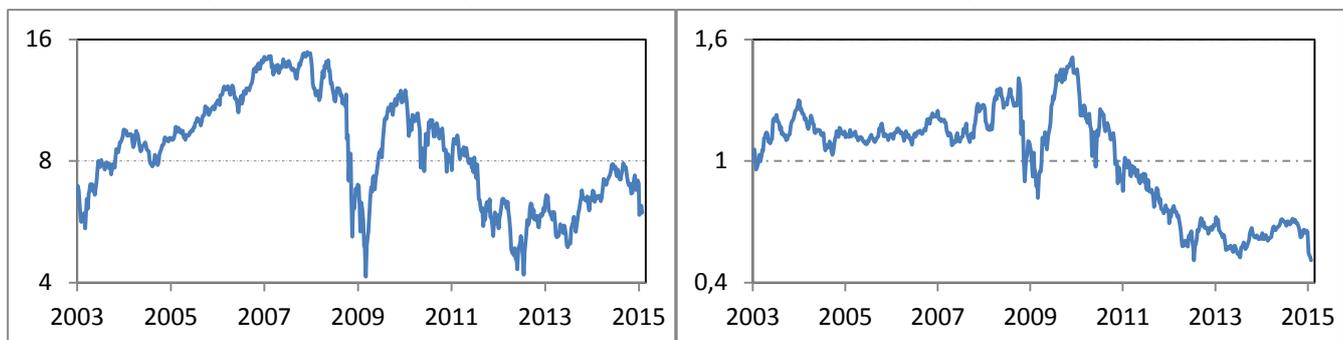
Gewinnänd. bis 2016e Ø p.a. 15%		
Bewertungskennziffern		
KGV	KGV	KBV
2015e	2016e	aktuell
11,0	9,8	0,9
Divrend.	Divrend.	Unt.wert
2015e	2016e	zu Umsatz
3,4%	4,2%	n.a. *)



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

Langfristige Kursentwicklung (€):

Kursentwicklung relativ zu Aktien Europa:



Anmerkung: 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.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Brasilien musste sich mit einem Beitrag von 19% erstmals Großbritannien mit 20% geschlagen geben. Von den für das Geschäftsjahr 2014 geplanten Kosteneinsparungen von 1 Mrd. € hat die Bank nach eigenen Angaben per Ende September bereits 710 Mio. € realisiert. Bis 2016 sollen insgesamt 2 Mrd. € eingespart werden. Ferner sollen die Risikokosten von 116 bps auf 60 bps in 2016 fallen. Gleichwohl wies Santander im dritten Quartal mit knapp 10% den höchsten Anteil der Problemkredite - gemessen an den Gesamtkrediten - unter allen vergleichbaren spanischen Banken aus.

Laut Santander waren Kreditrisikovorsorgeaufwendungen in Spanien das fünfte Quartal in Folge rückläufig und in Großbritannien stabil. Wenngleich der Aktienkurs durch die im Januar vollzogene Kapitalerhöhung in Höhe von 7,5 Mrd. € deutlich unter Druck geraten ist, sind wir zuversichtlich, dass sich die Aktie im laufenden Jahr in Verbindung mit einer verbesserten operativen Performance wieder erholt. Denn mit der Kapitalmaßnahme will Santander nicht nur die vergleichsweise niedrige Kapitalquote CET1 Quote (fully loaded) von derzeit 10% aufbessern und bis auf 11% in 2016 zu steigern, sondern ebenfalls die Aktivitäten in den Wachstumsmärkten ausbauen. Zukünftig soll sich die Dividendenzahlung im Einklang mit den Ergebnissen entwickeln, sodass eine Ausschüttungsquote zwischen 30% und 40% erreicht wird.

Unser Optimismus wird auch die Änderung an der Konzernspitze im vergangenen Jahr untermauert. Denn mit der Bestellung von Ana Patricia Botín als neue Präsidentin und José Antonio Álvarez als neuer CEO steht die Bank vor einer Neuausrichtung, die dem Aktienkurs in den kommenden 6-12 Monaten durchaus Antrieb verleihen könnte. Kritisch ist allerdings anzumerken, dass es durch die Kapitalerhöhung im Januar unter Ausschluss des Bezugsrechts sowie durch vorherige Stockdividenden eine erhebliche Verwässerung des Aktienkapitals für die bisherigen Aktionäre gegeben hat.

Stärken:

- + breite geografische Diversifikation über Geschäftsfelder hinweg
- + starke Marktposition in den adressierten Ländern
- + Fokus auf stabilem Retailgeschäft, zuverlässige Ertragsgeneration
- + Immobilienpreise in Spanien scheinen sich auf niedrigem Niveau zu stabilisieren

Schwächen:

- hohe Arbeitslosigkeit in Spanien und Verschuldung der Haushalte
- Tendenz zur Verwässerung des Aktienkapitals
- Brasilien-Engagement leidet unter der Konjunkturkrise

Die Bank sollte nach dem Managementwechsel und einer Verbesserung der Lage in Spanien wieder auf den alten Erfolgspfad zurückfinden. Die Aktie ist daher unserer Einschätzung nach als Basisinvestment (2%-4% Portfoliogewicht) für chancenorientierte sowie risikobewusste Anleger geeignet.

Empfehlungshistorie: Die Aktie wurde bereits in *Mit ruhiger Hand* Nummer 11 vom 4. März 2013 als Basisinvestment für chancenorientierte und risikobewusste Anleger empfohlen.

Kondratjews neue Wellenreiter: Energiespeicher

Von Karl-Heinz Thielmann

Im Beitrag „Die sechste Welle“ in „Mit ruhiger Hand Nr. 30“ wurden die Wirkungen grundlegender technischer Innovationen auf die ökonomische Entwicklung dargestellt. Die hieran anschließende Reihe „Kondratjews neue Wellenreiter“ beschäftigt sich mit technischen Neuerungen, die das Potenzial haben, als neue Basistechnologie einen Wachstumsschub in der Weltwirtschaft auszulösen. Sie wird hier mit einer Analyse neuer Speichertechnologien für Energie fortgesetzt.

Seit der Mensch vor ca. 130 Jahren begonnen hat, in Kraftwerken erzeugte Elektrizität als Energiequelle für die verschiedensten technischen Anwendungen zu nutzen, hat er ein Problem: Elektrische Energie ist nur sehr schwer speicherbar. Sie wird deshalb im Wesentlichen sofort nach der Erzeugung verbraucht.

Konventionelle Kraftwerke sind aufgrund erheblicher Kostendegression bei der Energieerzeugung große und unflexible Einheiten, die sich nicht an kurzfristige Nachfrageschwankungen anpassen können. Deshalb orientiert sich die Stromproduktion i.d.R. an einem erwarteten Spitzenverbrauch. Wenn dieser nicht abgerufen wird, bleibt die übrige Energie ungenutzt, sofern keine Speichermöglichkeit vorliegt. Zudem ist der Verbrauch von der Anbindung an eine Stromnetzinfrastruktur abhängig, was die flexible Nutzung – z. B. durch Elektromobilität – stark einschränkt.

Das Problem der mangelnden zeitlichen Synchronisation von Angebot und Nachfrage hat sich durch die wachsende Popularität alternativer Energien erheblich verschärft. Denn bei diesen erfolgt die Produktion völlig unabhängig von der Nachfrageentwicklung; Haupteinflussfaktor ist das Wetter. Tatsächlich sind speziell bei Wind- und Sonnenenergie Produktion und Verbrauch oft gegenläufig: An trüben Wintertagen wird wenig Strom erzeugt, aber viel benötigt. An einem windigen Sommertag hingegen wird viel Elektrizität generiert, jedoch wenig verbraucht.

Aufgrund der Unflexibilität der konventionellen Kraftwerke können diese kurzfristige Produktionsschwankungen bei alternativen Energien nicht kompensieren. Um bei kurzfristigen Wetterverschlechterungen die Grundversorgung nicht zu gefährden, hat dies in Ländern wie Deutschland, die auf den Ausbau von Wind- und Sonnenenergieerzeugung gesetzt haben, zu einer massiven Überproduktion von elektrischem Strom geführt. Konsequenzen dieser Entwicklung sind einerseits eine erhebliche Ressourcenverschwendung durch die Produktion nichtgenutzter Elektrizität, andererseits kurzfristig extreme Preisschwankungen am Großhandelsstrommarkt, die wiederum Energieversorgern die Kalkulation stark erschweren.

Zentral für die weitere Nutzung alternativer Energien ist deshalb, dass es irgendwann einmal gelingt, sie effektiv zwischenzuspeichern, um Angebot und Nachfrage zeitlich wenigstens einigermaßen in Einklang zu bringen. Weiterhin ist auch eine flexiblere Nutzung von Elektrizität als die heute übliche nur mit viel leistungsfähigeren Stromspeichern möglich. Die technischen Entwicklungen, die dieses in den nächsten Jahrzehnten ermöglichen können, sind Thema dieses Beitrags.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Heutige Energiespeicher: Technologie von vorgestern

Die Speicherung elektrischer Energie erfolgt zumeist durch die Umwandlung in eine andere Energieart, die bei Bedarf zurückgewandelt werden kann. Die direkte Speicherung ist zwar in Kondensatoren oder supraleitenden Spulen ebenfalls möglich, aber fast immer unwirtschaftlich. Allerdings ist jede Wandlung mit Verlusten behaftet; und auch der Speicher selbst kann im Lauf der Zeit an Leistungsfähigkeit verlieren.

Die traditionellen Formen der Energiespeicherung sind im Grunde schon sehr lange gebräuchlich und teilweise seit Jahrzehnten unverändert. Es handelt sich im Wesentlichen um Pumpspeicherwerke im großtechnischen Einsatz sowie um elektrische Zellen (Akkumulatoren und Einwegbatterien). Es sind seit Längerem gleichfalls noch weitere Methoden bekannt, wie z. B. die Energiespeicherung mittels Druckluft. Sie wurden bisher jedoch nur in Ausnahmefällen bei Spezialanwendungen eingesetzt, weil sie i. d. R. den anderen Verfahren wirtschaftlich oder technisch klar unterlegen waren.

Pumpspeicherkraftwerke (in der Schweiz ebenfalls Umwälzwerke genannt) waren bisher die einzige Möglichkeit, großtechnisch elektrische Energie unter halbwegs wirtschaftlichen Rahmenbedingungen zu speichern. Überschüssige elektrische Energie wird zum Hinaufpumpen von Wasser in ein hochgelegenes Reservoir eingesetzt. Dieses Wasser fließt später wieder bergab und erzeugt dabei mittels Turbinen und Generatoren elektrischen Strom, der dann wieder ins Netz eingespeist wird. Aufgrund eines Wirkungsgrades von ca. 70 % bis 80 % kann die aufgenommene Energie aber nur zum Teil wieder an das Netz zurückgegeben werden.

Gegenwärtig werden weltweit ca. 3-4% der Stromproduktion durch Kraftwerke in Pumpspeicherwerken zwischengespeichert, womit insbesondere in Europa die Grenzen dieser Technik schon stark ausgeschöpft sein dürften. Denn sie ist davon abhängig, dass landschaftliche Voraussetzungen für die Errichtung erfüllt sind: Berge mit großen natürlichen oder künstlichen Seen.

Eine elektrische Zelle (auch galvanische Zelle genannt) ermöglicht die Nutzung von Elektrizität unabhängig von einem Stromnetz. Sie besteht aus einem elektrochemischen Energiespeicher und einem Energiewandler. Bei der Entladung wird gespeicherte chemische Energie durch die elektrochemische Redoxreaktion in elektrische Energie umgewandelt.

Primärzellen (Einwegbatterien) können nur einmal entladen und nicht wieder aufgeladen werden. In diesen Zellen sind die Reaktionen bei der Entladung teilweise umkehrbar, das führt jedoch nicht zur Wiederherstellung eines dem Neuzustand ähnlichen Energieinhalts. Ihre Elektroden basieren zumeist auf Zink- oder Mangandioxidverbindungen. Sie sind relativ kostengünstig herzustellen, haben eine relativ niedrige Selbstentladung und vor allem bei Anwendungen praktisch, die eine hohe Mobilität mit einem geringen Energieverbrauch verbinden, wie z. B. bei vielen Elektrokleingeräten.

Wiederaufladbare Sekundärbatterien (Akkumulatoren) können hingegen weitgehend wieder in einen Ladezustand gebracht werden, der ähnlich dem Neuzustand ist, sodass eine mehrfache Umwandlung von chemischer in elektrische Energie und zurück möglich ist. Allerdings haben traditionelle Technologien i.d.R. eine viel geringere Energiedichte als Primärzellen und sind deshalb weniger

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

leistungsfähig. Zudem verringert sich ihr Ladezustand mit der Zeit und ist temperaturabhängig. Weiterhin basieren einige Bauweisen wie z. B. Blei-Akkumulatoren oder die Nickel-Cadmium-Akkumulatoren auf giftigen oder ökologisch bedenklichen Stoffen, sodass ihr Einsatz bisher auf Bereiche beschränkt war, bei denen Primärzellen aufgrund häufigen Wechsels entweder zu teuer wären oder bei denen eine Wiederaufladung technisch einfach zu lösen ist (wie z. B. bei Autobatterien).

Lithium-Ionen-Akkumulatoren und alternative Energien als Innovationsmotor

Im vergangenen Jahrzehnt wurde eine Technologie zur Marktreife gebracht, welche die Nachteile herkömmlicher Sekundärzellen überwand: der Lithium-Ionen-Akkumulator. Dieser Typ zeichnet sich durch hohe spezifische Energie aus, ist thermisch stabil und unterliegt einem nur sehr geringen Kapazitätsverlust im Zeitverlauf. Diese Technologie ist im Grunde zwar schon seit ca. 40 Jahren bekannt, es gelang aber erst vor wenigen Jahren, die Produktionskosten soweit zu senken, dass der Einsatz in vielen Bereichen wirtschaftlich wurde. Wo dies der Fall ist, wie z. B. bei Handy- oder Laptop-Akkus, haben Lithium-Ionen-Akkumulatoren andere Technologien schon weitgehend zurückgedrängt. Aufgrund des Innovationsdrucks durch die Lithium-Ionen-Akkus kam es allerdings ebenfalls zu Weiterentwicklungen konventioneller Methoden. Ein Beispiel hierfür ist die Eneloop-Technologie,¹ welche die Leistungsfähigkeit konventioneller Nickel-Metallhydrid-Akkumulatoren stark verbessert hat.

In den vergangenen Jahren hat es bei Speichertechniken Innovationsschübe gegeben, die nicht nur auf der Lithium-Ionen-Technologie basieren, sondern ebenfalls auf der Notwendigkeit, die bereits Jahrhunderte alte Vorgehensweise der Pumpspeicherkraftwerke um moderne Verfahren der großtechnischen Energiespeicherung zu ergänzen. Weiterhin hat das gestiegene Interesse an elektrisch betriebenen Automobilen einen neuen Markt für Akkumulatoren mit gewaltigem Potenzial geschaffen. Verschiedene neue Methoden sind entstanden, um den Umgang mit Energie in unserer Wirtschaft in der Zukunft viel flexibler und effizienter zu gestalten. Im Einzelnen sind dies:

- 1) Weiterentwicklungen bei Lithium-Ionen-Akkus
- 2) Die Dual-Ionen-Technologie
- 3) Doppelschichtkondensatoren
- 4) Wasserstoffspeicherung und synthetisches Erdgas
- 5) Redox-Flow-Batteriesysteme
- 6) Thermische Speicher

Weiterentwicklungen bei Lithium-Ionen-Akkus

Die Entwicklungsmöglichkeiten bei Lithium-Ionen-Akkus sind derzeit noch nicht ausgeschöpft. Forschern gelingt es nach wie vor, in Bezug auf Lebensdauer und Kapazität immer leistungsfähigere Akkus zu entwickeln. Insbesondere die Anforderungen der entstehenden Industrie für Elektroautos haben derzeit einen Wettlauf ausgelöst, deutlich wirtschaftlichere Lösungen als die bisherigen zu entwickeln. Insofern ist zu erwarten, dass die voranschreitenden Forschungsergebnisse auch bei praktischen Anwendungen relativ zügig zu immer besseren Lösungen für den Nutzer führen.

Eine relativ große Bedeutung können Lithium-Ionen-Akkus ebenfalls in Hinblick auf die Zwischenspeicherung von Spitzenproduktion aus alternativen Energiequellen bekommen. Derzeit werden

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

speziell private Solaranlagen mit Lithium-Ionen-Speichern nachgerüstet, um ihre Energieabgabe an Verbraucher oder das Netz gleichmäßiger zu gestalten.² Auch im Zusammenspiel mit traditionellen Speicherformen können Lithium-Ionen-Akkus eine erweiterte Bedeutung bekommen. So werden derzeit zum Schwankungsausgleich bei der Produktion von Energie mittels alternativer Erzeugungsformen modulare Batteriespeicher getestet, bei denen Lithium-Ionen-Batterien als kurzfristige Leistungsspeicher in Kombination mit anderen Batterietypen eingesetzt werden.³

Die Dual-Ionen-Technologie

Eine relativ neuartige Entwicklung ist die Dual-Ionen-Technologie⁴, die möglicherweise einmal die Lithium-Ionen-Akkus ablösen kann. Im Gegensatz zur Lithium-Ionen-Batterie, bei der nur eine Sorte von Ionen, nämlich Lithium-Ionen, am Speicherprozess beteiligt sind, sind bei der Dual-Ionen-Batterie ebenfalls die Elektrolyt-Anionen am Energiespeicher-Mechanismus beteiligt.

Dual-Ionen-Batterien versprechen wesentliche Vorteile, da für ihre Produktion vor allem Kalzium-Eisenoxid und Natrium benötigt werden. Dies sind preiswerte und ungiftige Materialien. Eine Weiterentwicklung zur Marktreife würde sehr billige und umweltfreundliche Akkus ermöglichen. Da es allerdings erst im vergangenen Jahr gelungen ist, Leistungsprobleme dieser Technologie im Forschungsstadium zu überwinden, dürften noch einige Jahre vergehen, bis dies soweit ist. Nichtsdestotrotz ist hiermit die Möglichkeit eines weiteren Entwicklungssprungs in der Speichertechnik verbunden, der insbesondere für Elektrofahrzeuge eine große Bedeutung haben kann.

Doppelschichtkondensatoren

Bei Doppelschichtkondensatoren⁵ findet im Gegensatz zu klassischen Batterien keine chemische oder elektrochemische Reaktion statt, sondern die Energie wird wie bei klassischen Kondensatoren in einem elektrischen Feld gespeichert. Sie haben eine sehr hohe Kapazität; so können heute schon Leistungen bis zu 15.000 W/kg aufgenommen oder abgegeben werden. Die Energiedichte ist damit viel höher als bei klassischen Batterietechnologien. Da der Lade- und Entladeprozess ein physikalischer Vorgang ist, der nicht zu einer Veränderung der Elektrodenstrukturen führt, können Doppelschichtkondensatoren sehr oft ge- und entladen werden, was sie ideal für Anwendungen mit hohem Leistungsbedarf und kurzen Belastungszeiten macht.

Zwar sind die Herstellungskosten in Bezug auf die gespeicherte Energie sehr hoch und werden es wohl auch bleiben. Allerdings stellen Doppelschichtkondensatoren aufgrund ihrer Zuverlässigkeit und Leistungsfähigkeit die ideale Ergänzung gerade zu innovativen Antriebsformen dar. Dies zeigt sich z. B. bei Hybridfahrzeugen (beim Beschleunigen oder regenerativen Bremsen) oder in Kombination mit klassischen Batterien und Brennstoffzellen.

Wasserstoffelektrolyse und synthetisches Erdgas

Mit alternativen Methoden produzierte und überschüssige Energie lässt sich mittels Wasserelektrolyse in Wasserstoff umwandeln.⁶ Dieser kann entweder zwischengelagert und z. B. in Brennstoffzellen zur Energieerzeugung genutzt werden; oder wiederum in einem weiteren Verfahren unter Ver-

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

wendung von Kohlenstoffdioxid (CO₂) in synthetisches Erdgas umgewandelt werden. Dieses könnte dann zu einem späteren Zeitpunkt in Gaskraftwerken zur Energieerzeugung verwandt werden.

Da es in Deutschland – wie auch in anderen Ländern – bereits eine großflächig angelegte Erdgasinfrastruktur gibt, lässt sich synthetisches Erdgas ohne größere zusätzliche Investitionen zwischenspeichern. Insofern wäre es theoretisch denkbar, Wasserstoff bzw. synthetisches Erdgas in großem Stil zur Absorption überschüssiger alternativer Energie einzusetzen.

Allerdings stellen sowohl die Lagerung von Wasserstoff sowie seine großtechnische Umwandlung in Erdgas derzeit noch vor erheblichen Problemen, die eine Umsetzung dieser Technologie zu vertretbaren Kosten auf absehbare Zeit unrealistisch erscheinen lassen.⁷ Weiterhin ist der Wirkungsgrad mit ca. 60% vergleichsweise schlecht. Dennoch stellen gerade Projekte zur Wasserstoffumwandlung einen Schwerpunkt der Forschungsinitiative der Bundesregierung zum Thema „Energiespeicher“ dar. Insofern muss bei dieser Technologie die Frage erlaubt sein, ob sie langfristig jemals wettbewerbsfähig werden kann ihre umfangreiche Förderung wirklich gerechtfertigt ist.

Redox-Flow-Batteriesysteme

Bei Redox-Flow-Batterien besteht das aktive Material aus in einem flüssigen Elektrolyten gelösten Salzen, die in großen Tanks gelagert werden.⁸ Damit eignet sich diese Batterietechnologie als einzige relativ gut für einen großtechnischen Einsatz. Der Bau großer Tanks ist relativ einfach, die Anlieferung des Elektrolyten kann effizient über Tanklastwagen erfolgen. Weiterhin ist von einer sehr langen Lebensdauer der zentralen Reaktionseinheiten und der Elektrolyten auszugehen, da keine der Komponenten strukturelle Änderungen beim Lade- und Entladeprozess erfährt. Unter Berücksichtigung des Energieverbrauchs für die Pumpen und die Steuerung ist zudem von Systemwirkungsgraden oberhalb von 75 % auszugehen, was erheblich über den Vergleichswerten von Wasserstoffspeichersystemen liegt. Technisch sind derzeit einige Megawatt Leistung möglich, was diesen Batterietyp als ideale Ergänzung zu Windkraftanlagen erscheinen lässt.

Die Energiedichte ist allerdings relativ gering und liegt im Bereich konventioneller Bleibatterien. Zudem erfordert die Steuerung eine relativ komplizierte Elektronik und die derzeit eingesetzten Chemikalien sind oft noch unwirtschaftlich teuer. In diesem Aspekt hat es jedoch in den vergangenen Jahren durch den Einsatz von sog. Chinonen erhebliche Fortschritte gegeben, die eine kostengünstige Befüllung der Tanks in großem Maßstab realistisch erscheinen lassen.⁹ Insofern erscheinen Redox-Flow-Batterien aktuell als die langfristig interessanteste Technologie zur großtechnischen Speicherung von Energie, auch wenn ihre Entwicklung zur Marktreife noch einige Jahre dauern wird.

Thermische Speicher

Der Begriff „thermische Speicher“ deckt ein sehr breites Spektrum von neuartigen Materialien ab, die Energie in Form von Wärme aufnehmen und zu einem späteren Zeitraum wieder abgeben können. Im Mittelpunkt der Forschung stehen sog. Phasenwechselmaterialien (bzw. Latentwärmespeicher), die thermische Energie verborgen, verlustarm, mit vielen Wiederholzyklen und über lange Zeit speichern können.¹⁰ Heutzutage weitverbreitete Beispiele sind z. B. Kühlakkus oder Handwärmer.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Moderne Materialien auf der Basis von Salzen oder Paraffin eröffnen aber noch viel mehr Möglichkeiten. Sie werden zunehmend bei Funktionstextilien verarbeitet, die Körper- oder Umgebungswärme aufnehmen, speichern und wieder abgeben können. Weiterhin werden sie zur Speicherung von Wärme aus Verbrennungsprozessen (bei Motoren oder der Abfallverbrennung) eingesetzt. Revolutionär kann irgendwann einmal die Verwendung von thermischen Speichern bei Bau von Gebäuden wirken, insbesondere wenn sich in Verbindung mit Solarenergieerzeugung eingesetzt werden, da sie eine Verbindung aus Isolierung sowie Energiespeicherung und –erzeugung ermöglichen.

Fazit: Neue Energiespeicher werden Nutzung von Elektrizität langfristig grundlegend verändern

In den nächsten Jahren ist zu erwarten, dass eine Vielzahl von neuen und technisch unterschiedlichen Entwicklungen die Fähigkeiten zur Speicherung von elektrischer Energie signifikant erweitern werden. Die wird ihren Einsatz sehr viel flexibler und günstiger machen sowie den Ressourceneinsatz bei ihrer Produktion deutlich reduzieren.

Kurz- bis mittelfristig werden Effekte überwiegen, die sich aus Fortschritten in der Akkutechnik ergeben. Hierbei wird u. A. wichtig, dass Entwicklungen wie z. B. Doppelschichtkondensatoren in Kombination mit bestehenden Technologien deren Leistungsfähigkeit entscheidend erweitern können. Der Lithium-Ionen-Akku in der heutigen Form ist nur als Zwischenschritt zu sehen in Hinblick auf noch leistungsfähigere Technologien. Ob diese auf der Basis von Lithium-Ionen, Dual-Ionen oder noch anderen Ansätzen funktionieren, bleibt abzuwarten. Auf jeden Fall ist ein Innovationswettbewerb in Gang, der insbesondere eine wirtschaftliche Elektromobilität erst ermöglichen wird.

Vor 2025 ist nicht damit zu rechnen, dass neue Energiespeicher im großtechnischen Rahmen breit eingesetzt werden können. Insbesondere bei synthetischem Erdgas ist äußerst fragwürdig, ob diese Technologie jemals in größerem Maßstab wirtschaftlich funktionieren kann. Insofern ist die Fokussierung öffentlicher Forschungsmittel gerade in diesem Bereich relativ fragwürdig. Die bisher noch kaum beachteten Redox-Flow-Batterien erscheinen aussichtsreicher.

Die Verfügbarkeit von Energiespeichern sowohl mit großen Kapazitäten sowie in kleinen flexiblen Einheiten wird entscheidend für den weiteren Erfolg alternativer Energien sein. Denn für sich genommen sind sie in ihrer Produktion zu sehr eratischen Schwankungen unterworfen, als dass sich mit ihnen auch nur ansatzweise Versorgungssicherheit darstellen lässt. Zur zeitlichen Abstimmung mit dem Konsum bedürfen sie zwingend einer effizienten Speichertechnik.

Speziell für Entwicklungsländer eröffnen die neuen Speichertechnologien ganz neue Chancen. Für Nationen, für die der Aufbau einer Infrastruktur mit Großkraftwerken und aufwendigen Leitungsnetzen zu teuer wäre, ergeben sich jetzt Möglichkeiten für Stromerzeugung und Speicherung in

Auswirkungen neuer Energiespeicher:

Wachstumseffekte:

- 1) *Effizientere Nutzung von Elektrizität*
- 2) *Praktische Ermöglichung von Elektromobilität*
- 3) *Ausgleich der Produktionsnachteile alternativer Energiequellen*
- 4) *Begünstigung von Entwicklungsländern ohne Energieinfrastruktur*

Risiken / mögliche Verlierer:

- 1) *Auf fossilen Brennstoffen basierte Antriebs- und Energieerzeugungstechnologien*
- 2) *Anbieter von Vorratskapazität*
- 3) *Einwegbatterien*
- 4) *Pumpspeicherkraftwerke*

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

kleinen regionalen Einheiten, insbesondere in Verbindung mit Solarenergie. Gerade armen Ländern können Speichertechnologien dabei helfen, ihre strukturellen Wachstumsprobleme zu überwinden.

Der Einfluss thermischer Speicher ist noch nicht abzuschätzen. Langfristig können sie in zweierlei Hinsicht eine sehr wichtige Rolle dabei spielen, die Effizienz der Energienutzung zu erhöhen. Zum einen in einer Verbesserung der Isolierfähigkeit von Baumaterialien. Zum zweiten in der Ermöglichung des Auffangens von Abwärme bei Produktionsprozessen oder konventionellen Verbrennungsmotoren.

Zu den potenziellen Verlierern neuer Speichertechnologien werden alle diejenigen Unternehmen gehören, deren Existenz auf der Verbrennung fossiler Brennstoffe beruht. Denn die neuen Speicher machen 1) konventionelle Energieerzeugung effizienter, weil Verluste durch Überproduktion oder Abwärme reduziert werden; sowie 2) flexibilisieren alternative Energieerzeugungsformen und machen diese damit konkurrenzfähig. Dies heisst jedoch nicht, dass etablierte Unternehmen im Energiesektor oder im Fahrzeugbau chancenlos sind. Ganz im Gegenteil, für diejenigen Firmen, die neue Entwicklungen rasch adaptieren, dürften sich sogar neue Möglichkeiten ergeben. Hierzu müssen sie aber die Bereitschaft mitbringen, ihr Geschäftsmodell radikal zu überdenken.

Insbesondere Betreiber von konventionellen Kraftwerken, die vor allem als Vorratskapazität für den Ausgleich von wetterbedingten Produktionsschwankungen bei alternativen Energien betrieben werden, haben hingegen langfristig kaum eine Überlebenschance. Mögliche Verlierer sind weiterhin die etablierten Speichertechnologien; wobei insbesondere Einwegbatterien und Pumpspeicherkraftwerke gefährdet sind. Einwegbatterien – soweit es sich nicht um Knopfzellen handelt – sind schon heute praktisch überflüssig und können durch leistungsfähige Akkus ersetzt werden, die nicht mehr die Nachteile früherer Modelle wie starke Selbstentladung besitzen. Allerdings sind die Vorteile der neuen Akku-Generationen noch relativ unbekannt, optisch erscheinen sie gegenüber dem Kauf einer Einwegbatterie immer noch teuer. Mit einem weiteren Preisverfall moderner Akkus und verbesserten Kundeninformationen sollte sich dies jedoch sukzessive ändern.

Bei Pumpspeicherkraftwerken ist die Situation umstritten. Einige Forschungsinstitute gehen von einem starken Wachstum aus, das vor allem von Asien getrieben werden soll. So schätzte beispielsweise „ecopro“ im vergangenen Jahr, dass bis 2020 über 100 neue Anlagen mit einer installierten Leistung von rund 74 Gigawatt entstehen werden.¹¹ Dies entspricht etwa der Hälfte des heutigen Bestandes und entspricht einem Investitionsvolumen von ca. 56 Milliarden €. Allerdings wird der Sanierungsaufwand für bestehende Anlagen ebenfalls auf ca. 17 Milliarden € veranschlagt, was viele Betreiber derzeit eine Stilllegung erwägen lässt. Zudem benötigen die meisten Pumpspeicherkraftwerke für rentablen Betrieb anhaltend hohe Strompreise. Der Ausbau alternativer Energien hat aber gerade dazu geführt, dass diese zu Spitzenzeiten relativ niedrig sind. Daher sind Pumpspeicherkraftwerke mit Betriebskosten zwischen 3-10 ct. je kWh¹² derzeit in Deutschland und in der Schweiz nur im Ausnahmefall wirtschaftlich zu betreiben.¹³ Hinzu kommt, dass mit den zuletzt stark gesunkenen Preisen für fossile Energieträger wie Kohle oder Erdöl die Rentabilität noch mehr gefährdet ist. Insofern ist eher zu erwarten, dass sich die optimistischen Prognosen für Pumpspeicherkraftwerke in ihr Gegenteil verkehren.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Anhang

Quellen:

Wesentliche Informationsquellen: Hauptinformationsquelle bei Unternehmensanalysen sind Geschäfts- und Quartalsberichte des Emittenten sowie von der Investorenbetreuung des Emittenten auf Webseiten, Investorenkonferenzen oder Analystenveranstaltungen zur Verfügung gestellte Informationen. Diese Quellen wurden sofern nicht anders angegeben 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.

Spezielle Quellen für diese Ausgabe:

Quellen zu **Klartext: „Dauersaison für schwarze Schwäne“**:

Zum Entscheid der SNB am 15. Januar vgl. die Pressemitteilung der SNB vom 15. Januar 2015: **„Nationalbank hebt Mindestkurs auf und senkt Zins auf –0,75%“**

(http://www.snb.ch/de/mmr/reference/pre_20150115/source/pre_20150115.de.pdf) (zuletzt abgerufen 30.01.2015);

sowie die Presserkonferenz hierzu: „Medienkonferenz der Schweizerischen Nationalbank vom 15. Januar 2015“

(http://streaming.snb.ch/de/archive_player?id=133) (zuletzt abgerufen 30.01.2015).

Zur Reaktion in der Schweiz vgl. Daniel Hügli (2015): **„Eine Panik-Aktion der SNB“**, auf „cash“,

(http://www.cash.ch/news/alle-news/eine_panikaktion_der_snb-3283231-448) (zuletzt abgerufen 30.01.2015); Reuters

(2015): **„Swatch Group CEO says SNB action is a tsunami for Switzerland“**

(<http://www.reuters.com/article/2015/01/15/snb-swatch-idUSFWN0U03L20150115>) (zuletzt abgerufen 30.01.2015)

sowie auf der Website des SRF (2015): **„Frankenkurs: Irritation bei den Händlern“**

(<http://www.srf.ch/news/wirtschaft/frankenkurs-irritation-bei-den-haendlern>) (zuletzt abgerufen 30.01.2015)

Zu Nassim Taleb vgl.: **„Der schwarze Schwan“**, 4. dt. Auflage München 2012; sowie: **„Antifragilität: Anleitung für eine Welt, die wir nicht verstehen“** München 2013.

Zum Konzept der Sicherheitsmarge vgl. Benjamin Graham, David Dodd (2008): **“Security Analysis“**; Sixth Edition; McGraw-Hill Publ.Comp.; 6th ed. Foreword by Warren E. Buffett. (1. Auflage 1934).

Quellen zu: **„Stehen europäische Retailbanken vor einem Comeback?“**

1 LBBW (2014): **Financials Outlook**, November 2014

2 BCG (2014): **“Don’t miss the Exit, Creating Shareholder Value Through Divestitures“**, Sept 2014

3 Handelsblatt (2015) **„Der Weg zur „neuen“ Deutschen Bank“**, Handelsblatt Nr. 10 vom 15. Januar 2015

4 SNL (2015), **“Top European banks by profit in 2014 so far“**, Januar 2015

5 McKinsey (2014) **“Global Banking Annual Review 2014“**

6 UBS 2015): **“Global Banks Outlook“** 2015, Januar 2015

7 Rungporn Roengpitya; Nikola Tarashev; Kostas Tsatsaronis (2014): **„Geschäftsmodelle von Banken“**; in BIZ-Quartalsbericht, Dezember 2014 (www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1412g_de.pdf) (zuletzt abgerufen 30.01.2015)

Quellen zu **“Kondratjews neue Wellenreiter: Energiespeicher“**

Die Reihe „Kondratjews neue Wellenreiter“ geht auf folgende Studie zurück:

McKinsey Global Institute (2013): **“Disruptive technologies: Advances that will transform life, business, and the global economy“**; (http://www.mckinsey.com/insights/business_technology/disruptive_technologies) (zuletzt abger. 3.10.2014)

Für den Beitrag **„Energiespeicher“** wurde darüber hinaus insbesondere auf folgende Quellen zurückgegriffen.:

1) Website von Panasonic (ohne Datumsangabe): **„Was ist eneloop?“** <http://www.eneloop.eu/de/eneloop/was-ist-eneloop.html> (zuletzt abgerufen 30.01.2015)

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

- 2) Website von E.ON (ohne Datumsangabe): „**Energiespeicher**“ <https://www.eon.de/pk/de/solar-und-emobil/eon-solarwelt/stromspeicher.html> (zuletzt abgerufen 30.01.2015)
- 3) Website „Energiespeicher – Forschungsinitiative der Bundesregierung“ (2014): „**Batteriespeicher mit 5 Megawatt Leistung**“ [http://forschung-energiespeicher.info/projektschau/gesamtliste/projekt-einzelansicht/95/Batteriespeicher mit 5 Megawatt Leistung/](http://forschung-energiespeicher.info/projektschau/gesamtliste/projekt-einzelansicht/95/Batteriespeicher_mit_5_Megawatt_Leistung/) (zuletzt abgerufen 30.01.2015)
- 4) Zur Dual-Ionen-Technologie vgl. Website „Energiespeicher – Forschungsinitiative der Bundesregierung“ (2013): „**Forscher entwickeln Dual-Ionen-Batterie**“ [http://forschung-energiespeicher.info/aktuelles/aktuelles-einzelansicht/2/Forscher entwickeln Dual Ionen Batterie/](http://forschung-energiespeicher.info/aktuelles/aktuelles-einzelansicht/2/Forscher_entwickeln_Dual_Ionen_Batterie/) (zuletzt abgerufen 30.01.2015); sowie Peter Odrich (2014): „Dual-Ionen versprechen billigere Akkus“ auf ingenieur.de <http://www.ingenieur.de/Themen/Forschung/Dual-Ionen-versprechen-billigere-Akkus> (zuletzt abgerufen 30.01.2015)
- 4) Website „chemie.de“ (2012): „**Materialforscher entwickeln hocheffiziente Energiespeicher aus Kohlenstoffnanofasern**“ <http://www.chemie.de/news/138930/materialforscher-entwickeln-hocheffiziente-energiespeicher-aus-kohlenstoffnanofasern.html> (zuletzt abgerufen 30.01.2015)
- 5) Website „Energiespeicher – Forschungsinitiative der Bundesregierung“ (ohne Datumsangabe): „Wind zu **Wasserstoffspeicherung**“ (<http://forschung-energiespeicher.info/wind-zu-wasserstoff/ueberblick/>) (zuletzt abgerufen 30.01.2015) und synthetisches Erdgas
- 6) Stefan Sieling; Frank Schillig; Christoph Gunter; Hans-Josef Allelein (2014): „**Power-to-Gas – Eine wirtschaftliche Option?**“ E/M/W Heft 2 14 S. 50-53
- 7) Website des ISEA Institut für Stromrichtertechnik und Elektrische Antriebe an der RWTH Aachen (ohne Datumsangabe): „**Batterietechnologie und Speichersysteme - Redox-Flow-Batteriesysteme**“ (zuletzt abgerufen 30.01.2015) http://www.isea.rwth-aachen.de/de/energy_storage_systems_technology_redox_flow_batteries/
- 8) Website der Harvard University (2014): „**Organic mega flow battery promises breakthrough for renewable energy**“ (<http://www.seas.harvard.edu/news/2014/01/organic-mega-flow-battery-promises-breakthrough-for-renewable-energy>) (zuletzt abgerufen 30.01.2015)
- 9) Website „Energiespeicher – Forschungsinitiative der Bundesregierung“ (ohne Datumsangabe): „**Wärme speichern**“ <http://forschung-energiespeicher.info/waerme-speichern/ueberblick/> (zuletzt abgerufen 30.01.2015)
- 10) Website der ecoprog GmbH (2014): „**Der Weltmarkt für Pumpspeicherkraftwerke**“ ; <http://www.ecoprog.com/publikationen/energiwirtschaft/pumpspeicherkraftwerke.htm> (zuletzt abgerufen 30.01.2015)
- 11) Martin Kleimaier (2009): „Energiespeicher in Stromversorgungssystemen mit hohem Anteil erneuerbarer Energieträger“, auf vde.com <http://www.vde.com/de/fg/ETG/Arbeitsgebiete/V1/Aktuelles/Oeffentlich/Seiten/Energiespeicherstudie-Ergebnisse.aspx> (zuletzt abgerufen 30.01.2015)
- 12) Vgl. hierzu: Andreas Mihm (2014): **Energiewende bringt Pumpspeicher in Nöte**; Faz.net vom 18.08.2014 <http://www.faz.net/aktuell/wirtschaft/wirtschaftspolitik/oekostrom-energiewende-bringt-pumpspeicher-in-noete-13103126.html> (zuletzt abgerufen 30.01.2015); sowie: Forschungsstelle für Energiewirtschaft e.V. (FfE) (2014): **Gutachten zur Rentabilität von Pumpspeicherkraftwerken** (Auftraggeber: Bayerisches Staatsministerium für Wirtschaft, Medien, Energie und Technologie)

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. Volkswirtschaftliche Zeitreihen beziehen wir - sofern nicht anders angegeben - bei der Deutschen Bundesbank und beim IWF. Die Kursdaten für Gold kommen vom World Gold Council (<https://www.gold.org/>).

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Impressum:

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

Vorstand: Karl-Heinz Thielmann, Oliver Clasen

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.

Für den regelmäßigen Bezug von „Mit ruhiger Hand“ können Sie sich unter www.Mit-ruhiger-Hand.de anmelden.

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: siehe Seite 28.
- 2) Finanzanalysen werden vor ihrer Veröffentlichung dem Emittenten normalerweise nicht zugänglich gemacht und danach geändert. Abweichungen von dieser Praxis werden gesondert gekennzeichnet.
- 3) Zur Erstellung genutzte Bewertungsgrundlagen und Methoden: siehe Abschnitt „Systematik der Anlageempfehlungen“ auf Seite 31.
- 4) 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 2.2.2015.
- 5) 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.
- 6) Aktualisierungen: Für Aktualisierungen der bestehenden Analysen aus der aktuellen Ausgabe ist kein fester Zeitraum vorgesehen und besteht auch keine Verpflichtung.
- 7) 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: **Lloyds Banking Group, ING, Banco Santander**
- 2) in den vergangenen 12 Monaten an Transaktionen beteiligt: keine
- 3) eine vertragliche Beziehung eingegangen: nein
- 4) an einer Emission oder Sekundärmarktplatzierung eines Finanzinstruments beteiligt: nein

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Systematik der Anlageempfehlungen:

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 Geschäftsberichten 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.

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.

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.