

THE EUROPEAN VALUE INVESTOR

INVESTMENTSTRATEGIEN



JENSEITS DES MAINSTREAM

»Die Kunst der Kapitalanlage ist einfach zu einem vernünftigen Preis die Aktien eines Unternehmens mit hervorragender Wirtschaftlichkeit und einem fähigen, ehrlichen Management zu erwerben.« *Charlie Munger*

Value Made in Liechtenstein: LLB Asset Management AG

Investmentkompetenz aus einer Hand ist das Konzept der LLB Asset Management AG, die per 30. Juni 2009 ein Vermögen von über CHF 7,5 Mrd. verwaltete. Dabei pflegt die Tochter der Liechtensteinischen Landesbank einen undogmatischen Value-Stil.

Die LLB Asset Management AG (ASM) ist das Investment-Kompetenzzentrum der Unternehmensgruppe der Liechtensteinischen Landesbank. Das Team um Geschäftsführer Markus Wiedemann, dessen Stellvertreter Christian Zogg und dem Leiter des



Bereichs Equity Management, Dr. Mauro Pedrazzini, verwaltet 25 Fonds, darunter elf reine Aktienfonds. Die Palette umfasst dabei auch unkonventionelle Ideen wie den LLB Aktien Regio Bodensee (CHF), dessen Anlageuniversum sich über Small- und Mid-Caps aus der näheren räumlichen Umgebung Liechtensteins definiert. Im Interview erklären Dr. Pedrazzini, Christian Zogg und Japan-Fondsmanager Christoph Hilfiker die Anlagestrategie und stellen zwei aktuelle Aktienideen vor. ...S. 2

*Christian Zogg,
stellvert. Geschäftsführer, ASM*

Contrarian mit Ecken und Kanten: Hans Peter Schupp, Fidecum AG

Aktien, die im Moment keiner haben will, stehen im Mittelpunkt des Contrarian-Value-Ansatzes von Fondsmanger Hans-Peter Schupp, der sich vor zwei Jahren mit seiner Firma Fidecum selbstständig machte.

Hans-Peter Schupp gilt als Vertreter des Deep-Value-Ansatzes, sieht sich selbst aber vornehmlich als Contrarian mit Ecken und Kanten. Schupps Strategie bewährt sich immer dann besonders, wenn Blasen platzen. Im Jahr 2000 wurde er von der Fachzeitschrift Euro zum Fondsmanger des Jahres gekürt. Mit Gründung der Fidecum AG wagte er 2008 gemeinsam mit Andreas Czeschinski den Weg in die Selbstständigkeit. Im Interview spricht Schupp über seine Suchstrategie, den eigenen Fonds Fidecum Contrarian Value Euroland, das Denken in Marktkapitalisierung

und seine beiden Aktienfavoriten Renault und ASM International. ...S. 9



*Hans Peter Schupp, Gründer und
Fondsmanger, Fidecum AG*

INHALT

THE CHEST

LLB Asset Management AG

Dr. Pedrazzini, Leiter des Equity Management, C. Zogg, stellv. Geschäftsführer und C. Hilfiker über den Aktienfonds LLB Aktien Regio Bodensee (CHF) und die Investmentideen Helvetia und Takeda ...S. 2

Fidecum AG

Hans-Peter Schupp stellt EVI seinen Fonds Fidecum Contrarian Value Euroland sowie seine Aktienfavoriten Renault und ASM International vor ...S. 9

VALUE WISSEN

Buchbesprechung – „Die Psychologie der Börse“ (James Montier)

Mit „Die Psychologie der Börse“ hat James Montier das neue Standardwerk im Bereich Behavioural Finance geschaffen ...S. 17

Autorenporträt – Suzana S.

Als „Citygirl“ gelangte sie durch ihre Kolumnen zu Weltruhm. EVI traf die Autorin B. Stcherbatcheff alias Suzana S. ...S. 19

VALUE NEWS

News aus der Szene	S. 21
Editorial	S. 23
Risikohinweis	S. 25
Impressum	S. 26

Aktien und Fonds in dieser Ausgabe

Aareal Bank, Aegon, Aixtron, Allianz, ASM International, ASM Pacific Technology, Dialog Semiconductur, Fidecum Contrarian Value Euroland, Fortis, Helvetia Holding, Infineon, LLB Aktien Regio Bodensee (CHF), Nestlé, Münchener Rück, Parmalat, Peugeot, Renault, Schweizer Technologies, Swiss Life, Takeda, Tecan

Value - Made in Liechtenstein: LLB Asset Management

Die LLB Asset Management AG, eine Tochter der Liechtensteinischen Landesbank, pflegt einen undogmatischen Value-Stil. Im Interview erklären der für das Equity Management verantwortliche Dr. Mauro Pedrazzini, der stellvertretende Geschäftsführer Christian Zogg und Japan-Fondsmanager Christoph Hilfiker die Anlagestrategie. Außerdem stellen sie mit Helvetia Holding und Takeda Pharmaceuticals zwei ihrer aktuellen Investmentideen vor.



Dr. Mauro Pedrazzini



Christian Zogg



Christoph Hilfiker

Value – Made in Liechtenstein

Investmentkompetenz aus einer Hand ist das Konzept der LLB Asset Management AG (ASM). Die Kapitalanlagegesellschaft ist das Investment-Kompetenzzentrum der Unternehmensgruppe der Liechtensteinischen Landesbank mit Hauptsitz in Vaduz. Dort arbeiten über 30 Spezialisten in den Bereichen Asset Allocation, Titelselektion sowie in der Auswahl von externen Managern. ASM verwaltete per 30. Juni 2009 ein Vermögen von über CHF 7,5 Milliarden. ASM konzipiert und verwaltet Mandate und Fonds für institutionelle und private Kunden. Langjährige Erfahrung, modernste Infrastruktur sowie kurze Entscheidungswege ermöglichen es, Marktentwicklungen und Trends rasch zu erkennen und diese für Kunden gewinnbringend zu nutzen. Die solide, risikokontrollierte Arbeit in der Vermögensverwaltung führte nach den extremen Ereignissen des Jahres 2008 zu deutlichen Mittelzuflüssen. Vor allem professionelle Anleger vertrauen vermehrt auf die Management- und Problemlösungskompetenz der Liechtensteiner Fachleute.

Das Team um Geschäftsführer Markus Wiedemann, dessen Stellvertreter Christian Zogg und dem Leiter des Bereichs Equity Management, Dr. Mauro

Pedrazzini, verwaltet 25 Fonds, darunter elf reine Aktienfonds. Die Palette umfasst auch einige unkonventionelle Ideen wie den LLB Aktien Fit for Life (CHF), der weltweit in Unternehmen investiert, die von der Verschiebung der Altersstruktur und dem veränderten Freizeitverhalten profitieren, oder den LLB Aktien Regio Bodensee (CHF), dessen Anlageuniversum sich über Small- und Mid-Caps aus der näheren räumlichen Umgebung Liechtensteins definiert. Trotz der geografischen Einschränkungen erreichte der von Christian Zogg gemanagte Fonds im vergangenen Jahr mit einem Wertzuwachs von 33,4% eine überdurchschnittliche Performance, was neben der hohen Wachstumsdynamik der Bodenseeregion dem mehrstufigen, gründlichen Analyseprozess zu verdanken ist.

Wegen der Underperformance von Nikkei, Topix und Co. konnte der von Christoph Hilfiker gemanagte LLB Aktien Japan (JPY) da im vergangenen Jahr nicht ganz mithalten (plus 5,7%). Gerade wegen der mittlerweile seit 20 Jahren andauernden Nippon-Schwäche sehen die LLB-Experten inzwischen jedoch wieder Potenzial für den japanischen Markt. ■

EVI: Herr Dr. Pedrazzini, wie kamen Sie zum Value Investing?

Pedrazzini: Wir haben immer schon nach Investitionsmöglichkeiten gesucht, bei denen der Preis niedriger ist als der Wert, allerdings vor etlichen Jahren ausschließlich mittels Fundamentalanalyse. Wir haben viel Zeit und Geld in die Entwicklung und das Backtesting quantitativer Modelle investiert. Obwohl die Bewertung das gewichtigste Kriterium unseres heutigen Modells ist, fließen auch andere Parameter ein.

EVI: Welche?

Pedrazzini: Für uns können zum Beispiel auch die Gewinndynamik oder das Investitionsverhalten eines Unternehmens entscheidende Kriterien sein. Außerdem lassen wir Momentum-Indikatoren nicht gänzlich außer Acht. Value in Kombination mit positivem Momentum bringt häufig eine beachtliche Outperformance.

EVI: Wie würden Sie Ihren Stil bezeichnen?

Pedrazzini: Im Aktienbereich managen wir Long-Only-Fonds, wir sind also immer investiert. Unseren Investmentstil könnte man als „Value Plus“ bezeichnen, da neben der Bewertung eben auch noch andere Größen zur Beurteilung der Attraktivität einer Aktie herangezogen werden.

EVI: Haben Sie Vorbilder?

Pedrazzini: Eher nein. Auf Grund der besseren Versorgung mit historischen Unternehmensdaten sind Quant-Value-Manager vornehmlich in den USA aktiv. Viele ändern ihre Modelle aber zu oft, als dass wir sie uns zum Vorbild nehmen könnten. Da und dort kann man eher von Data Mining oder „quantitativer Trendfolge“ sprechen. Wir versuchen, eine gewisse Konstanz zu halten.

EVI: Benötigen Value Investoren bestimmte Charaktereigenschaften?

Pedrazzini: Als Value Investor ist oftmals sehr viel Geduld angesagt. Es braucht einen großen Durchhaltewillen, denn die Outperformance von Value-Titeln ist nicht stetig, sondern tritt in zeitlichen Clustern auf. Zeiten signifikanter Bewertungsunterschiede zwischen günstigen Aktien und dem Marktdurchschnitt sind ergiebiger für den Value-Stil. Es gibt aber immer wieder längere Durststrecken, die man überstehen muss. In diesem Sinne ist eben ein risikokontrollierter Ansatz von großem Nutzen. Wenn der Value-Stil dann schlechter performt, wie dies im Herbst 2007 beispielsweise der Fall war, ist der Schaden begrenzt.

»Auch beim Value Investing gibt es immer wieder längere Durststrecken, die man überstehen muss.«

EVI: Wie und wo spüren Sie die für Sie interessantesten Investments auf?

Pedrazzini: Wir haben für die uns wichtigsten Märkte – USA, Europa und Japan – und auch für thematische Bereiche, in denen wir Produkte managen, wie Immobilien oder Technologie-Werte, quantitative Modelle entwickelt. Die Aktientitel, werden nach verschiedenen Ausprägungen untersucht und rangiert. Aktien in den vorderen Rängen sind für uns grundsätzlich attraktiv und werden einer genaueren fundamentalen Analyse unterzogen. Unsere quantitativen Modelle dienen uns somit in vielerlei Hinsicht als Ideengenerator für neue Investments.

EVI: Wenn Sie eine Aktie nur nach einer einzigen Kennzahl beurteilen dürften – für welche würden Sie sich entscheiden?

Pedrazzini: Das differiert von Zeit zu Zeit. Aktuell ist das Verhältnis von Free Cashflow zum Enterprise Value unseres Erachtens ein besonders nützliches Auswahlkriterium.

Einerseits können größere Unternehmen mit hohem Free Cashflow Mittel für Aktienrückkäufe und strategische Investitionen erarbeiten, andererseits sind kleinere Unternehmen mit hohem Free Cashflow als Akquisitionskandidaten sehr attraktiv.

EVI: Welche weiteren Methoden wenden Sie zur Bewertung von Aktien an?

Pedrazzini: Wie schon gesagt, sind Bewertungskennzahlen ein wichtiger Teil unserer Modelle, aber es fließen auch andere Kenngrößen mit ein. Bei den Bewertungskennzahlen untersuchen wir insbesondere P/E, P/B, und auf dem Cashflow basierende Größen. Die aus dem Cashflow abgeleiteten Größen sind besonders wertvoll, da sie – zum

Beispiel über Abschreibungen oder Aktivierung gewisser Aufwendungen – nicht so leicht manipulierbar sind wie die Gewinne. Beim P/E verwenden wir nicht von den Analysten prognostizierte Gewinne, sondern die ausgewiesenen Gewinne des letzten Jahres. Unsere Backtests decken sich da mit anderen quantitativen Untersuchungen: Analystenschätzungen besitzen kein Alpha!

EVI: Sprechen Sie auch direkt mit dem Management oder beschränken Sie sich auf Finanzberichte und Marktresearch?

Pedrazzini: Bei Konferenzen und Road Shows von Unternehmen ergeben sich oft gute Gespräche mit dem Management. Allerdings geschieht dies nicht systematisch, das heißt, wir können nicht mit allen Unternehmen in dem von uns betrachteten MSCI-Universum nach unserem Ermessen Gespräche führen. Die Gesetze sind mittlerweile sehr streng, so dass im Dialog äußerst selten etwas wirklich Wichtiges zu erfahren ist. Es kann zwar durchaus interessant sein, das Management persönlich zu treffen und zu beurteilen, allerdings besteht hierbei aber immer auch die Gefahr von Vorurteilen aufgrund von Sympathie und Antipathie. Es ist besser, die Bewertung eines Unternehmens nüchtern anhand von Zahlen zu untersuchen, denn das Management kann besonders in volatilen Zeiten schnell ausgetauscht werden.

EVI: Inwieweit fließen auch Makrotrends und Makrothemen in Ihren Suchprozess ein?

Pedrazzini: Während die quantitative Analyse der relativen Beurteilung von Aktien untereinander dient und damit keine makroökonomischen Parameter berücksichtigt, fließen diese durchaus in unsere anschließende detaillierte Fundamentalanalyse ein. Es gibt früh- und spätzyklische Werte, die eben in verschiedenen Phasen des Konjunkturzyklus verschieden attraktiv sind.

EVI: Stützen Sie Ihre Anlageentscheidungen auch auf Sekundärre-search?

Pedrazzini: Im quantitativen Bereich betreiben wir sozusagen ausschließlich Primärrecherche, im fundamentalen Teil sind wir aber vor allem in den großen Märkten auf Sekundärrecherche angewiesen. Bei regionalen Small- und Mid Caps jedoch sind unsere Manager zusätzlich auf eigene Recherchen angewiesen, besonders wenn praktisch kein Coverage von anderen Primäranalysten besteht.

EVI: Herr Zogg, Sie managen den Fonds LLB Aktien Regio Bodensee (CHF). Welche Strategie verfolgt Ihr Fonds?

Zogg: Der Fonds investiert in kleinere und mittlere Unternehmen, also Small- und Mid Caps in der Euregio Bodensee. Das Ziel ist es, längerfristig den SPI Small & Medium Companies Index zu schlagen und dabei einen Kapitalzuwachs zu erzielen.

EVI: Welches war seinerzeit der Grund, einen Fonds mit Aktien aus dieser Region zu lancieren?

Zogg: Die Bodenseeregion stellt für die Liechtensteinische Landesbank die geografische Hauptstoßrichtung dar und zeichnet sich gleichzeitig im Vergleich zu anderen Regionen als überdurchschnittlich kompetitive Wirtschaftsregion aus. Bis zur Lancierung des LLB Aktien Regio Bodensee existierte kein Anlageprodukt, welches diese Region explizit als Anlage-thema zum Inhalt hatte.

Bei der Definition des Universums lehnten wir uns an die Internationale Bodensee-konferenz an, die verschiedene Schweizer Kantone – Zürich, St. Gallen, Thurgau, Schaffhausen, Appenzell Außerrhodens und

Appenzell Innerrhoden – die beiden deutschen Bundesländer Baden-Württemberg und Bayern, das österreichische Vorarlberg sowie das Fürstentum Liechtenstein umfasst. Dies ergibt eine länderübergreifende Auswahl von nahezu 300 interessanten Unternehmen, die für eine Investition in Frage kommen.

EVI: Wie gehen Sie bei der Auswahl der Aktien für diesen Fonds vor?

Zogg: Der LLB Aktien Regio Bodensee verfolgt eine Titelselektion streng nach dem Bottom-up-Prinzip. Das heisst, dass wir keine Vorgaben bezüglich Sektorgewichtungen machen. Insofern ist jede Aktie im Universum gleichberechtigt. Wir verfügen über quantitative Modelle, um eine Aktie auf verschiedene Bewertungsmaßstäbe hin zu untersuchen. Diesem Screening folgt eine Fundamentalanalyse, die weitere Faktoren außerhalb des Modells mit einbezieht, bevor eine Investitionsentscheidung gefällt wird. Dazu zählen beispielsweise auch Kontakte zum Management, Firmenbesuche etc. Selbstverständlich spielen für die Größe der Position auch Kriterien wie Liquidität, also Handelbarkeit und Free Float, oder auch die Aktienstruktur eine Rolle.

EVI: Sie sind an Unternehmen mit Value-Eigenschaften interessiert ...

Zogg: ...aber wir verfolgen keine einseitige Stilrichtung nach Value. Vielmehr versuchen wir, zukünftigen Value frühzeitig zu erkennen und günstig einzukaufen. Bei einem Universum von rund 300 Unternehmen sehen wir keinen Sinn darin, nur Aktien zu kaufen, welche bereits die gängigen Value-Kriterien erfüllen. Tatsächlich ist es so, dass Untersuchungen zeigen, dass Value langfristig regelmäßig eine bessere Performance erzielt als andere Stilrichtungen wie beispielsweise Growth.

EVI: Aber ein wenig erinnert Ihr Vorgehen schon an Wachstumsstrategien. Wo ziehen Sie die Trennlinie?

Zogg: Unter den so genannten Wachstumsunternehmen finden sich allzu oft Geschäftsmodelle, die über einen längeren Zeitraum keine nachhaltigen Wachstumsraten in Umsatz und vor allem Gewinn erwirtschaften können. Interessant erscheinen uns daher vor allem wachsende

Unternehmen aus den Sektoren Medizintechnologie, Industrie und Versicherungen. Hier erwarten wir in der nächsten Zeit wieder höhere Wachstumsraten.

EVI: Welches sind für Sie die wichtigsten Value-Kriterien, die erfüllt sein müssen, damit Sie überhaupt investieren?

Zogg: Bei der Auswahl von Value-Aktien dient uns primär das bereits erwähnte Screening-Modell. Es geht darum, Unternehmen zu finden, die der Markt abgehakt hat, also davon ausgeht, dass keine operativen Verbesserungen mehr zu erzielen sind und deshalb über Jahre keine angemessenen Erträge und Kapitalrenditen erwirtschaftet werden können. Häufig hilft

in solchen Fällen ein Managementwechsel oder der Kauf bzw. Verkauf von Teilaktivitäten. Als Beispiele können hier vielleicht Swiss Life (ISIN: CH0014852781), Tecan (ISIN: CH0012100191) oder Schweiter Technologies (ISIN: CH0010754924) genannt werden. Es muss kaum weiter betont werden, wie lukrativ es ist, solche Änderungen möglichst frühzeitig zu erkennen.

EVI: Mehr als drei Viertel der Fondsgelder sind derzeit in Schweizer Titeln investiert. Ist diese Gewichtung zufällig oder gibt es so etwas wie eine Länderwette innerhalb des Fonds ?

Zogg: Grundsätzlich sehen wir uns im Wettbewerb mit anderen Small- und Mid-

LLB AKTIEN REGIO BODENSEE (CHF)

ISIN: LI0009453668, VALOREN-NR.: 945366

Fondstrategie:

Aktienfonds, der in Small- und Mid-Caps in der Vierländerregion um den Bodensee investiert. Benchmark: SPI Small & Medium Companies Index.

Fondsdaten :

Auflegedatum: 28.09.1998
KAG: LLB Fund Services AG
Land: Liechtenstein
Währung: CHF
Fondsvolumen: CHF 62,7 Mio.
Ausschüttungsart: thesaurierend

Kursinformationen (12.03.2010):

Kurs: **CHF 202,50**
Rendite 2010: 6,49%
Totale Rendite (seit Auflegung): 102,50%

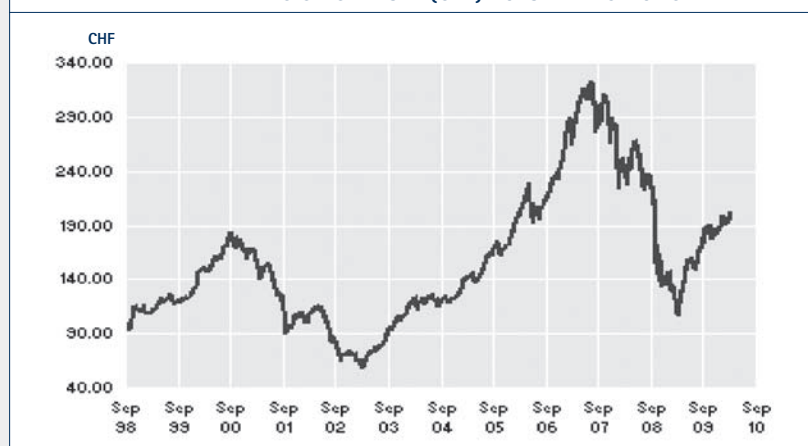
Länderaufteilung:

Schweiz / Liechtenstein 78%
Deutschland 20%
Österreich 2%

Top 10 Positionen (per 26.02.2010):

1. Helvetia Holding AG 5,1%
2. Liechtensteinische Landesbank AG 4,5%
3. Swiss Life Holding 3,8%
4. Georg Fischer AG 3,6%
5. Barry Callebaut AG 3,6%
6. Sulzer AG 3,5%
7. Phoenix Mecano AG 3,3%
8. AFG Arbonia-Forster Holding AG 3,3%
9. Bucher Industries AG 3,0%
10. MTU Aero Engines Holding 3,0%

LLB AKTIEN REGIO BODENSEE (CHF) KURSENTWICKLUNG



Wertentwicklung p.a.: 12.03.2010

laufendes Jahr	3 Jahre p.a.	5 Jahre p.a.	10 Jahre p.a.
6,49%	-10,32%	7,15%	2,87%

Cap-Fonds, die den Schweizer Aktienmarkt im Visier haben. Das Ergebnis der Ländergewichtung ist einzig das Resultat unseres Bottom-up-Ansatzes, also keine direkt gesteuerte Größe.

EVI: Viele Small- und Mid Caps haben während der Erholung der Aktienmärkte seit März 2009 eine sehr gute Performance erzielt. Gibt es Anzeichen dafür, dass die Kurse in nächster Zeit nicht mehr so stark steigen werden? Wenn ja, warum? Wenn nein, warum nicht?

Zogg: Diesen Eindruck gilt es ein wenig zu relativieren. In der Folge der Börsenbaisse 2008 wurden viele Small- und Mid Caps von institutionellen Investoren aus den Portfolios gekippt, weil diese ihre Aktienquote reduzieren mussten. Das hatte in den meisten Fällen nichts mit der Anlagequalität dieser Unternehmen zu tun, obschon eine deutlich zyklischere Ausrichtung bei den Small- und Mid Caps gegenüber den Large Caps feststellbar ist. Entsprechend dramatisch waren die Kurseinbußen. Seit 2009 sind die Small und Mid Caps in einer Aufwärtsbewegung, die aber durchaus immer auch wieder Konsolidierungsphasen beinhaltet. Wenn man von einer konjunkturellen Erholung ausgeht, werden Small- und Mid Caps tendenziell stärker am Gewinnwachstum partizipieren als Large Caps.

EVI: Wie viele Titel befinden sich aktuell in Ihrem Portfolio?

Zogg: 49.

EVI: Wie hoch ist Ihre Portfoliokonzentration?

Zogg: Die zehn größten Positionen machen rund 36 Prozent des Portfolios aus. In der Regel halten wir Positionen in der Größenordnung von zwei bis vier Prozent. Positionen in der Größe von fünf Prozent stellen eher die Ausnahme dar.

EVI: Wie ist Ihr Kapitalumschlag?

Zogg: 2009 betrug der Kapitalumschlag insgesamt rund 30 Prozent des Fondsvermögens.

EVI: Lassen Sie uns über einen Ihrer aktuellen Favoriten sprechen.

Sie sind beispielsweise in Helvetia Holding (ISIN: CH0012271687) investiert. Wie sind Sie auf die Aktie aufmerksam geworden?

Zogg: Der Versicherungssektor insgesamt hat seit Ausbruch der Finanzkrise Mitte 2007 bis ins erste Quartal 2009 deutlich an Wert verloren. Seit der Erholung der Aktienmärkte vom März 2009 gehört der Sektor zu den absoluten und relativen Gewinnern im Schweizer Aktienmarkt, was die Abhängigkeit des Sektors von den Finanzmärkten unterstreicht.

Unsere Wahl von Helvetia wurde eindrucksvoll mit dem Halbjahresergebnis 2009 unterstrichen. So konnte Helvetia in einem anspruchsvollen Umfeld so-

wohl Volumen – plus 12,3 Prozent – als auch Eigenmittel – (plus 3,3 Prozent) – steigern. Bilanziell schlägt sich diese positive Entwicklung in einer Solvenzquote von 213 Prozent nieder, was der höchsten Solvabilität im Schweizer Versicherungssektor entspricht. Die hohe Eigenkapitalausstattung bedeutet für Helvetia eine gewisse Flexibilität und größeren Handlungsspielraum in der Geschäftstätigkeit.

EVI: So viel zur Vergangenheit. Was ist für die Zukunft zu erwarten?

Zogg: Das Nichtlebensgeschäft befindet sich einer guten operativen Verfassung. Die ausgewiesene Combined Ratio von 93,8 Prozent zeugt von einer anhaltend

HELVETIA HOLDING

ISIN: CH0012271687

Geschäftsmodell:

Versicherungskonzern mit Produktmix 55% Lebensgeschäft und 45% Nichtlebensgeschäft.

Aktieninformationen (11.03.2010):

Kurs: CHF 343,25
52-Wochen: CHF 375,00 - CHF 153,10
Dividendenrendite: (2009e) 4,30%
(2008) 5,90%
Marktkapitalisierung: CHF 2.970 Mio.
Börsenplätze: SIX Swiss Exchange

Finanzkennzahlen (2008):

Umsatz: CHF 5.559 Mio.
EBIT: CHF 303 Mio.
EBIT-Marge: 5,45%
Nettomarge: 4,13%

Bewertungskennzahlen:

	Helvetia	SPI
KGK:	12,77	16,07
KBV:	1,06	2,07

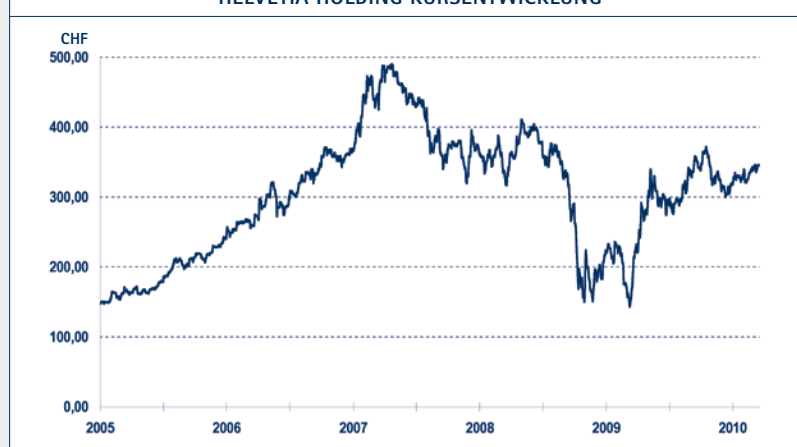
Aktionärsstruktur:

Privatpersonen	11,0%
Institutionelle Anleger	89,0%
- davon Banken / Versicherungen	27,9%
- davon Sonstige Institutionelle	61,1%

Die größten Aktionäre:

1. Patria Genossenschaft	30,1%
2. Münchener Rück	8,2%
3. Vontobel	4,0%
4. Raiffeisen	4,0%

HELVETIA HOLDING KURSENTWICKLUNG



INVESTMENTTHESE

Helvetia weist einen ausgewogenen Produktmix zwischen Leben- und Nichtlebensgeschäft im Versicherungssektor auf und ist hervorragend positioniert. Mit Italien und Spanien verfügt Helvetia neben einem starken Heimatmarkt Schweiz auch über attraktive Wachstumsmärkte. Das Nichtlebensgeschäft ist hoch profitabel und weist eine hohe Kosteneffizienz aus. In der Zukunft sind hier weitere Kostenverbesserungen zu erwarten. Insgesamt können die sich aufhellenden Perspektiven des Versicherungssektors zu einer weiteren Neubewertung des Sektors führen.

hohen Profitabilität. Dieser Ausweis ist zum einen auf das branchenweit moderate Schadenaufkommen zurückzuführen, zum anderen schlagen aber auch ganz klar interne Verbesserungen mit einer höheren Kosteneffizienz zu Buche. Für die Zukunft dürfen wir bei den Kosten weitere Verbesserungen erwarten. Das Lebengeschäft meldete sich mit einem Volumenanstieg von rund 33 Prozent eindrucksvoll zurück. Neben kleinen akquisitorischen Effekten zeigt sich dafür vor allem das boomende Kollektivversicherungsgeschäft verantwortlich.

»Helvetia erfüllt alle Kriterien eines Value-Titels mit intaktem Wachstumspotenzial.«

EVI: Warum wird der Wert dieser Aktie Ihrer Meinung nach vom Markt nicht richtig eingestuft?

Zogg: Die Unterbewertung von Helvetia ist aus unserer Sicht auf die Tatsache zurückzuführen, dass die Marktteilnehmer generell skeptisch gegenüber dem Versicherungssektor eingestellt sind.

EVI: Wo liegen die Chancen?

Zogg: Helvetia weist mit einem Verhältnis von Nichtleben (etwa 45 Prozent) und Leben (um die 55 Prozent) einen ausgewogenen Produktmix im Versicherungssektor auf und ist hervorragend positioniert – in einem sich langsam, aber konstant verbessernden Sektor mit historisch attraktiver Bewertung. Die Anlagerenditen werden sich auf Grund der niedrigeren oder nicht mehr negativen Wertberichtigungen und Abschreibungen erholen. Helvetia kann bereits, dank ausgezeichneter Kapitalausstattung, wieder Risikokapital in Anlagen mit höherem Renditepotenzial, beispielsweise Aktien, investieren, was für steigende Eigenkapitalrenditen spricht. Konkret darf im Lebengeschäft in Folge der Erholung der Investitionsrenditen, der Stabilisierung der Vermögensbasis und der Anzeichen von Prämienwachstum 2010 mit einer stetigen Margenverbesserung gerechnet werden.

EVI: Gilt das auch für das Nichtlebensgeschäft?

Zogg: Im Nichtlebensgeschäft muss nicht

mit einer sich verschlechternden Combined Ratio in Folge der bisher stabilen Schadenbelastung in der Schweiz gerechnet werden. Mit Spanien und Italien verfügt Helvetia neben einem starken Heimmarkt Schweiz auch über attraktive Wachstumsmärkte. Des Weiteren besitzt Helvetia

als Expansionstreiber wichtige Kooperationen im Inland, beispielsweise mit der Schweizer Raiffeisengruppe. Insgesamt können die sich aufhellenden Perspektiven des Versicherungssektors zu einer weiteren Neubewertung

des Sektors führen, welche erneut positives Momentum für Helvetia bedeuten.

EVI: Wo sehen Sie Risiken?

Zogg: Risiken für Helvetia bestehen hauptsächlich in einem erneuten Einbruch der Kapitalmärkte, wovon zurzeit nicht auszugehen ist.

EVI: Wie sind Ihre Gedanken zur Bewertung?

Zogg: Bei Helvetia darf von einer historisch günstigen Bewertung gesprochen werden. Wenn auch ein P/E von 8,5 und ein P/B von 0,9 ungefähr auf der Bewertung des Schweizer Versicherungssektors liegen, weist Helvetia zur eigenen Historie einen Discount auf. Zudem rechtfertigt Helvetia mit dem konstant guten Leistungsausweis und der geringeren Ertragsvolatilität eine gewisse Prämie im Sektorvergleich. Helvetia erfüllt definitionsgemäß alle Kriterien eines Value-Titels mit intaktem Wachstumspotenzial.

EVI: Herr Hilfiker, Sie managen den Japan-Fonds. Einer Ihrer aktuellen Favoriten ist Takeda (ISIN: JP3463000004) Warum entscheiden Sie sich ausgerechnet für einen Pharmawert?

Hilfiker: Zunächst entscheiden wir uns mit Japan für einen Markt, der zu Unrecht links liegen gelassen wird. Und wir entscheiden uns mit Takeda für ein Unternehmen, das unterschätzt wird. Takeda ist

führend in der Genomforschung und hat sich in den letzten Jahren systematisch auf die hochmarginige Krebsforschung spezialisiert. Das Unternehmen hat jedoch auch bei Mitteln gegen Zivilisationskrankheiten wie etwa Bluthochdruck, Diabetes-, Magen- und Darmkrankheiten ein starkes Standbein. Takeda unterhält starke Wissenschaftskooperationen, beispielsweise mit Xoma und Amgen. Darüber hinaus fährt das Management einen aggressiven Wachstumskurs, wie die Übernahmen von Millennium Pharma und TAP gezeigt haben.

EVI: Die Bedrohung des Geschäftsmodells durch Nachahmerpräparate, so genannte Generika, lässt Sie kalt?

Hilfiker: Im Gegenteil: Wir versuchen, von einem Pharmazyklus zu profitieren. Der Markt spielt ja gerade die Konkurrenz durch Generika; entsprechend gedrückt ist der Kurs. Wir sehen jedoch das Wachstums- und Kurspotenzial auf Grund der attraktiven Pipeline. Für viele Blockbuster-Medikamente von Takeda, etwa für das Diabetes-Mittel Actos oder den gegen Magen/Darm-Erkrankungen eingesetzten Wirkstoff Takepron/Prevacid, existieren heute bereits Generika. Das ist seit Längerem bekannt. Neue Medikamente wie Kapidex (gegen Sodbrennen) oder das neue Magen/Darm-Präparat Uloric haben hohe Anlaufkosten und noch keine Cash-Cow-Eigenschaften. Aber die Pipeline von Takeda im Bereich der Krebs-, Bluthochdruck- und Diabetesbehandlung ist prallvoll.

EVI: Das garantiert noch lange nicht, dass die Medikamente auch zugelassen werden.

»Japan ist ein Markt, der zu Unrecht links liegen gelassen wird, Takeda ein Unternehmen, das unterschätzt wird.«

Hilfiker: Bei Pharmafirmen besteht natürlich immer die Gefahr, dass nach hohen Aufwendungen für die Entwicklung Medikamente wegen negativer Testergebnisse in klinischen

Studien nicht zugelassen werden. Auch gefährliche Nebenwirkungen können im Pharmageschäft nie vollständig ausgeschlossen werden. Takeda ist jedoch kein Ein-Produkt-Unternehmen.

EVI: Wo sehen Sie den fairen Wert des Unternehmens?

Hilfiker: Takeda fällt deutlich in ein Graham-Bewertungsschema, will heißen: Der Buchwert multipliziert mit dem Kurs/Gewinn-Verhältnis liegt deutlich unter 22,5, nämlich bei 15. Neben dem quantitativen Screening berechnen wir mit einem Dividendendiskontierungs-, DCF- und KGV- Modell den inneren Wert des Unternehmens und kommen auf ein Aufwertungspotenzial von über 40 Prozent. Am Beispiel Takeda wird auch deutlich, dass sich Value und Growth nicht ausschließen müssen.

EVI: Wie sieht die Kostenstruktur aus?

Hilfiker: Sehr wichtig ist für uns natürlich die Frage, ob Takeda die Kapitalkosten verdient und somit einen Franchise-Wert generieren kann. Die Kapitalkosten betragen im Geschäftsjahr 2009 5,4 Prozent, über doppelt so hoch war die Kapitalrendite. In den letzten 10 Jahren haben Kapitalkosten und Eigenkapitalrendite nicht stark variiert. Nimmt man also den um die kapitalisierten Entwicklungs-, Vertriebs- und Verwaltungskosten bereinigten Buchwert und multipliziert diesen mit dem den Franchise-Wert – also Kapitalertrag geteilt durch die Kapitalkosten –, liegt das Aufwertungspotenzial sogar bei über 50 Prozent. Alle unsere Annahmen in den Modellen sind konservativ und liegen immer etwa 20 Prozent unter dem langjährigen Durchschnitt.

EVI: Wie solide ist die Bilanz?

Hilfiker: Positiv beurteilen wir die Entwicklung des Current Ratios (Umlaufvermögen/kurzfristige Verbindlichkeiten). In den letzten Jahren wurde dieses von 5 auf 2,5 reduziert, das heißt, das Unternehmen ist effizienter geworden. Takeda ist kein Zinstilger, das Coverage Ratio (Nettoertrag zu Zinsausgaben) notiert bei 144 und auch die Verschuldung ist gering: Die Debt-to-Equity-Ratio liegt bei 0,1. In den letzten Jahren hat das Unternehmen kontinuierlich Aktien zurückgekauft, das heißt, es haben keinerlei Verwässerungseffekte stattgefunden. Wir erwarten für das Geschäftsjahr 2011 wieder eine zweistellige Free-Cashflow-Rendite. Die Liquidität im Vergleich zum Eigenkapital liegt immer

noch über 20 Prozent. Und die Akquisitionsstrategie hat eine Verbesserung der Eigenkapitalrendite zur Folge.

EVI: Sie hatten erwähnt, dass Sie Japan als zu Unrecht vernachlässigten Markt ansehen. Warum?

Hilfiker: Im Gegensatz zu den meisten Investoren sind wir taktisch in Japan nicht untergewichtet. Und wir bieten mit dem LLB Aktien Japan ein attraktives Produkt an. Wieso also Japan? Der Bewertungsunterschied zwischen günstigen Aktien und dem Marktdurchschnitt beträgt knapp zwei Standardabweichungen (Composite Valuation Dispersion), für Value Investoren ist dies ein ideales Umfeld. Das Investoren-

sentiment ist extrem schlecht, so auch die historische relative Performance des Topix zum S&P Global Index. Knapp 50 Prozent der an der Tokioter Börse gelisteten Unternehmen notieren unter ihrem Zerschlagungswert. Bestimmt sind da eine Menge „Value-Traps“ – vor allem inlandsorientierte Konsumwerte – dabei, aber eben auch attraktiv bewertete Firmen mit Markt- und Technologieführerschaft, vor allem im Bereich der zyklischen Exportunternehmen. Wir erwarten keine nachhaltige Yen-Aufwertung und sehen den fairen Wert bei 110 Yen zum US-Dollar. Der Free-Cashflow in Relation zur Marktkapitalisierung der 1.000 größten japanischen Unternehmen (ex Banken) liegt bei über 10 Prozent.

TAKEDA PHARMACEUTICAL COMPANY

ISIN: JP3463000004

Geschäftsmodell:

größtes Pharmaunternehmen in Japan und Asien; führend im Bereich der Genomforschung

Aktieninformationen (11.03.2010):

Kurs: JPY 4.075 (€ 33,13)
52-Wochen: JPY 4.750 - JPY 3.130
(€ 33,13 - € 25,37)
Dividendenrendite: (09/10e) 4,40%
(08/09) 4,70%
Marktkapitalisierung: € 26.058 Mio.

Finanzkennzahlen (März 2009):

Umsatz: JPY 1.538.336 Mio.
(€ 12.424 Mio.)
Operative Marge: 19,92%
Nettomarge: 15,23%

Bewertungskennzahlen:

	Takeda	Nikkei225
KGV:	14,06	17,73
KBV:	1,59	1,48

Aktionärsstruktur:

Takeda Pharmaceutical, eigene Anteile	0,03%
Privatanleger (Inland)	25,42%
Ausländische Investoren	33,83%
Institutionelle Anleger (Inland)	40,72%
- davon Finanzdienstleister/Versicherungen	35,87%
- davon Sonstige Institutionelle	4,85%

Die größten Aktionäre:

1. Nippon Life Insurance Company	7,14%
2. Japan Trustee Services Bank	5,66%

TAKEDA PHARMACEUTICAL KURSENTWICKLUNG**INVESTMENTTHESE**

Takeda ist führend in der Genomforschung und hat sich in den letzten Jahren systematisch auf die hochmarginale Krebsforschung spezialisiert. Darüber hinaus verfügt Takeda auch durch seine Mittel gegen Bluthochdruck-, Diabetes-, Magen- und Darmkrankheiten über ein zweites starkes Standbein. Trotz der Konkurrenz durch Generika, die den Kurs drücken, sehen wir aufgrund der attraktiven Pipeline ein Wachstums- und Kurspotenzial von über 40%.

EVI: Demnach ist aus Ihrer Sicht Japan ein echter Value-Play?

Hilfiker: Und nicht nur das: Aufgrund stringenter Kostensenkungsmaßnahmen und einer Erholung der Exportwirtschaft erwarten wir für das Geschäftsjahr 2010 auch überdurchschnittliches Gewinnüberraschungspotenzial. Japanische Firmen haben in den letzten Jahren Cash gehortet, das Verhältnis von Liquidität zu Eigenkapital liegt bei über 20 Prozent. Wir erwarten deshalb ein beschleunigtes M&A-Geschäft und nebenbei noch verbesserte Eigenkapitalrenditekennzahlen. Japan profitiert überdurchschnittlich vom Wachstum in China, die Aktien sind jedoch im Vergleich etwa zur chinesischen Konkurrenz – Beispiel:

Schiffahrtsgesellschaften – zu einem Bruchteil zu haben. Wir sehen also nachhaltige Chancen in Japan und wollen diese auch nutzen.

EVI: Im internationalen Vergleich gilt Japan aber doch immer noch als ziemlich teuer, oder?

Hilfiker: Ein internationaler P/E-Vergleich hinkt, da unterschiedliche buchhalterische Vorschriften – zu erwähnen wären hier etwa Landbewertung, Goodwill und Abschreibungen – verzerrend wirken. Kennzahlen wie Preis/Buchwert, Preis/Umsatz und Preis/Cashflow sind viel aussagekräftiger und zeigen die historisch attraktive Bewertung des Kabutocho, wie die Japaner ihren Aktienmarkt nennen, besser auf.

EVI: Herzlichen Dank für das interessante und ausführliche Gespräch. ■

Kontakt:
LLB Asset Management AG
Städte 7
Postfach 201
9490 Vaduz
Liechtenstein
Telefon +423 236 95 00
Fax +423 236 95 06
Internet: www.llb.li

Hinweis:

Für den gesamten Inhalt dieses Atikels gilt der Risikohinweis/ Haftungsausschluss auf Seite 25 dieser Ausgabe zu beachten.

Das Screeningmodell der LLB

Der Teamgedanke steht bei LLB Asset Management AG im Vordergrund. Bevor sich die über 30 Experten der Analyse von Einzeltiteln widmen, steht ein umfangreicher quantitativer Screeningprozess an, um mögliche Unterbewertungen aufzuspüren. Diese Vorauswahl beschreibt Dr. Mauro Pedrazzini, Leiter des Equity Managements, als „die Leitplanken links und rechts der Fahrbahn, die den Weg vorgeben“. Das Quant-Modell skizziert er wie folgt:

Langjährige Beobachtungen zeigen, dass Value-Aktien etwas zu billig gehandelt werden und deshalb im Durchschnitt bessere Performance bieten als der Gesamtmarkt. Als Parameter zur Ermittlung von Value-Titeln dienen dem LLB-Team neben den klassischen Bewertungsgrößen (P/E, P/B, Price/Sales) auch cashflow-basierte

Parameter (z.B. Free Cashflow zu Enterprise Value für Nicht-Finanzwerte). Die Wahrscheinlichkeit für eine gute Performance von günstigen Aktien lässt sich aber wesentlich verbessern, wenn andere Kriterien mitberücksichtigt werden.

Neben der Höhe der Gewinne ist auch die Gewinndynamik zu beachten. Dazu zählen auch positive Gewinnrevisionen von Analysten. Denn diese sind ein Indikator dafür, dass die Meinung unter den Marktteilnehmern umschwenkt. Positive Gewinnrevisionen ziehen Aufmerksamkeit auf sich, erhöhen die Chancen für eine gute Performance von Value-Titeln und reduzieren die Gefahr, auf „Value Traps“ sitzen zu bleiben.

Die Kapitalverwendung und das Investitionsverhalten zeigen den Charakter des Managements. Eine starke

Steigerung der Investitionen ist in der Regel ein schlechtes Zeichen, da sich das Management bei großen Expansionsprojekten oft im Timing verschätzt. Aktienrückkäufe dagegen zeigen eine aktionärsfreundliche Unternehmenskultur, die oft von den Börsen belohnt wird. Der Effekt der Konzentration der Gewinne auf eine verringerte Aktienbasis wird zudem oft unterschätzt.

Momentum-Indikatoren signalisieren, dass ein Value-Titel von den Investoren positiv beachtet wird. Günstige Titel entstehen oft dadurch, dass ein Unternehmen in einer Krise von der Börse abgestraft wird, ein positives Momentum zeigt dann ein Umdenken an. Es gibt nicht viele Value-Titel, die gleichzeitig auch ein positives Preismomentum besitzen. Diese Aktien jedoch waren in der Vergangenheit oft starke Outperformer. ■



Hans-Peter Schupp, Fidecum AG

Aktien, die im Moment keiner haben will, stehen im Mittelpunkt des Contrarian-Value-Ansatzes von Hans-Peter Schupp, der sich vor zwei Jahren mit seiner Firma Fidecum selbstständig machte. Im Interview spricht der Fondsmanager des Jahres 2000 über seine Suchstrategie, das Denken in Marktkapitalisierung und seine Aktienfavoriten Renault und ASM International.



*Hans-Peter Schupp
Gründer und Fondsmanager
Fidecum AG*

Mit Ecken und Kanten

Hans-Peter Schupp (44) gilt als Vertreter des Deep-Value-Ansatzes, man könnte ihn aber auch als Contrarian mit Ecken und Kanten bezeichnen. „Als ich 1996 als Portfoliomanager bei Julius Bär anfang, war es eben so, dass ich die interessantesten Investitionsmöglichkeiten fand, indem ich mich gegen den Markt stellte“, erklärt er. „Das musste ich dann irgendwie kategorisieren, also sieht man mich wohl eher als Value Investor“.

Schupps Strategie bewährt sich immer dann besonders, wenn Blasen platzen. Als er 1999/2000 in MDAX-Werte statt in Technologietitel investierte, stand er bei Julius Bär kurz vor dem Rauswurf. Ein Jahr später wurde er von der Fachzeitschrift Euro zum Fondsmanager des Jahres gekürt und bei Julius Bär zum Leiter des Aktienfondsmanagements ernannt. Trotz der späten Bestätigung wechselte er 2002 nach sechs Jahren zu MainFirst, um dort die Asset-Management-Sparte aufzubauen.

Doch als aus 13 Millionen Euro Anfangsvolumen zwischenzeitlich über 1,5 Milliarden Euro verwalte-

tes Vermögen geworden waren, war mit seinem Posten in der erweiterten Geschäftsleitung der mittlerweile 120 Mitarbeiter starken Vollbank sein Aufgabenbereich so weit gewachsen, dass der Wunsch nach überschaubaren Unternehmensstrukturen aufkam. Mehr oder weniger zufällig traf er Andreas Czeschinski, einen früheren Kollegen, wieder, mit dem er bereits in seinen Anfangsjahren bei Schröder, Münchmeyer, Hengst & Co. zusammengearbeitet hatte.

Czeschinski, der zwischenzeitlich als Gründungsvorstand die Investmentbank Equinet mit aufgebaut hatte, wollte sich ebenfalls beruflich neu orientieren. So entstand die Idee zum eigenen Unternehmen Fidecum quasi bei einem Feierabendbier.

Den ersten und bislang einzigen Fidecum-Fonds namens Contrarian Value Euroland managen Schupp und Czeschinski gemeinsam. Um Marketing und Vertrieb im derzeit nur vierköpfigen Fidecum-Team kümmern sich Klaus Kämmerer als verantwortlicher Vorstand für diesen Bereich und eine weitere Mitarbeiterin. ■

EVI: Herr Schupp, vor ziemlich genau zwei Jahren hatten Sie gemeinsam mit Ihrem Partner Andreas Czeschinski die Fidecum AG gegründet, am 15. Juli 2008 ging Ihr Fonds an den Start – exakt zwei Monate vor der Causa Lehman. Eine harte Zeit?

Schupp: Lehman war zu diesem Zeitpunkt noch kein Thema. Der DAX war bereits im Juli unter die Marke von 6000 Punkten gefallen, was wir als große Chance angesehen haben. Nichtsdestotrotz war es schwierig, in diesem Umfeld das Seed Money zu akquirieren. Wir haben 13 Millionen Euro, hauptsächlich von institutionellen Kapitalgebern, zusammenbekommen.

EVI: Wie hat sich das Fondsvermögen entwickelt?

Schupp: Auch bei meiner früheren Station MainFirst hatten wir mit 13 Millionen Seed-Kapital angefangen, mitten in der Baisse im Jahr 2002. Zurzeit stehen wir bei 65 Millionen Euro, teils durch unsere Performance, teils durch Mittelzuflüsse.

EVI: Sind Sie selbst in Ihren Fonds investiert?

Schupp: Natürlich. Nahezu mein gesamtes Geld ist in die eigene Firma und den eigenen Fonds investiert. Alles andere würde keinen Sinn machen. Das würde ja bedeuten, dass ich kein Vertrauen in meine eigene Arbeit beziehungsweise die Arbeit unseres Teams hätte. So, in etwa, wie wenn ein Elektriker seine Lampen zu Hause nicht selbst aufhängen würde.

EVI: Haben Sie Pläne, was Sie in zehn Jahren machen wollen?

Schupp: Darüber habe ich mir, ehrlich gesagt, noch keine Gedanken gemacht.

Die Firma ist noch zu jung, als dass ich mir heute schon über so etwas den Kopf zermartern würde. Da ich meinen Beruf liebe, kann ich mir nicht vorstellen, 2020 etwas anderes zu machen als heute. Vielleicht werde ich dann mit über 50 ein ganz klein wenig kürzer treten, ein bisschen Verantwortung abgeben.

EVI: Das heißt, Sie wollen Personal aufstocken?

Schupp: Im Moment fühlen wir uns als Vierer-Team recht wohl – auch das ist übrigens eine Parallele zu meiner Anfangszeit bei MainFirst, wo wir im Jahr 2002 mit vier Leuten den Aufbau des Portfoliomanagements begonnen haben. Aber langfristig wollen wir schon wachsen.

Ich könnte mir gut vorstellen, andere Assetklassen und/oder bislang kaum erschlossene Regionen ins Programm zu nehmen. Da wären zwei Leute im Portfoliomanagement und zwei für Marketing, Vertrieb und Verwaltung einfach zu wenig.

EVI: Was müsste Ihr Wunschkandidat denn mitbringen, um bei Ihnen ins Portfoliomanagement einsteigen zu können?

Schupp: Stilkonsistenz und die Bereitschaft, sich gegen die Masse zu stellen. Das sagt sich immer so leicht, ist es aber nicht, vor allem nicht in Zeiten, wenn um einen herum die Champagnerkorken knallen und man selbst durch Underperformance glänzt. Er oder sie müsste also den Druck, den das mit sich bringt, aushalten können. Insofern könnte man sagen, eine der wichtigsten Voraussetzungen ist Durchhaltevermögen.

EVI: Welche Ausbildung sollte ein erfolgreicher Fondsmanager Ihrer Meinung nach durchlaufen haben?

Schupp: Da gibt es viele Wege zum Ziel. Natürlich muss man Bilanzen lesen können und alle gängigen Größen zur Bewertung von Unternehmen kennen. Aber im Prinzip ist das Handwerk keine Kunst. Denn eigentlich muss ja nur

seit 1940 öffentlich verfügbares Wissen angewandt werden.

EVI: Sie spielen auf das Standardwerk „Security Analysis“ von Benjamin Graham und David Dodd an. Würden Sie Graham als Vorbild bezeichnen?

Schupp: Bis zu einem gewissen Grad ja, auch wenn ich stets versucht habe, meinen eigenen Stil zu finden. Was mir an Graham schon immer gefallen hat, ist der Ansatz, nach Aktien zu suchen, die gerade nicht im Fokus der Masse stehen. Seine Strategie, den Markt nach „cheap assets“ und „cheap earnings“ zu durchkämmen, nach Unternehmen also, die im Vergleich zum Buchwert oder zum Gewinn auffällig günstig bewertet sind, bildet auch die Grundlage unseres Suchprozesses.

EVI: Und das reicht nicht, um ihn als Vorbild zu bezeichnen?

Schupp: Wir wollen keinen Personenkult um erfolgreiche Investoren aufbauen. Wenn Namen wie Graham oder Buffett fettgedruckt in Hochglanzprospekten auftauchen, macht sich das gut fürs Fondsmarketing. Aber das hat einen Haken: Mit dem klassischen Graham lässt sich nahezu alles rechtfertigen, auch Mondpreise. Er identifizierte zwar unterbewertete Substanz und unterbewertete Erträge und zog noch eine Sicherheitsmarge ab. Aber um zum fairen Wert zu gelangen, setzte er dann Übernahmемultiples drauf. In diesen Übernahmемultiples spielen vermeintliche Synergieeffekte eine große Rolle - und schon landet man bei aberwitzigen Bewertungen. Das ist nicht unser Ansatz.

EVI: Sondern?

Schupp: Wir denken nicht in Aktienkursen, wir denken in Marktkapitalisierung. Oder noch genauer: in Marktkapitalisierung plus Schulden, also in Enterprise Value. Für uns steht über allem die Frage, ob wir das ganze Unternehmen zum Preis des aktuellen Enterprise Value kaufen würden.

EVI: Und zuvor bedienen Sie sich, wie Sie sagten, eines Vorauswahlprozesses nach Graham'schen Kriterien. Könnten Sie diesen etwas näher beschreiben?

Schupp: Unser Suchprozess beinhaltet im Wesentlichen drei Komponenten: Ertragskennzahlen, Substanz und Kursperformance. Die Erfahrung hat uns gelehrt, dass ertragsorientierte Kenngrößen die am wenigsten zuverlässigen Ergebnisse liefern, da man mit solchen Methoden oft Zyklischer am Ende eines Zyklus erwischt.

Als wir unseren Fonds im Sommer 2008 lanciert hatten, hieß es allenthalben, Stahl sei billig, weil sogar die großen Marktführer mit KGVs um die vier bewertet waren. Aber da muss man höllisch aufpassen, um nicht in sogenannte Value Traps zu tappen. Wir orientieren uns deshalb stets an den Margen, die im Durchschnitt über einen Zyklus hinweg verdient werden und nicht an den oberen oder unteren Extremwerten. Wenn man diese Mid-cycle Earnings zugrunde legt, kommt man häufig zu der Erkenntnis, dass nicht alles billig ist, was billig aussieht. Der Buchwert-Ansatz liefert meist die besseren Ergebnisse. Die besten Erfahrungen haben wir allerdings mit der einfachsten aller Methoden gemacht.

EVI: Die da wäre?

Schupp: Unternehmen zu identifizieren, die über einen längeren Zeitraum hinweg durch starke Underperformance aufgefallen sind. Unsere Aufgabe besteht dann darin, im fundamentalen Analyseprozess herauszufinden, ob es nachhaltige Gründe für diese Underperformance gibt oder ob der Markt das Unternehmen zu Unrecht links liegen lässt.

EVI: Und anhand welcher Faktoren entscheiden Sie schließlich, ob Sie einem Engagement näher treten oder nicht?

Schupp: Hier kommen nun die ertragsorientierten Kennziffern ins Spiel. Die Renditegröße, die uns am stärksten interessiert, ist das Verhältnis des operativen Ergebnisses nach Steuern zum Wert des entschuldeten Unternehmens. Die Formel heißt NOPAT/EV, also Net

»Die für uns entscheidende Frage ist, ob wir ein Unternehmen zum Preis des aktuellen Enterprise Value kaufen würden.«

Operating Profit After Taxes geteilt durch Enterprise-Value. Der Enterprise Value setzt sich zusammen aus Marktkapitalisierung plus Schulden, deshalb steht er im Nenner, das operative Nettoergebnis im Zähler. Das operative Nettoergebnis ermitteln wir anhand einer normalisierten Marge, die wir mit dem Umsatz multiplizieren. Davon ziehen wir Minderheitsanteile und eine normalisierte Steuerquote ab.

EVI: Wann stehen die Zeichen auf Kauf, wann auf Verkauf?

Schupp: Die Kenngröße NOPAT/EV sollte deutlich über 8,5 Prozent liegen. Wir kaufen in der Regel, wenn die Kennzahl bei mindestens elf bis zwölf Prozent liegt und verkaufen bei etwa 8,5 Prozent. Es hat sich gezeigt, dass 8,5 über einen Zyklus hinweg die richtige Größenordnung ist.

Das fällt auch ungefähr mit der langfristigen Rendite des Aktienmarkts zusammen. Wenn Sie Renditen über 8,5 einkaufen und bei 8,5 verkaufen, sollten Sie den Markt auf lange Sicht schlagen. Und das ist ja unser Ziel: Wir kaufen also in der Untertreibung und verkaufen in der Übertreibung.

EVI: Fließen in Ihre Berechnungen von Midcycle Earnings beziehungsweise von normalisierten Margen auch Analystenschätzungen für die Zukunft mit ein?

Schupp: Niemals. Zur Ermittlung der Rentabilität orientieren wir uns ausschließlich an testierten Werten der Vergangenheit und versuchen damit die Erträge zu errechnen, die in durchschnittlichen Wirtschaftszyklen möglich sind.

EVI: Heißt das im Umkehrschluss, dass Sie kein Wachstum einpreisen?

Schupp: Exakt. Wir haben nichts gegen Wachstum, im Gegenteil: Wir freuen uns, wenn die Unternehmen, die wir im Portfolio halten, Umsatz und Gewinn bei vernünftigen Kapitalkosten steigern können. Aber das bildet nicht die Grundlage unseres Analyseprozesses.

»Für einen Kauf sollte die Kenngröße NOPAT/EV deutlich über 8,5 Prozent liegen.«

EVI: Das bedeutet aber auch, dass Top-Performer wie Aixtron (ISIN: DE0005066203) oder Dialog Semiconductor (ISIN: GB0002374006), die durch bestimmte Sonderfaktoren getrieben werden, in Ihrem Portfolio zwangsläufig außen vor bleiben.

Schupp: Wir hielten beide Titel eine Zeitlang, als sie wirklich günstig waren. Aixtron ist mir in Erinnerung geblieben, weil ich bei meinem Besuch Ende 2005 den Investor-Relations-Manager getröset habe, der an

den Kapitalmärkten verzweifelte. Dialog Semiconductor haben wir gekauft, als die Aktie im Zuge des BenQ-Konkurses drastisch unter ihren Buchwert sank.

Damals sind wir für etwa einen Euro eingestiegen, da negatives Wachstum eingepreist war. Allerdings haben wir bei drei Euro bereits verkauft, weil dann eben Wachstumsphantasie in den Kurs hineinkam. Und Phantasie ist eine schlechte Investitionsgrundlage. Uns ist klar, dass Spöttler in solchen Fällen sagen: Die letzten 300 Prozent for the boys!

EVI: Warum haben Sie Ihre Gewinne nicht laufen lassen?

Schupp: Ganz einfach, weil wir spannendere, günstigere Unternehmen suchen, wenn ein Titel den fairen Wert erreicht hat. Wir wollen keine heiße Luft im Portfolio halten.

EVI: Positives Momentum zählt für Sie demnach überhaupt nicht? Einige Ihrer Kollegen nutzen durchaus die Technische Analyse. Einerseits, um Gewinner nicht zu früh zu verkaufen, andererseits, um die von Ihnen angesprochenen Value Traps zu umgehen.

Schupp: Und sie tun das zum Teil durchaus mit Erfolg. Aber das würde meinem fundamentalen Ansatz widersprechen. Ich kann damit leben, dass eine Aktie, die ich frühzeitig ausgegraben und zum

fairen Wert verkauft habe, noch weiterläuft, wenn der Markt auf sie aufmerksam geworden ist.

Als Value Investor muss man es eben als Normalfall akzeptieren, dass man meist zu früh ein- und aussteigt. Die Alternative, sich zusätzlich auf Momentum-Indikatoren und Trendfolgesysteme zu stützen, birgt für mich die Gefahr, dass über kurz oder lang nur noch die Technik über Ein- und Ausstieg entscheidet.

EVI: Was tun Sie konkret, um Value Traps zu vermeiden?

Schupp: Wir gewichten zwar nach Kurspotenzial, aber in der Regel machen Neuaufnahmen nur 0,5 Prozent des Portfoliowertes aus. Das optimiert die Risikosteuerung, weil sich der Verlust in Grenzen hält, falls wir die Sachlage falsch eingeschätzt haben sollten. Zum anderen halten wir uns damit die Option offen, die Position immer weiter aufzustocken, wenn der Kurs weiter nachgibt und wir nach wie vor überzeugt sind.

EVI: Wie hoch ist Ihr Portfolioumschlag?

Schupp: Zwischen 0,3 und 0,5, was einer Haltedauer von zwei bis drei Jahren entspricht. Wir kaufen oder verkaufen aber nie eine Position auf einmal, sondern bauen diese über einen längeren Zeitraum auf oder ab. Deshalb vergehen

vom ersten Kauf bis zur endgültigen Auflösung einer Position durchaus fünf Jahre.

EVI: Fließen Makroanalysen in Ihren Entscheidungsprozess ein?

Schupp: Auch das versuchen wir weitgehend auszublenden. Ähnlich wie Aktienanalysten in ihren Gewinn-schätzungen, tendieren Volkswirte dazu, Wachstumszahlen der zurückliegenden Quartale auf die Zukunft fortzuschreiben.

Anders ist nicht zu erklären, warum Konjunkturprognosen laufend unterjährig, dem jeweiligen Trend folgend, nach oben oder unten korrigiert werden.

»Als Value Investor muss man es als Normalfall akzeptieren, dass man meist zu früh ein- und aussteigt.«

Unseren Anlagehorizont von drei bis fünf Jahren sehen wir als lang genug an, um kurzfristige Makrotrends zu glätten. Aufpassen muss man allerdings, dass man Strukturbrüche rechtzeitig erkennt.

EVI: Ein Beispiel?

Schupp: Beim Gros der Printmedien halte ich die Rückkehr zu normalisierten Ertragswerten der Vergangenheit auch über einen mehrjährigen Zeitraum für unwahrscheinlich. Immer mehr Kleinanzeigen wandern von den Tageszeitungen ins Internet. Dieser Trend wird sich kaum mehr aufhalten lassen. Alles in allem sind Strukturbrüche aber sehr viel seltener als die Masse glaubt. Viel zu schnell werden neue Modethemen zu Megatrends erklärt und Altbewährtes totgesagt.

EVI: Was wird Ihnen denn zu schnell totgesagt?

Schupp: Der Automobilsektor wäre da ein gutes Beispiel, noch eklatanter vielleicht die Versicherungen, denen wegen des vermeintlich schlechten Kapitalmarktumfeldes derzeit niemand mehr die Rückkehr zu früherer Ertragskraft zutraut.

EVI: Was meinen Sie mit vermeintlich schlecht?

Schupp: Mich erinnert das Marktumfeld stark an 1993/94 oder auch 2003/04. Dem Schock der Rezession folgte in beiden Fällen eine liquiditätsgetriebene Rallye. Da die Kurse – so auch dieses Mal – von ihren Tiefstständen schon ein gutes Stück entfernt sind, traut niemand dem Braten so recht, was aus antizyklischer Sicht ein gutes Zeichen ist.

EVI: Die Börsenampel steht Ihrer Meinung nach also auf Grün?

Schupp: Für selektive Investments mit Sicherheit. In der ersten Welle nach einer Rezession steigen normalerweise die Zykliker, die zuvor am stärksten verprügelt wurden. Diese Phase haben wir gesehen:

Chemie, Stahl, Maschinenbau – das alles ist nicht mehr billig.

1994 und 2004 sind dann in der zweiten Welle, als die Unsicherheit noch groß war, wie es weitergeht, vor allem defensive Branchen gestiegen: Versorger, Food & Beverages und dergleichen.

Diese Phase haben wir dieses Mal wohl übersprungen. Ich sehe weder bei Utilities noch bei Food & Beverages herausragende Kaufgelegenheiten. Nestlé (ISIN: CH0012056047) zum Beispiel notiert auf Allzeithoch. Also suchen wir, getreu unserer Philosophie, in den Branchen nach Unterbewertungen, die über einen besonders langen Zeitraum hinweg nicht gelaufen sind.

EVI: Und landen im Versicherungssektor?

Schupp: Richtig. Dem Versicherungsgeschäft wird nachgesagt, es sei sehr risikobehaftet. Derzeit wird alles gemieden, was in irgendeiner Weise mit Risiko zu tun hat. In solchen Zeiten ist es aber eben nicht übermäßig riskant, in solche Werte zu investieren. Das Schöne am Versicherungssektor ist, dass man nicht einmal lange im Kursteil blättern muss. Wenn man sich nur mit dem Buchstaben A beschäftigt, findet man mit Aegon (ISIN: NL0000303709), Allianz (DE0008404005) und AXA (FR0000120628) gleich drei Blue Chips zu äußerst vernünftigen Bewertungen.

EVI: Wobei die günstige Bewertung zumindest im Fall der Allianz aber auch daher kommt, dass man sich als Allfinanzkonzern aufstellen wollte und bis heute dafür büßt.

Schupp: Wir haben Allianz auch erst nach der Trennung von der Dresdner Bank gekauft. Vorher hatten wir die Münchener Rück (ISIN: DE0008430026) favorisiert. Nach dem Dreba-Verkauf gab es im Herbst aber keinen Grund mehr, warum Münchener Rück stabil blieb, während sich der Allianz-Kurs halbierte. Deshalb haben wir die Aktien getauscht.

EVI: Demnach sind Investoren Ihrer Meinung nach also tatsächlich besser beraten, Versicherungen ohne angeschlossene Bank auf die Watchlist zu setzen.

Schupp: Zumindest ohne angeschlossene Investmentbank. Denn dieses Geschäftsmodell mögen wir gar nicht.

EVI: Warum?

Schupp: Weil es hochgradig zyklisch ist. Und zu allem Überfluss wird der Aktionär, wenn es gut läuft, nur zu 70 Prozent am Gewinn beteiligt, weil sich Investmentbanker mindestens 30 Prozent in Form von Boni in die eigene Tasche stecken. In schlechten Jahren trägt der Aktionär den Schaden aber zu 100 Prozent. Das kommt mir vor wie ein Fonds mit 30 Prozent Performance Fee ohne High Watermark. Wenn Sie einen solchen Fonds kaufen würden, würde ich ihn Ihnen gerne anbieten.

EVI: Danke, kein Bedarf. Wie halten Sie es allgemein mit Bankaktien?

Schupp: Wir halten derzeit zwei im Fonds: Aareal (ISIN: DE0005408116) hat überhaupt kein Investmentbanking. Bei Crédit Agricole (FR0000045072) spielt es eine sehr, sehr untergeordnete Rolle.

EVI: Eine Zeitlang hielten Sie Fortis (ISIN: BE0003801181), was Sie heute als eines Ihrer schlechtesten Investments bezeichnen.

Schupp: Die Geschichte war nahezu unglaublich. Aufgrund von Gerüchten, der Konzern sei angeschlagen, gab es eines Freitags eine Telefonkonferenz, die ich mir angehört habe. Darin wurde herausgestellt, dass alles in bester Ordnung sei und das Eigenkapital der Gesellschaft mehr als 30 Milliarden Euro betrage.

Am folgenden Montag gab es eine neue Telefonkonferenz unter einem neuen Vorstand. Übers Wochenende war das Institut teilverstaatlicht worden. Die Bank sei auf diese Weise gerade noch gerettet worden. Denn die belgische und die niederländische Regierung hatten befürchtet, dass in der Folgewoche ein

»Wir suchen in den Branchen nach Unterbewertungen, die über einen langen Zeitraum nicht gelaufen sind.«

Run auf die Bank hätte einsetzen können, bei dem jeder noch schnell versucht, sein Erspartes abzuheben.

EVI: In diesem Fall haben Sie auch aktivistisch gehandelt.

Schupp: Ja, ausnahmsweise. Die vom Staat angebotene Entschädigung für die Aktionäre war ein Witz. Bei der Fortis-Hauptversammlung flogen Geld und Schuhe. Um gegen den staatlichen Eingriff vorzugehen, haben wir uns an einer Sammelklage des belgischen Anwalts Mischaël Modrikamen beteiligt. Aber das soll, wie gesagt, eine Ausnahme bleiben.

EVI: Inwieweit vertrauen Sie Aussagen des Managements noch?

Schupp: Bei Small- und Midcaps gibt es kaum eine Alternative zum persönlichen Kontakt mit dem Management; hier muss man sich als Investor selbst ein Bild machen. Bei Großkonzernen gibt es dagegen selten Fragen, die nicht schon gestellt wurden. Alles in allem, schützt aber auch der intensive Dialog nicht vor einem Reinform, wenn kriminelle Energie im Spiel ist.

EVI: Sie sprechen aus eigener Erfahrung?

Schupp: Leider ja. Bei Parmalat (ISIN: IT0003826473), auf den ersten Blick ein solider italienischer Molkereikonzern, musste ich Lehrgeld bezahlen. Ich hatte investiert, als die Aktie wegen der ersten Gerüchte über Bilanzmanipulationen schon unter Druck stand. Damals hatte ich mich auf die von den Wirtschaftsprüfern testierten Zahlen verlassen – und bin prompt reingefallen. Das ist genau das Problem: Wir können und wir dürfen nicht mehr wissen als der Wirtschaftsprüfer. Wenn man auf testierte Daten nicht mehr vertrauen kann, weil auch diese manipuliert sind, steht man dem als Investor machtlos gegenüber. Der Unterschied zwischen puristischem Value Investing und dem Kauf von Unternehmen, die später Konkurs anmelden, ist dann oft nur eine Nuance.

»Wenn man auf testierte Daten nicht mehr vertrauen kann, steht man dem als Investor machtlos gegenüber.«

EVI: Lassen Sie uns zu den Erfolgsgeschichten kommen. Welches war Ihr bestes Investment der jüngeren Vergangenheit?

Schupp: Nach der Fidecum-Gründung war Danieli (ISIN: IT0000076502) mit Sicherheit einer unserer Top-Performer. Die Aktie war im Gleichschritt mit der Stahlbranche kollabiert. Doch eigentlich ist Danieli kein Stahlhersteller, sondern ein Stahlwerkaustrüster.

Nachdem der Kurs von 27 auf sechs Euro eingebrochen war, habe ich das Unternehmen in Udine an der italienisch-slowenischen Grenze besucht, um mir ein Bild zu machen.

Danieli hatte seinerzeit einen negativen Enterprise Value, also mehr Barmittel in der Kasse als Marktkapitalisierung. Zudem war das Orderbuch prall gefüllt. Allein durch den Auftragsbestand war die Produktion bis Ende 2010 ausgelastet. Der Kurs hat sich in 2009 verdreifacht.

EVI: Derzeit nimmt Renault (ISIN: FR0000131906) über neun Prozent Ihres Fondsvolumens ein. Ist es nicht riskant, in Automobilwerte investiert zu sein?

Schupp: Darauf werden wir auch von vielen unserer Kunden angesprochen. Die Automobilindustrie befindet sich derzeit in einer schwierigen Situation.

In den Medien dominieren die Themen Abwrackprämie und Überkapazitäten.

Die gängige Meinung ist, dass durch die Abwrackprämie auf Jahre hinaus der Absatzkanal im Kleinwagensegment verstopft ist. Unserer

Ansicht nach hat die Abwrackprämie den Mitarbeitern und den Zulieferern geholfen, nicht aber den Automobilherstellern, die durch die Bank 2009 rote Zahlen geschrieben haben. Kleine Autos bringen nicht die Margen, sondern diese kommen aus den Geschäftswagen. Die

Unternehmen können Ersatzbeschaffungen zwar eine Zeitlang hinausschieben, aber irgendwann sind sie fällig.

EVI: Reicht das, um das Problem der Überkapazitäten zu beheben?

Schupp: Viel zu oft wird die Existenz von Überkapazitäten als Argument für die gegenwärtige Situation im Automobilssektor herangezogen. Damit wird aus unserer Sicht jedoch am eigentlichen Thema vorbeiarbeitet. Die Branche hat derzeit zweifelsfrei ein konjunkturelles Problem.

Mit dem strukturellen Problem der Überkapazitäten lebt sie bereits seit über 15 Jahren - und das gar nicht mal so schlecht. Durch den Abbau von Überkapazitäten alleine ist die Konjunkturkrise nicht zu bekämpfen.

Viele Anleger sind gegenüber der Autoindustrie sehr skeptisch und warten auf den Big Bang - dass, wie bei Opel um Haaresbreite geschehen, ein Hersteller in sich zusammenklappt. Aber selbst, wenn ein Hersteller Konkurs anmelden muss, verschwinden ja die Werke und damit die Produktionskapazitäten nicht über Nacht - siehe GM.

Letztendlich kann die Kapazitätsanpassung nur über einen längeren Zeitraum geschehen, indem - wie in der Vergangenheit - hier mal ein Werk, dort mal ein Band stillgelegt wird. In der Branche wird doch seit Jahrzehnten mehr Personal ab- als aufgebaut. Beispielsweise hat Daimler nach der Übernahme von Chrysler 50 Prozent der Chrysler-Mitarbeiter freigesetzt und damit schon viel Produktionskapazität aus dem Markt genommen.

EVI: Schön für die Branche, dass sie mit den Überkapazitäten so lange gut gelebt hat. Aber das konjunkturelle Problem besteht ja weiter.

Schupp: Konjunkturzyklen kennen wir schon aus der Bibel. Im Moment sind wir im Zyklus ziemlich weit unten, was sich auch in den günstigen Kursen zeigt.

»Durch den Abbau von Überkapazitäten alleine ist die Konjunkturkrise nicht zu bekämpfen.«

EVI: Und diese haben Sie bei Renault bereits genutzt. Ist die Aktie auch heute noch ein Kauf?

Schupp: Dafür spricht ganz klar die Bewertung. Die Marktkapitalisierung beträgt heute ca. neun Milliarden Euro. Allein die Beteiligungen an Nissan (42%) und Volvo (20%) sind derzeit zusammen 14,5 Milliarden Euro wert. Unter Berücksichtigung von Renaults Schuldenposition in Höhe von rund 5,5 Milliarden Euro bekämen Sie das gesamte Geschäft der Kernmarke Renault und zusätzlich Dacia zum Nulltarif.

EVI: Auch der französische Staat gewährte im vergangenen Jahr eine Absatzprämie. Hat diese französische Variante der „Abwrackprämie“ dazu beigetragen, die Konjunkturschwäche der Automobilindustrie abzufedern? Und inwiefern konnte Renault davon profitieren?

Schupp: Die in Frankreich gezahlte Absatzprämie war in der Tat sehr wichtig, um die Branche zu stützen. Sie hat aber, wie in Deutschland, in erster Linie Arbeitnehmern und Zulieferern geholfen, insofern, dass dadurch viele Arbeitsplätze erhalten bleiben konnten und die häufig kleinen und mittelständischen Zuliefererbetriebe einen weiterhin gesicherten Absatz hatten. Dass sie Renault nicht weitergebracht hat, lässt sich an den über drei Milliarden Euro Verlust ablesen, die im Jahr 2009 aufliefen.

EVI: Wie ist Renaults Situation im Vergleich zum am Heimatmarkt agierenden Konkurrenten Peugeot (ISIN: FR0000121501) zu sehen?

Schupp: Peugeot ist mit Sicherheit kein schlechtes Unternehmen. In Anbetracht der strategischen Beteiligung an Nissan sehen wir Renault jedoch deutlich besser aufgestellt. Vor allem bieten sich Renault hierdurch Möglichkeiten, gemeinsame Produktentwicklungen für verschiedene Modelle und Marken zu nutzen. Durch den Größenvorteil ergeben sich Economies of Scale.

EVI: Das hört sich sehr vielversprechend an. Gibt es bei dem Investment Renault auch Risiken zu beachten?

Schupp: Keine Aktie ist ohne Risiko. 2009 war ein Verlustjahr, im Frühjahr war, wie bei vielen anderen Unternehmen auch, die Liquidationssituation angespannt.

Der französische Staat ist - wie übrigens auch bei Peugeot - mit drei Milliarden Euro eingesprungen und wird beim Thema Arbeitsplatzzerhalt im Inland in Zukunft sicher ein Wörtchen mitreden wollen.

EVI: Als zweite Aktienidee haben Sie uns ASM International (ISIN: NL0000334118) mitgebracht. Was macht das niederländische Maschinenbauunternehmen für Value Investoren so interessant?

Schupp: ASM International hat sich im Maschinenbau ganz auf die Produktion von Fertigungsmaschinen für die Halbleiterindustrie spezialisiert. Das Unternehmen liefert für jeden Produktionsschritt im Front-End-Bereich – die Herstellung von Halbleiterplatten – die passende Maschine. Über die in Hongkong notierte Tochter ASM Pacific Technology (ISIN: KYG0535Q1174) wird darüber hinaus der gesamte Back-End-Bereich – die Weiterverarbeitung der Halbleiterplatten, beispielsweise zu Chips für die IT-Branche – abgedeckt. Damit ist ASM ein perfekter und rentabler Nischenplayer.

EVI: Ist das Back-End-Geschäft der Tochter nicht von der Rendite her das

RENAULT S.A.

ISIN: FR0000131906

Geschäftsmodell:

franz. Automobilhersteller, strategische Allianz mit Nissan und Beteiligung an Volvo; wichtigste Marken: Renault, Dacia

Aktieninformationen (22.03.2010):

Kurs: EUR 33,88
 52-Wochen: EUR 40,10 - EUR 14,55
 Dividendenrendite: (2010e) 0,82%
 (2009) 0,00%
 Marktkapitalisierung: EUR 9.717 Mio.
 Börsenplätze: NYSE Euronext Paris

Finanzkennzahlen (2009):

Umsatz: EUR 33.712 Mio.
 Operative Marge: -1,17%
 Nettomarge: -9,10%

Bewertungskennzahlen:

	Renault	CAC40
KGV (ttm):	neg.	15,40
KBV (mrq):	0,58	1,34

Aktionärsstruktur:

Eigene Anteile (Treasury Stock Renault)*	1,59%
Mitarbeiter	3,34%
Franz. Staat	15,01%
Nissan**	15,00%
Streubesitz	65,06%

* ohne Stimmrecht

** Nissan kann das Stimmrecht dieser Aktien nicht ausüben

RENAULT KURSENTWICKLUNG



INVESTMENTTHESE

Renault ist als stärkster französischer Automobilhersteller neben seiner Positionierung am Heimatmarkt vor allem durch seine strategische Allianz mit Nissan und seiner Beteiligung an Volvo international hervorragend aufgestellt. Neben der traditionellen Marke Renault stärkt vor allem die Marke Dacia die russischen und indischen Aktivitäten. Renault ist derzeit wie alle Automobilhersteller von der schwachen Konjunktur betroffen. Die derzeitige Bewertung am Aktienmarkt bietet gute Chancen.

wesentlich attraktiver? Was spricht für ein Investment in die im Front-End-Bereich operierende Mutter?

Schupp: Einerseits ist es richtig, dass ASM tatsächlich im Front-End-Geschäft seit Jahren Verluste schreibt. Andererseits wird diese Sparte derzeit mit einem negativen Unternehmenswert von 500 Millionen Euro bewertet. Die Market Cap des gesamten Unternehmens steht derzeit bei ca. 840 Millionen Euro. Die Hongkonger Tochter weist eine Marktkapitalisierung von rund 2,5 Milliarden Euro auf. Und eben daran ist ASM International mit 53% beteiligt.

Damit sind ca. 1,3 Milliarden Euro der niederländischen Mutter zuzuordnen. Dies entspricht etwa dem 1,5-fachen des Marktwertes von ASM. Und eben darin liegt die Story: Die Bewertung von ASM ist eine einmalige Chance. Sie bekommen bei einem Kauf das rentable Back-End-Geschäft quasi umsonst dazu.

EVI: Sie sprachen eben die negative Bewertung des Front-End-Geschäftes an. Wie kommt es dazu? Weniger als nichts kann doch ein Geschäft nicht wert sein, oder?

Schupp: Das ist auch meine Meinung. Der Aktienmarkt scheint es jedoch anders zu sehen.

EVI: Wie lange beobachten Sie ASM International schon?

Schupp: ASM habe ich als Investment schon seit vielen Jahren auf meinem Schirm. Tatsächlich war das Unternehmen bereits in den Jahren 2005, 2006 während meiner Tätigkeit bei MainFirst in einem meiner Fonds. Bei Fidecum sind wir dann im Herbst 2008 eingestiegen. Nachdem dann die Kurse in 2009 weiter purzelten, haben wir die Gelegenheit zum Nachkauf und zur Aufstockung der Position genutzt.

EVI: Ist die Flaute im Front-End ausschließlich ein konjunkturelles Problem? Oder sehen Sie auch andere Gründe?

Schupp: ASM ist ganz klar ein zyklischer Wert. Für die derzeit nicht gerade berauschende Entwicklung ist in der Tat

ganz maßgeblich die schwache Konjunktur verantwortlich. Daneben gab es im Front-End-Geschäft von ASM aber auch ein nicht unwesentliches hausgemachtes Problem: Zu hohe Produktionskosten - dadurch, dass der wesentliche Teil der Produktion bisher in Europa angesiedelt war. ASM ist aber gerade dabei, dieses Problem durch Verlagerung nach Asien in den Griff zu bekommen. Wir gehen von einer deutlichen Erholung bei ASM aus, wenn die Konjunktur anspringt. Daher ist ASM derzeit ein echtes Schnäppchen.

EVI: Ist denn die Chip-Produktion bzw. der gesamte Back-End-Bereich weniger zyklisch? Schließlich schreibt ASM Pacific Technology dort weiterhin schwarze Zahlen.

Schupp: Das Geschäft ist von der Nachfrageseite her nicht weniger zyklisch. ASM Pacific Technology kann jedoch in Asien schneller und flexibler auf Nachfrageschwankungen reagieren als in Europa. Es ist dort ohne größere Probleme möglich, Mitarbeiter über einen längeren Zeitraum nach Hause zu schicken und erst bei Bedarf wieder zurückzuholen.

EVI: Wie Sie bereits erwähnten, bewertet der Markt die Hongkonger Gesellschaft wesentlich höher als die niederländische Mutter. Steckt hinter dieser höheren Bewertung nicht auch eine zu hohe Erwartungshaltung und Zukunftsmusik seitens der Anleger?

ASM INTERNATIONAL

ISIN: NL0000334118

Geschäftsmodell:

niederländischer Maschinebauerhersteller mit Spezialisierung auf Produktionsmaschinen für die Halbleiterindustrie.

Aktieninformationen (22.03.2010):

Kurs: EUR 19,69
52-Wochen: EUR 19,92 - EUR 11,66
Dividendenrendite: (2010e) 0,90%
(2009) 0,52%
Marktkapitalisierung: EUR 1.065 Mio.

Finanzkennzahlen (2008):

Umsatz: EUR 747,4 Mio.
Operative Marge: 7,98%
Nettomarge: 2,46%

Bewertungskennzahlen:

	ASM	AEX
KGV (ttm):	neg.	14,09
Die größten Aktionäre (Stand März 2009):		
Arthur H. del Prado*		21,1%
Hermes Focus Asset Management		15,1%
Centaurus Capital		7,2%
Streubesitz (Beteiligungen unter 5%)		56,6%

* inkl. der Aktienanteile seines Sohnes, Chuck P. del Prado und der Anteile des von ihm gemanagten Trusts Stichting Administratiekantoor ASMI

ASM KURSENTWICKLUNG



INVESTMENTTHESE

ASM International hat sich als Maschinenbauer perfekt auf die Halbleiterindustrie spezialisiert. Zusammen mit der Hongkonger Tochter ASM Pacific Technology kann das Unternehmen den kompletten Front-End und Back-End-Bereich abdecken. Vom Markt wird das Unternehmen stark unterbewertet. Das Front-End-Geschäft leidet derzeit stark unter der schwachen Konjunktur, was sich mit Eintreten der Erholungsphase bessern wird. Das hausgemachte Problem zu hoher Produktionskosten ist durch die Verlagerung nach Asien schon jetzt gelöst.

»THE CHEST – FIDECUM AG«

Schupp: Das ist sogar mit hoher Wahrscheinlichkeit der Fall. Natürlich ist dadurch auch ein Risiko in der Bewertung der Hongkonger Tochter zu sehen.

Jedoch, selbst wenn ASM Pacific Technology vom Markt doppelt so hoch bewertet wäre als der faire Wert anzusetzen wäre, wäre die Beteiligung der Mutter immer noch mehr wert als Sie heute für ASM zahlen würden.

EVI: Wie schätzen Sie das Management ein?

Schupp: Wir sind regelmäßig mit dem Unternehmen in Kontakt. Das Management bei ASM ist aus unserer Sicht ganz von der klassischen Schule. Es ist vorrangig an der operativen Entwicklung des Unternehmens interessiert, neomodisches Finance Engineering ist weniger ein Thema. Diese Haltung des Managements sagt uns sehr zu. Es hat die richtigen Maßnahmen zur Lösung der hausgemachten Probleme getroffen und sich für die Produktionsverlagerung nach Asien entschieden.

EVI: Vielen Dank für das Interview! ■

Kontakt:

Fidicum AG

Kaiser-Friedrich-Promenade 65

D-61348 Bad Homburg

Tel.: +49 (0) 6172 / 6 82 65 13

Fax: +49 (0) 6172 / 6 82 65 19

E-Mail: info@fidicum.com

Internet: www.fidicum.com

Hinweis:

Für den gesamten Inhalt dieses Atikels gilt der Risikohinweis/ Haftungsausschluss auf Seite 24 dieser Ausgabe zu beachten.

Fidicum Contrarian Value Euroland (ISIN: LU0370217092):

Im ersten Fidicum-Fonds setzen Hans-Peter Schupp und Andreas Czeschinski ihre antizyklische Value-Strategie um. Der Fonds ist für Large-, Mid- und Small Caps offen. Die Einzelwerte werden nach Kurspotenzial gewichtet, unabhängig von Größe und Marktkapitalisierung der Unternehmen, wobei jedoch mindestens 30% in liquiden Standardtiteln angelegt sein müssen, um ein fungibles Portfolio zu gewährleisten. Die Zahl der Einzelwerte variiert zwischen 25 und 55, je nach dem, ob stärker in Blue Chips oder Nebenwerte investiert wird. Als Faustregel gibt Schupp aus: „In hoch bewerteten Märkten werden wir defensiver, in niedrig bewerteten offensiver“. Grundlage der Aktienauswahl ist ein researchgetriebener Bottom-Up-Ansatz, bei dem das volkswirtschaftliche Gesamtumfeld ausgeblendet wird. Eine Top-Down-Analyse, in die das makroökonomische Umfeld und die Einschätzung zu bestimmten Branchen einbezogen werden, erfolgt nur zur Risikooptimierung des Portfolios, da Klumpenrisiken vermieden werden sollen.

Langfristig hat Schupp bewiesen, den Markt schlagen zu können. Er will aber auch nicht verschweigen, dass mit seinem Ansatz Phasen der Underperformance programmiert sind. Nach dem Start im Crashjahr 2008 mit 31% Verlust, legte der Fonds 2009 um 49,2% zu. Die jährl. Verwaltungsgebühr beläuft sich auf 1,4% plus Performance-Fee. Ab einer Anlagesumme von 95.000 Euro wird für institutionelle Investoren auch die Anteilsklasse C (ISIN: LU0370217688) mit günstigeren Verwaltungsvergütungen angeboten. ■

FIDECUM SICAV – CONTRARIAN VALUE EUROLAND A

ISIN: LU0370217092

Fondstrategie:

Aktienfonds, der in Large-, Mid- und Small Caps weltweit investiert. Benchmark: DJ Euro Stoxx(R).

Anlagestil: Contrarian Value-Stil

Fondsdaten :

Auflagedatum: 15.07.2008
Land: Luxemburg
Währung: EUR
Fondsvolumen: EUR 62,4 Mio.
Ausschüttungsart: jährliche Ausschüttung

Kursinformationen (23.03.2010):

Kurs: **EUR 53,53**
Rendite lfd. Jahr: 6,02%

Länderaufteilung (28.02.2010):

Frankreich	41,4%
Deutschland	28,5%
Niederlande	12,0%
Italien	9,8%
Großbritannien	3,5%
Weitere	5,0%

Top 10 Positionen (per 28.02.2010):

1. Renault	9,1%
2. Deutsche Post	7,9%
3. Allianz	6,8%
4. AXA	6,5%
5. Aegon	5,8%
6. Aareal Bank	4,8%
7. ENI	4,4%
8. Sanofi-Aventis	4,4%
9. IVG Immobilien	4,2%
10. Daimler	4,2%

FIDECUM CONTRARIAN VALUE EUROLAND KURSENTWICKLUNG

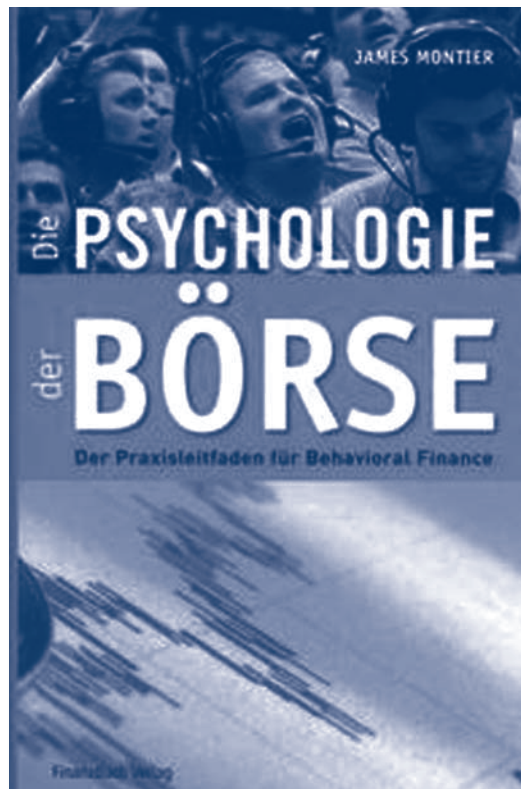


Wertentwicklung p.a.: 23.03.2010

1 Monat	3 Monate	6 Monate	1 Jahr	lfd. Jahr
9,02%	6,44%	5,56%	84,27%	6,02%

James Montier: Die Psychologie der Börse

Behavioural Finance ist die Wissenschaft, die die Lücke zwischen Anlegerpsychologie und Investitionstätigkeit schließt. James Montier gilt aus der Experte auf diesem Gebiet. Mit seinem 2007 veröffentlichten Buch *Behavioural Investing* (Englischer Originaltitel) ist es ihm nicht nur gelungen, die Ergebnisse jahrelanger Forschungsarbeit in einem Werk zu bündeln und so den aktuellen Stand der Wissenschaft darzulegen. Er hat damit gleichzeitig das neue Standardwerk über Behavioral Finance geschaffen. Das Buch ist ein Muss für alle Anleger, die danach streben, ihr Anlegerverhalten nachhaltig zu verbessern. Unter dem Titel *Die Psychologie der Börse* ist das Buch jetzt knapp drei Jahre nach Ersterscheinung erstmals in deutscher Übersetzung erschienen.



*James Montier:
Die Psychologie der Börse
– Der Praxisleitfaden für
Behavioural Finance
(Englischer Originaltitel:
Behavioural Investing,
veröffentlicht von Wiley &
Sons Limited, 2007)
FinanzBuch Verlag, 2010
ISBN: 978-3-89879-480
Gebundene Ausgabe, 1053 Seiten*

Sollten Sie jemals die Gelegenheit haben, einen Vortrag von James Montier zu hören, dann verpassen Sie diese auf keinen Falls. James Montier sprüht geradezu vor britischem Humor, und seine Vorträge haben einen extrem hohen Unterhaltungswert. - Aber lassen Sie sich durch den Humor nicht täuschen! James Montier ist der vielleicht beste Experte für verhaltenswissenschaftliche Finanzforschung (Behavioural Finance), den die Welt derzeit hat.

Die Psychologie der Börse (Englische Originalausgabe: *Behavioural Investing*, 2007) ist das beste Buch, das es derzeit über den verhaltenswissenschaftlichen

Investmentansatz gibt. Knapp drei Jahre nach Ersterscheinung ist es jetzt erstmalig in deutscher Übersetzung erhältlich.

Neues Standardwerk im Bereich Behavioural Finance

Stellte sein erstes Buch über verhaltenswissenschaftliche Finanzforschung (*Behavioural Finance*, erstmalig veröffentlicht im Jahr 2002) eher eine Aneinanderreihung seiner vor Studenten über dieses Thema gehaltenen Vorlesungen dar, so ist ihm mit *Behavioural Investing* ein neues Standardwerk in diesem Bereich gelungen. Das Buch trägt die Ergebnisse

jahrelanger Forschungsprojekte zusammen und arbeitet den aktuellen Stand der Forschung umfassend auf. Dementsprechend umfangreich ist es. - Das Werk umfasst mehr als 1000 Seiten.

Die Länge sollte Sie aber nicht abschrecken. *Behavioural Investing* (*Die Psychologie der Börse*) ist in viele kleine und leicht lesbare Unterkapitel zu einzelnen Themen aufgeteilt, so dass es sowohl als Nachschlagewerk dienen kann, als auch zur schrittweisen Lektüre eignet: Sie können sich immer dann eine weitere Anregung der verhaltenswissenschaftlichen Finanzforschung genehmigen, wenn Ihnen danach ist.

Die sieben Sünden des Fondsmanagements

James Montier befasst sich in diesem Buch ausführlich mit den Schwachstellen des „durchschnittlichen“ Anlageprozesses. Anhand der Untersuchung einer klassischen Fondsgesellschaft deckt er typische Verhaltensmuster und weitverbreitete verhaltensbezogenen Urteilsfehler auf. Anhand der Ergebnisse seiner Untersuchungen formuliert er „sieben Sünden des Fondsmanagements“. Zu den Leistungen von Finanzanalysten und Wirtschaftsforschungsinstituten und der Aussagefähigkeit von Prognosen bezieht er klar Stellung: In Summe leisten Finanzanalysten und Wirtschaftsforschungsinstitute nichts. Die Prognosen laufen meist mit dem Zyklus und sind damit wertlos.

James Montier: „*Finanzanalysten und Prognostiker laufen mit ihren Gewinnschätzungen und Prognosen meist der Wirklichkeit hinterher. Sie ändern ihre Meinung nur, wenn es unabwend-*

bar Beweise gibt, dass sie falsch waren, und sie ändern ihre Meinung nur sehr langsam.“

Das war auch während der Rezession der Jahre 2008 – 2009 zu beobachten: noch im Frühjahr 2008 wollte kaum ein Institut es wahrhaben, dass eine Rezession kommen könnte. Dabei war sie schon in vollem Gange. Im Herbst 2008 – als die Rezession schon sehr spürbar war – konzedierten die Institute, dass es wohl eine Rezession gebe. Und im Winter sprach man dann von einem dramatischen Rückgang der wirtschaftlichen Aktivität – wieder lange, nachdem der Einbruch wirklich erfolgt war. Superinvestor Warren Buffett hat für dieses Verhalten eine plausible Erklärung parat: „Als Spezies haben Lemminge einen schlechten Ruf, aber kein einzelner Lemming ist jemals individuell für sein Verhalten zur Rechenschaft gezogen worden.“

Heuristiken – Fallen, die uns unser Gehirn stellt

In einem anderen Abschnitt in *Behavioural Investing (Die Psychologie der Börse)* befasst sich Montier mit eben den Fallen, die uns das Gehirn stellt, zum Beispiel der sogenannten Verankerungsheuristik (engl. „Anchoring“). Warum zum Beispiel schätzen wir eine Größe ganz unterschiedlich ein, je nachdem, welche Zahlen man uns vorher gezeigt hat? Warum orientieren wir uns bei unseren Aktieninvestments an Kursdaten der Vergangenheit, obwohl diese für die Zukunft meist wenig Aussagekraft haben?

James Montier: „Um bessere Investmententscheidungen zu treffen, müssen wir mehr über das Denken nachdenken.“

Damit trifft Montier den Nagel auf den Kopf: Wir haben kein Defizit an Informationen, sondern wir haben ein Defizit an kritischen Gedanken. Zusammen mit seinem Kollegen Albert Edwards, kritisierte James Montier nach Eintritt der Finanzkrise die Risikomodelle der Banken im Interview mit der Schweizer Wirtschaftszeitung *Finanz und Wirtschaft* als „Pseudowissenschaft“. Es sei „absurd“, dass man Risiken wirklich quantifizieren könne.

„Es wurden völlig abgehobene Modelle kreiert, und weil kaum jemand sie versteht, stellt sie auch niemand mehr in Frage. Wir wurden von der dunklen Seite der Mathematik verführt. Die Finanzmarkttheorie basiert auf der Standardabweichung, aber haben Sie schon einmal jemanden getroffen, der sich in einer Hausse um die Standardabweichung kümmert?“

Das Tao des Anlegens

James Montier zeigt jedoch nicht nur die wichtigsten Fehler des durchschnittlichen Anlageprozesses auf, er skizziert auch, wie diesen auf Verhalten basierenden Voreingenommenheiten entgegengewirkt werden kann. Im Mittelpunkt steht dabei der konträre oder wertorientierte Investmentansatz. In diesem Teil des Buches geht Montier u.a. auf die Eigenschaften der besten Fondsmanger ein und geht der Frage nach dem Wesen des Risikos nach.

James Montier ist ein Mensch, der die Sachen auf den Punkt bringt, nicht um den heißen Brei herumredet, dabei ein extrem profundes Wissen hat und auch noch ein sehr angenehmer Gesprächspartner ist. Er ist durchaus ein Value Investor, aber er schaut sich auch Marktgrößen wie Sentiment, Kreditzyklen oder andere Makroindikatoren und Screens an, um zu seinen Investmententscheidungen zu gelangen.

Um 2007 herum wurde er zum Bären. Sein Kommentar: „Niemand mag einen Bären. Als Karriereschritt ist bearishness keine gute Idee. In einem Bullenmarkt wird Dir keiner zuhören und in einem Bärenmarkt hat keiner Geld, um Deinen Rat zu bezahlen.“ Und im Sommer 2009 wurde Montier bullish: „Aus meiner Sicht ist es sehr einfach – Sie kaufen, wenn der Markt billig ist und die englischen und europäischen Märkte fallen derzeit in diese Kategorie.“

Fazit: Die Psychologie der Börse ist das ultimative Standardwerk zur Behavioural Finance. Das Buch liefert das Handwerkszeug, aus seinen Lesern bessere Investoren zu machen. Lesen Sie dieses Buch mit Gewinn. Und lesen Sie es mit Genuss! ■

★★★★★



James Montier

Informationen zum Autor

James Montier ist seit 2009 Mitglied des GMO Asset Allocation-Teams. Zuvor war er als Global Strategist für die internationalen Finanzmärkte bei der französischen Gesellschaft Société Générale tätig. Die Investmentbank Dresdner Kleinweirt war zuvor eine weitere Karrierestation.

Montier ist in der vom *Business Magazine* aufgestellten Liste der 50 Analysten, die man gelesen haben muss. Von *Financial News* wurde er als „London’s best known research brain“ bezeichnet.

James Montier studierte Volkswirtschaft an der University of Portsmouth und schloss nach dort absolviertem Bachelor-Degree sein Graduiertenstudium mit einem Master’s der University of Warwick ab.

Er ist ein gefragter Vortragsredner auf Investmentkongressen und gilt unter Kollegen als einer der führenden Kapazitäten auf dem Gebiet der Behavioural Finance. Sein Buch *Behavioural Investing*, das er 2007 veröffentlichte gilt als das neue Standardwerk zu diesem Forschungsbereich.

2010 erschien es erstmalig in deutscher Übersetzung unter dem Titel *Die Psychologie der Börse*. Bereits im Jahr 2002 veröffentlichte er sein erstes Buch über die verhaltenswissenschaftliche Finanzforschung mit dem Titel *Behavioural Finance*. Beide Bücher erschienen im Verlag Wiley & Sons Limited. ■

Sexism and the City

Barbara Stcherbatcheff gelangte als Citygirl zu Weltruhm. Unter dem Pseudonym Suzana S. schrieb sie Insider-Kolumnen aus der Investmentbankerszene für *The London Paper*. Inzwischen ist ihr erstes Buch auf Deutsch erschienen, die gebürtige Amerikanerin geistert inzwischen auch hier zu Lande durch alle Medien. Unsere Redaktion traf die bildhübsche Blondine in Frankfurt und war von den zwei Gesichtern der Autorin überrascht: Auf der einen Seite das nette, feingeistige US-Girl, das sich für Frauenrechte engagiert. Auf der anderen Seite die knallharte Geschäftsfrau, extrem ehrgeizig und zielstrebig.

Suzana S.

ist vor allem an Geld interessiert. Männer taxiert sie nach Einkommen. Eine der akkurat Frisierten, Unnahbaren, Stocksteifen aus den edleren Glaspalästen von Londons neuem Bankenviertel Canary Wharf. Ihre Ehe ist im Eimer, geschieden mit 28. Anzügliche Bemerkungen ihrer Vorgesetzten überhört sie mit der Souveränität einer abgebrühten Investmentbankerin. Der Karriere wegen.

Doch die aalglatte Karrierefrau betreibt ein falsches Spiel. Sie hört sehr genau hin. Sie ist der Maulwurf der Branche. Nachzulesen in den Citygirl-Kolumnen in *The London Paper*. In schillerndsten Farben malt sie für die Öffentlichkeit Champagnerexzesse in Striptease-Lokalen aus. Dort spielt sie gerne Mäuschen, um es der männlichen Kollegenschaft später heimzuzahlen, die von ihrer Undercover-Tätigkeit nichts ahnt. Oh, Suzana.

Barbara S.

gibt Klavierstunden, um sich ein kaum bezahltes Praktikum im Hinterzimmer eines der Bankentürme von Canary Wharf überhaupt leisten zu können. Von den Abteilungen, in denen die großen Deals gedreht werden, wird sie nicht wahrgenommen. Allenfalls ihr langes, blondes Haar sorgt in der Kantine hin und wieder für anerkennende Pfiffe der Herren aus den oberen Stockwerken. Dorthin wird es das blauäugige Mäuschen wohl nie schaffen.

Das unprätentiöse Mädchen aus der amerikanischen Provinz hat Musik studiert, will jetzt aber Journalistin werden. Weil sie Frauen ermutigen will, sich im Big Business durchzusetzen und nicht zwischen Kind und Karriere entscheiden zu

müssen. Und weil sie überzeugt ist, dass es nie eine Finanzkrise gegeben hätte, wenn bei Banken mehr Frauen in verantwortlichen Positionen säßen. Santa Barbara.

Fünf Jahre lang

spielte Santa Barbara die Rolle der Suzana S. Und sie bereut nichts. „Ich war ja keine Business-Bitch“. Das klingt rechtfertigend, fast weich. Doch schnell wechselt die ehemalige Musikstudentin die Tonlage: „Ich würde es jederzeit wieder tun“. Nur, dummerweise, ist seit der Finanzkrise die Bezahlung in der Londoner City nicht mehr so gut, sagt sie mit entwaffnender Ehrlichkeit. Also sieht sie sich nach dem Erfolg ihres Buchs *Die City. Das Girl. Die Geschichte* nach etwas anderem um. Gut möglich, dass sie demnächst als Bloomberg-Moderatorin aufs Börsenparkett zurückkehrt.

Barbara S., die mit Nachnamen Stcherbatcheff heißt, hat sich hochgearbeitet. Ohne Sex in der City, darauf legt sie Wert. Die offenen blonden Haare, durch die sich so gerne streicht, seien eher Hindernis als Pluspunkt gewesen, erzählt sie. „Sie tragen in diesem Gewerbe nicht gerade dazu bei, ernst genommen zu werden“. Mit Glück und Geschick schaffte sie es über einige Umwege schließlich doch hinauf in den Trading Floor, wo sie Devisen und Optionen handelte. Dass sie dort in den Krieg ziehen würde und das eigentlich kein Job für Mädchen sei, hatte man ihr vorher gesagt. Gut vorbereitet, wie sie war, habe sie im Unterschied zu den Boys an schlechten Börsentagen wenigstens keine Bildschirme eingetreten, sagt sie. Blondinenwitze, Sexismus und plumpe Annäherung verarbeitete sie später in ihren Kolumnen im *London Paper*, wo sie als Nachfolgerin von Citiboy Geraint

Anderson ein Tabu nach dem anderen brach, indem sie wohlgehütete Geheimnisse der Branche ausplauderte.

Auch im Buch nimmt das Citygirl kein Blatt vor den Mund. Bevor sie zur Traderin aufstieg, dokumentierte Barbara Stcherbatcheff im Backoffice eine Zeitlang, was hinter den Kulissen mit CDOs (jenen Kreditderivaten, also, denen nachgesagt wird, die Finanzkrise ausgelöst zu haben) passierte. „Meine Aufgabe bestand darin aufzuzeichnen, wie wir sie in Scheiben und Würfel schnitten, neu bewerteten und verkauften“, schreibt sie.

Und: „CDOs – alias Collateralized Debt Obligations alias besicherte Schuldpapiere – sind nicht so leicht zu erklären und viele Leute in der City, die sie eigentlich verstehen sollten, verstehen sie wahrscheinlich nicht“.

In der City

nimmt man's ihr weniger krumm als ihrem Kolumnisten-Vorgänger Anderson, dem Nestbeschmutzer. Sie habe heute noch ein gutes Verhältnis zu den ehemaligen Kollegen, sagt die bildhübsche Endzwanzigerin. Vielleicht, weil sie bei alledem das nette, bodenständige Girl aus der amerikanischen Provinz geblieben ist. Vielleicht aber doch wegen der blonden Haare und des charmanten Augenaufschlags. Sie habe einfach nur Glück gehabt, dass sie in den Boomjahren der City den richtigen Job bekam, glaubt sie. Der beste Trade ihrer Karriere, erzählt sie bescheiden, sei einer gewesen, bei dem sie mittags meilenweit hinten lag und am Abend noch mit einem kleinen Verlust davonkam. Millionärin ist sie auch nicht geworden. „Ich habe einen Haufen Geld verdient, aber auch einen Haufen ausgegeben“, bekennt sie heute. Immerhin:

Trotz der unfassbar hohen Absätze und des sündhaft teuren Kostüms - Relikte aus Zeiten des Überschlags - fehlt die obligatorische Luxusuhr am Handgelenk. Seit sie aus der Szene draußen ist, trägt sie überhaupt keine Uhr mehr. Santa Suzana? Nein, ganz bestimmt nicht.

Sie wird wieder in der City anheuern, sobald sich die Chance bietet – Feminismusaktivitäten hin, Läuterungsprozess her. In dieser Welt ist sie zu Hause. „Geld machen und ein angenehmes Leben haben, ist doch der Plan von jedem von uns“. Schuld an der Misere waren eh’ die Männer, dem vermeintlich schwachen Geschlecht wäre das nicht passiert. Das auf dem Daytrading Floor erworbene Handwerk zu Hause am Computer umzusetzen, um sich den Lebensunterhalt zu verdienen und es den Boys zu zeigen, fände sie zwar reizvoll. Aber der Zeitpunkt ist schlecht. „Die Jungs haben so viel Geld verblasen, da kommt noch was nach. Die Rezession ist nicht vorbei, Schmerzen und Insol-

venzen werden zunehmen“, analysiert Suzana-Barbara mit dem messerscharfen Verstand ihrer Ex-Kollegen aus den volkswirtschaftlichen Abteilungen der City. Außerdem sei es schon etwas anderes, mit eigenem Geld zu zocken als mit dem der Bank. „Da tut’s halt doch mehr weh, wenn’s weg ist“.

Vorurteile

gegen Blondinen sind eine Sache, Vorurteile gegen grau melierte Ex-Banker eine andere. Sie selbst spart nicht mit Klischees. Hedgefondsmanager über 50 seien eh’ unbrauchbar, schreibt sie. Und das Gespräch beschließt sie abrupt mit der Yuppie-Weisheit, dass die Zeit knapp wird für die Rückkehr in die City. „Den Job als Trader“, resümiert die 28-Jährige, „kannst Du nur bis 35 machen. Danach musst Du Dir was Ruhigeres suchen – zum Beispiel im Portfoliomanagement“. Oh, Barbara. ■



Barbara Stcherbatcheff

Die Autorin

Barbara Stcherbatcheff hat ihr Buch *Die City. Das Girl. Die Geschichte* unter dem Pseudonym Suzana S. veröffentlicht (Börsenmedien AG, Kulmbach, 2010). Titel der englischen Originalausgabe: *Confessions of a Citygirl - The old men have lost it. The city boys have blown it. Here comes the girl* (erschienen bei Virgin Books, London. 2009) ■



Leseprobe:

Ich nahm in dem vornehmen Striptease-Klub Platz, der zehn Taximinituten von der Bank of England entfernt war. Das Lokal befand sich nördlich Ende des „Viagra-Dreiecks“ zwischen den U-Bahn-Stationen Bank, St. Paul und Liverpool Street.

Er war laut, überfüllt und es waren lauter Männer da. Komischerweise genau wie in meinem Büro.

„Kommt Leute, nehmen wir noch eine Flasche.“ Meine fünf Kollegen blättern ordentlich was hin und das taten auch die beiden Klienten, die wir den ganzen Abend unterhielten. Das wa in den Boom-Tagen des Jahres 2006, es war ein normaler Dienstagabend, an dem die Cityboys Ausgang hatten - und auch ich, das Citigirl, das immer mitten unter ihnen war.

Eine Animierdame kam zu uns, um die Bestellung aufzunehmen. Wir tranken Champagner. Irgendwie tranken wir damals immer Champagner und wir nahmen immer nur den besten.

„Für mich nichts, ich gehe in zehn Minuten! „Das machst du immer. Na los, geh mal aus dir raus. Bleib wenigstens einmal da. Schau dir an, was wirklich geboten wird, wenn die Lichter gedimmt werden.“ „Gordon, wenn ich bliebe, müsste ich dich bei deiner Mutter verpeigen. Oder bei deiner Frau. Du willst doch nicht, dass ich das tue, oder?“ „Du bis eine

Spielverderberin. Ich wusste, wir hätten uns nie eine Frau ins Büro holen sollen. Habe ich nicht gesagt, dass wir nie eine Frau ins Team lassen sollten?“ Er schaute die anderen an, wandte sich wieder zu mir und schenkte mir sein breitestes Lächeln sowie ein klassisches Gordon-Zwinkern. Echt verwirrend, aber erwar mir mit der Liebste. Wenn es im Büro zu einer Kraftprobe kam, verteidigte er mich immer. Solche Freunde waren in der City schwer aufzutreiben.

Die Freundschaft war der eigentliche Grund, weshalb ich wieder mit den Jungs ausging. Die Wahrheit ist, dass ich den Abend allein verbracht hätte, wenn ich nicht mit den Jungs gegangen wäre. Im Jahr davor hatte ich zusammen mit einem Girl und 18 Mochtetern-Cityboys das Trainee-Programm der Firma angefangen. Das andere Girl war nach zwei Monaten wieder gegangen. Daher war ich ein bisschen in der Unterzahl. Ich tradete besser als die Jungs und verdiente im Büro mehr Geld als sie, aber abends ging es nie nach mir. Ein Girl will in einen Jazzklub gehen. 18 Boys wollen in den Striptease-Klub. Rechnen Sie sich’s aus. [...] ■

**VERANSTALTUNGEN
RÜCKBLICK**
+++ Martin Whitman als Key-Note-Speaker auf Columbia Investment Management Conference

*New York, USA,
Columbia University
26. Februar 2010*

In Kooperation mit dem Heilbrunn Center for Graham & Dodd Investing unter der Leitung von Prof. Bruce Greenwald veranstaltete die Columbia Investment Management Association (CIMA) zum 13. Mal in Folge die Columbia Investment Management Conference. Die geladenen Referenten waren wie immer hochkarätig, als Key-Note-Speaker war dieses Jahr niemand geringeres als Martin Whitman (Gründer und Fondsmanager, Third Avenue Management) zu hören.

Highlight war somit auch die zwischen Martin Whitman und Moderator Prof. Bruce Greenwald geführte Konversation über Value Investing, insbesondere Graham's Net-Net-Ansatz.

Auf www.wealthimperatives.com sind einige Ausschnitte dieser hochkarätigen Expertendiskussion von einem Teilnehmer zusammengestellt und unter folgendem Link veröffentlicht: www.gurufocus.com/news.php?id=85968

Weitere Informationen zur Veranstaltung:
www0.gsb.columbia.edu/students/organizations/cima/conference/2010/c2010.html +++

**VERANSTALTUNGEN
VORSCHAU**

*Omaha, USA, Qwest Center
01. Mai 2010*

+++ Hauptversammlung Berkshire Hathaway

„Saturday in the Park“ („Samstags im Park“) wird das diesjährige Motto der Berkshire Hathaway Hauptversammlung sein, die traditionell am ersten Samstag im Mai im Omaha Qwest Center stattfindet. Für Investoren aus aller Welt ist diese Hauptversammlung das Jahresereignis, um ihre Idole Warren Buffett und Charlie Munger live zu erleben. Wir sind bereits gespannt, ob auch in diesem Jahr der Besucherrekord erneut gebrochen werden wird.

Viele rund um die eigentliche Hauptversammlung stattfindende Veranstaltungen bieten zusätzlich allen Besuchern reichlich Gelegenheit zum Austausch. Wer auf der Hauptversammlung an Warren Buffett oder Charlie Munger eine Frage stellen will kann diese per E-Mail an einen von drei für die Frage-Antwort-Runde ausgewählten Journalisten (Carol Loomis, Fortune, Becky Quick, CNBC, Anrew Ross Sorin, The New York Times) stellen oder sein Glück bei der Auslosung am Tag der Hauptversammlung an einem der im Qwest Center dafür aufgestellten Mikophone versuchen.

EVI wird wie in den letzten beiden Jahren vor Ort sein und in der kommenden Ausgabe von The European Value Investor über dieses Jahresevent für Value Investoren berichten.

Weitere Informationen zur Hauptversammlung:
<http://www.berkshirehathaway.com/sharehold.html> +++

+++ 7. Annual Value Investor Conference von Robert P. Miles*Los Angeles, USA
03. bis 05. Mai 2010*

Auch in diesem Jahr findet im Anschluss an die Berkshire Hathaway Hauptversammlung Robert P. Miles' mehrtägige Value Investing Konferenz statt. Den Teilnehmern wird zusätzlich die Möglichkeit zum Besuch der Wesco Hauptversammlung gegeben, die im nahe gelegenen Pasadena stattfindet.

Als Referenten sind dieses Jahr u.a. mit dabei: Lauren Templeton (Lauren Templeton Capital Mgmt, USA), Timothy Vick (Autor von „How to Pick Stocks Like Warren Buffett“, USA), Robert Hagstrom (Autor & Portfoliomanager, Legg Mason Growth Trust, USA), Francois Rachon (Giverny Capital, Kanada), Patrick Dorsey (Equity Analysis Morningstar, USA)

Anmeldung und weitere Informationen: www.valueinvestorconference.com +++

*Pasadena, USA
04. bis 05. Mai 2010***+++ 6. Value Investing Congress mit Whitney Tilson**

Dieses Jahr Parallel zu Charlie Munger's Wesco Financial Shareholder Meeting findet der zweitägige Value Investing Congress mit Whitney Tilson statt. Dieser Kongress ist nach der Berkshire Hathaway Hauptversammlung das weltweit größte Zusammentreffen von Value Investoren aus aller Welt. Als Referenten sind dieses Jahr unter anderem mit dabei: Lloyd Khaner (Khaner Capital), Mohnish Pabrai (Pabrai Investment Funds), Bruce Berkowitz (Fairholme Fund), Thomas A. Russo (Gardner, Russo & Gardner) u.a.

Wie immer haben Teilnehmer die Möglichkeit bereits einen Tag vor dem Kongress ein dem Workshop „Advanced Value Investing Seminar“ unter der Leitung von Whitney Tilson und Glenn Tongue teilzunehmen. Auf diesem Workshop gewähren die Gründer von T2 Partners LLC Einblicke in Ihre Investmentstrategie. Anhand von ausgewählten Fallstudien können die Teilnehmer das erlernte Wissen verinnerlichen und praktisch anwenden.

Anmeldung und weitere Informationen: www.valueinvestingcongress.com +++

**WEITERE
VERANSTALTUNGSTERMINE**

+++ 29. bis 30. April 2010, Omaha (USA): Deutschsprachiges Investorentreffen
Traditionell lädt der Verleger Norman Rentrop zwei Tage vor der Hauptversammlung von Berkshire Hathaway deutschsprachige Investoren zu einem Kolloquium und intensiven Austausch von Aktienideen und für Value Investoren relevante Thesen ein. EVI wird vor Ort sein und in der nächsten Ausgabe darüber berichten. +++

+++ 30. April 2010, Omaha (USA), Dairy Queen's: DQ Author's Night
Einen Tag vor der Hauptversammlung stehen bekannte Autoren über Warren Buffett und Value Investing im DQ, Omaha für Signierstunden und einen persönlichen Austausch zur Verfügung. +++

+++ 05. Mai 2010, Pasadena (USA), Pasadena Center: Wesco Shareholder Meeting mit Charlie Munger | <http://www.wescofinancial.com/page7.html> +++

+++ 13. bis 14. Juli 2010, Apulien (Italien): 7.Value Investing Seminar von Ciccio Azzollini | <http://www.valueinvestingseminar.it> +++

WEITERE MELDUNGEN

+++ Global Value Invest startet mit der ersten quantitativen Investment-Strategie

Global Value Invest startet mit der ersten quantitativen Investment-Strategie, welche darauf abzielt, Markt-Ineffizienzen auszunutzen und die „Value Prämie“ zu heben. Das Portfolio vereint dabei mehrere Strategien, welche Kombinationen von Value Variablen (Multi Value), Value und Return Variablen (Consistent Earner) und Value und Momentum Variablen (Recognized Value) verbindet.

Der Verein Global Value Invest wurde im Jahr 2009 von Dr. Gregor Elze (Präsident) und Mag. Schlagbauer (Vize Präsident) gegründet, fördert die Idee des Value Investing und unterstützt die Vereinsmitglieder, im langjährigen Durchschnitt eine absolute, überdurchschnittliche Kapitalrendite zu generieren. **+++**

+++ Forbes: Interview mit Mohnish Pabrai | <http://www.forbes.com/2010/04/09/pabrai-leisure-china-intelligent-investing-technology.html>+++

+++ Buchrezession: Globalization - The Irrational Fear That Someone in China Will Take Your Job, Bruce Greenwald, auf [gurufocus.com](http://www.gurufocus.com/news.php?id=90169) | <http://www.gurufocus.com/news.php?id=90169> +++

+++ Tom Russo: Columbia Business School Speech auf [gurufocus.com](http://www.gurufocus.com/news.php?id=85025) | <http://www.gurufocus.com/news.php?id=85025> +++

+++ Forbes: Interview mit Joel Greenblatt | <http://www.forbes.com/2010/04/16/greenblatt-financials-utilities-intelligent-investing-little-book.html> +++

Liebe Leserinnen und Leser,

in wenigen Tagen ist es wieder soweit. Am 02. Mai findet die alljährliche Hauptversammlung von Buffetts Holdinggesellschaft Berkshire Hathaway statt. Mehr als 30.000 Investoren fiebern dem „Ereignis des Jahres“ entgegen.

Dabei ist nicht nur spannend, die beiden Investmentidole Warren Buffett und Charlie Munger live zu erleben und ihren Ausführungen zur Entwicklung des Unternehmens und ihre Einschätzungen zur wirtschaftlichen Situation zu lauschen. Vor allem die vielen Veranstaltungen, Konferenzen und Social Events rund um die Berkshire Hathaway Hauptversammlung herum bieten den Investoren Gelegenheiten zum Austausch.

The European Value Investor wird auch dieses Jahr vor Ort sein und in der nächsten Ausgabe über die Aktionärsversammlung selbst und einige der Rahmenveranstaltungen berichten.

**The Chest:
Value Made in Liechtenstein**

In der vorliegenden Ausgabe stellen wir Ihnen in der Rubrik „The Chest“ das Team der LLB Asset Management AG, dem Investment-Kompetenzhaus der Liechtensteinischen Landesbank vor, das mittlerweile Vermögen von über CHF 7,5 Milliarden verwaltet.

Dabei wird ein undogmatischer Value-Stil gepflegt. Die Produktpalette umfasst mittlerweile 25 Fonds, darunter elf reine Aktienfonds.

Im Interview mit Dr. Pedrazzini, dem Leiter des Bereichs Equity Management, Christian Zogg, dem stellvertretenden Geschäftsführer und Christoph Hilfiker, Japan-Fonds-Manager spricht EVI über ihre Investmentstrategie, den Fonds LLB Aktien Regio Bodensee (CHF) (ISIN: LI0009453668) und die aktuellen Aktienideen Helvetia Holding (ISIN: CH0012271687) und

das japanische Pharmaunternehmen Takeda (ISIN: JP3463000004).

**The Chest: Deep-Value-Ansatz
made in Frankfurt**

Hans-Peter Schupp gilt als Vertreter des Deep-Value-Ansatzes, sieht sich selbst aber vornehmlich als Contrarian mit Ecken und Kanten. Schupps Strategie bewährt sich immer dann besonders, wenn Blasen platzen. Im Jahr 2000 wurde er von der Fachzeitschrift Euro zum Fondsmanager des Jahres gekürt.

Mit Gründung der Fidecum AG wagte er 2008 gemeinsam mit Andreas Czeschinski den Weg in die Selbständigkeit und die Performance des im selben Jahr lancierten Aktienfonds Fidecum Contrarian Value Euroland (ISIN: LU0370217092) kann sich sehen lassen.

Im Interview spricht Schupp über seine Suchstrategie, den Fonds, das Denken in Marktkapitalisierung und stellt seine beiden Aktienfavoriten Renault (ISIN: FR0000131906) und ASM International (ISIN: NL0000334118) vor.

**James Montiers Standardwerk
Behavioural Investing jetzt auch in
deutscher Übersetzung**

Behavioural Finance ist die Wissenschaft, die die Lücke zwischen Anlegerpsychologie und Investitionstätigkeit schließt. James Montier gilt als der Experte auf diesem Gebiet. Nach Veröffentlichung seines Buches *Behavioural Finance* im Jahr 2002, das bereits eine gelungene Aneinanderreihung seiner vor Studenten abgehaltenen Vorlesungen darstellte, schuf mit Veröffentlichung von *Behavioural Investing* 2007 das neue Standardwerk im Bereich Behavioural Finance.

Endlich ist das Werk, das die Ergebnisse jahrelanger Forschungsarbeit bündelt und den aktuellen Stand der Wissenschaft aufzeigt unter dem Titel

Die Psychologie der Börse auch in deutscher Übersetzung erschienen.

EVI hat das Buch genau unter die Lupe genommen und stellt die Rezension und den Autor auf S. 17 dieser Ausgabe vor.

Darüber hinaus traf die EVI-Redaktion die Autorin Barbara Stcherbatcheff, die als „Citygirl“ durch ihre Kolumnen bei *The London Paper* unter dem Pseudonym Suzana S. bekannt wurde und diese in ihrem Buch *Confessions of a City Girl* in einem Werk vereint. Eine kurze Leseprobe finden Sie in dieser EVI-Ausgabe auf S. 20.

**Global Value Invest startet
mit seiner ersten quantitativen
Investment-Strategie**

Die Value Investing Community in Europa wächst weiter. Kurz nach seiner Gründung durch Dr. Gregor Elze (Präsident) und Mag. Schlagbauer (Vize Präsident) startet der Verein Global Value Invest, bereits mit seiner ersten quantitativen Investment-Strategie. Mehr dazu in News auf S. 22.

Auf gute Investments!


Kerstin Franzisi

»RISIKOHINWEIS«

Risikohinweis/ Haftungsausschluss

Die veröffentlichten Analysen sind keine Empfehlungen im Sinne des Wertpapierhandelsgesetzes. Sie geben den aktuellen Wissensstand der Redaktion und unserer Interviewpartner wieder und können daher eine individuelle Anlageberatung durch einen Anlageberater nicht ersetzen. Trotz sorgfältiger Recherche kann eine Haftung für die Verbindlichkeit der Angaben nicht übernommen werden. Das Zentrum für Value Investing ist seinen Lesern oder Dritten gegenüber nicht haftbar für jegliche Verluste oder Schäden, die direkt oder indirekt aus der Nutzung der bereitgestellten Informationen entstehen, wenn diese teilweise oder insgesamt durch Fahrlässigkeit bei der Zusammenstellung, Interpretation, Berichterstattung oder der Auslieferung des Newsletters entstehen. Die in allen Interviews getroffenen Aussagen dienen der Diskussion und stellen insbesondere kein Angebot zum Kauf oder Verkauf der genannten Aktien dar. Die vorstehenden Angaben beziehen sich ausschließlich auf den Zeitpunkt des Interviews. Eine Garantie für fortgeltende Richtigkeit kann nicht gegeben werden. Eine Änderung der Meinung der Interviewpartner ist jederzeit möglich, ohne dass diese notwendig publiziert werden wird. Alle hier getroffenen Angaben, Informationen und Aussagen basieren auf Quellen, die von den Interviewpartnern für zuverlässig erachtet wurden. Interviewpartner und Redaktion können jedoch keine Gewähr oder Verantwortung für die Richtigkeit und Vollständigkeit der hierin enthaltenen Informationen übernehmen. Die aufgrund dieser Quellen in den vorstehenden Studien geäußerten Meinungen und Prognosen stellen unverbindliche Werturteile der Interviewpartner dar. Die Interviewpartner oder von ihnen betreute Vermögen können sich vor, zum oder nach dem Zeitpunkt der Veröffentlichung im Besitz der genannten Aktien befinden.

Verbundene Personen

Vorstand, Direktor, fest angestellte und freie Mitarbeiter des Zentrums (in ihrer Gesamtheit "verbundene Personen") können Positionen in den hier vorgestellten Wertpapieren halten oder gelegentlich Positionen in den hier vorgestellten Wertpapieren kaufen oder verkaufen. Prof. Dr. Max Otte, Direktor des Zentrums, ist ebenfalls Präsident des Verwaltungsrats der Privatinvestor Verwaltungs AG und geschäftsführender Gesellschafter des IFVE Institut für Vermögensentwicklung GmbH. Dr. Hendrik Leber ist Geschäftsführer der ACATIS Investment GmbH. Frank Fischer ist CIO der Shareholder Value Management AG. Alle verbundenen Personen können Wertpapiere, die auf der Website oder im Newsletter diskutiert werden, für Depots, die von ihnen gemanagt werden, kaufen und verkaufen. Das Zentrum minimiert dabei mögliche Interessenkonflikte, indem die Vorstände des Zentrums nicht vor Erscheinen des European Value Investor über die dort vorgestellten Wertpapiere informiert werden, diese also nur innerhalb der Redaktion bzw. mit den entsprechenden Interviewpartnern diskutiert werden. Mitarbeiter des Zentrums verpflichten sich, die im Newsletter vorgestellten Wertpapiere frühestens einen vollen Handelstag nach Publikation des European Value Investor zu kaufen. Sollten Mitarbeiter der Redaktion bereits vor Planung einer Ausgabe Positionen in den hier diskutierten Wertpapieren gehalten haben, so werden diese Positionen offengelegt. Die Offenlegung umfasst die Art der gehaltenen Wertpapiere, nicht aber die Höhe der Positionen.

Herausgeber: Zentrum für Value Investing e.V.
 Chefredakteurin und verantwortlich im Sinne
 des Presserechts: Kerstin Franzisi
 Redaktion: Kerstin Franzisi, Robert Vinall,
 Graham Shaw
 Geschäftsführender Direktor: Prof. Max Otte
 Vereinsregister Mainz : 40130
 Steuernummer: 44/672/3949/3
 Satz und Layout: www.dietyen-ma.de
 Übersetzung (engl. Ausgabe): Cedilla Globalisa-
 tion Solutions, www.cedilla.nl
 Druck: Josef Schwab Druckerei GmbH, Worms

© 2010 Zentrum für Value Investing e.V.
 (Center for Value Investing). Alle Rechte vor-
 behalten. Der Inhalt des Briefes und der Website
 sind durch deutsche, internationale und amerika-
 nische Urheberrechte geschützt und sind Eigen-
 tum des Zentrums für Value Investing e.V. bzw.
 von Dritten, die Inhalte zur Verfügung gestellt
 haben. Der U.S. Copyright Act ahndet vorsätz-
 liche Verletzung von Urheberrechten mit bis zu
 \$150.000 für jeden Verstoß.

»The European Value Investor« wird quartals-
 weise zuzüglich unregelmäßig erscheinender
 Sonderausgaben vom Zentrum für Value Inves-
 ting e.V. veröffentlicht. Die Gebühren für ein
 Jahresabonnement betragen € 790,00. Bei einer
 Mitgliedschaft im Zentrum ist der Bezug des
 European Value Investor im jährlichen Mitglieds-
 beitrag enthalten.

Abonnenten dürfen den Inhalt der Seite nur zum
 persönlichen Gebrauch herunterladen und spei-
 chern sowie die Printausgabe nur zum persön-
 lichen Gebrauch nutzen. Stellen bis zur Länge von
 zwei Absätzen (max. 1.500 Zeichen) können bei
 korrekter Quellenangabe auch ohne Genehmigung
 gerne zitiert werden. Jede sonstige Reproduktion,
 Übermittlung oder Bearbeitung des Inhalts mit
 sämtlichen Mitteln, elektronisch oder mechanisch,
 ist streng verboten.

Vergütung

Das Zentrum erhält Vergütungen und Finanzmit-
 tel in Form von Spenden, Mitgliedsbeiträgen,
 Abonnementgebühren und gelegentlich durch
 Sponsoring. Im letzteren Fall wird besonders
 darauf geachtet, dass die Unabhängigkeit der
 Redaktion gewährleistet bleibt.

Mitglieder-Struktur des Zentrums für Value Investing e. V.

Wissenschaftlicher Beirat

Prof. Bruce Greenwald, Ph.D.

Vorstand

Prof. Dr. Max Otte (Geschäftsfüh-
 render Direktor)

Dr. Hendrik Leber

Frank Fischer

Landesdirektoren / Vertretungen

Ciccio Azzollini (Italien)

Tobias Behrenwaldt (USA)

Bestinver Asset Management S.A.
 (Spanien)

LLB Asset Management AG

(Liechtenstein)

PHZ Privat- und Handelsbank Zü-
 rich (Schweiz)

Sycomore Asset Management
 (Frankreich)

Wermuth Asset Management
 (Russland)

Geschäftsleitung

Kerstin Franzisi

Förderer

Braun, von Wyss & Müller AG

Share Value Stiftung

Verlag für die Deutsche Wirtschaft AG

Mitglieder

ACATIS Investment GmbH

Ciccio Azzollini

Tobias Behrenwaldt

Bestinver Asset Management S.A.

Michael van Biema

Thomas Braun

Jens Castner

Crocodile Capital Partners GmbH

Florian Ellwanger

FinanzBuch Verlag GmbH

Prof. Dr. Klaus Fleischer

Matthew Gordon

Andreas Grünewald

Elke Gunkel

Patrick Hable

Can Ikram

Stefan Kalmund

Oliver Krautscheid

Dr. Hendrik Leber

LLB Asset Management AG

Prof. Dr. Dr. Sabine Meck

Alexander Mesch

Philipp Mettler

Rolf Morrien

Dr. Magne Orgland

Prof. Dr. Max Otte

PHZ Privat- und Handels-
 bank Zürich

Egbert Prior

Tobias Rauber

Norman Rentrop

Thilo Rühl

Michael Schmitt

Shareholder Value Management AG

Graham Shaw

Thomas Shrager

StarCapital AG

Johannes Stegmaier

Prof. Dr. Detlev Stock

Sycomore Asset Management

TM Börsenverlag AG

Prof. Dr. Bernd Venohr

Robert Vinall

Wermuth Asset Management

Peter Wick

Martin Wirth

Georg von Wyss

Für alle Fragen/Mitteilungen, die diese Publikation, das Abonnement
 oder die Organisation des Zentrums für Value Investing betreffen,
 wenden Sie sich bitte an:



Zentrum für
 Value Investing e.V.

Zentrum für Value Investing e.V., Redaktion The European Value Investor, Aachener Str. 197-199, 50931 Köln, Germany
 T: +49 (0)221 - 99 80 19-12, F: +49 (0)221 - 99 80 19-20, evi@value-investing.net, www.value-investing.net