

AM SONNTAG
Euro

IN KOOPERATION MIT
THE WALL STREET JOURNAL

NUMMER 14
6. April 2008



Billigschneider im Erfolgsdesign
Wie die Modeketten H&M und Zara die Welt kleiden wollen **Seite 28**

www.finanzen.net

Postvertriebs-Nr. C47824 | A, B, NL: € 3,75 | J, E: € 4,30 | DK: DKK 31,00 | CH: CHF 7,00

C3

Value-Investoren kaufen jetzt ein
Die besseren
Heuschrecken



Während die einen noch über die Finanzmarktkrise jammern, gehen Langfristanleger wie Warren Buffett auf Schnäppchenjagd. Wie Sie dabei sind Seite 18

von Carl Batisweiler, Georg Pröbstl und Klaus Schachinger

Die Frage, wie man reich wird, ist leicht zu beantworten. Kaufe einen Dollar, aber bezahle nicht mehr als 50 Cent dafür.“ Dieses Rezept der Investmentlegende Warren Buffett ist zwar nicht neu – dafür aber brandaktuell. Denn im Sog von Subprime-Krediten, der Finanzmarktkrise und der daraus resultierenden Kreditklemme sind selbst die Kurse von grundsoliden Unternehmen in den Keller gerauscht. Damit ist die Stunde der Perlenfischer gekommen, die nun Unternehmen und Aktien für 50 Cent pro Dollar tatsächlichem Unternehmenswert einsammeln.

Diese Chance haben auch Privatanleger, indem sie die Strategie der sogenannten Value-(Wert-)Investoren wie Buffett nachahmen. Dazu braucht es allerdings einen langfristigen Anlagehorizont – und das Vertrauen, dass die Aktienmärkte nicht auf lange Zeit von den Bären beherrscht werden.

„Das Marktsegment ist eigentlich so schlecht, dass in der Vergangenheit so eine Lage fast immer zu einem deutlichen Kursanstieg geführt hat“, beschreibt der Münchner Wirtschaftswissenschaftler Conrad Mattern, der mittels Sentimentindizes Finanzmarktentwicklungen und tatsächliche Verhaltensweisen der Anleger verbindet, die derzeitige Situation. „Bisher sind die diesbezüglichen Versuche sehr zaghaft und enden gleich wieder. Grund dafür ist, dass die Marktteilnehmer, die normalerweise für ein gutes Ende der Kursbewegung sorgen – Investmentbanken oder Hedgefonds – diesmal kein Teil der Lösung, sondern selbst ein Teil des Problems sind.“

Während der vergangenen Jahre hatten Finanzinvestoren wie die US-Firma Blackstone bei ihren Akquisitionen mit dem sogenannten Leverage-Effekt gearbeitet: Bei diesen Hebelgeschäften wurde nur ein kleiner Teil der Kaufpreise per Fondseigenkapital finanziert. Die Kombination aus billigem Fremdkapital und hohen Gewinnen aus den Unternehmens-Deals ergab saftige Eigenkapitalrenditen. Ein riesiges kreditfinanziertes Rad begann sich zu drehen, die Nachfrage stieg und trieb die Unternehmenspreise stark nach oben.

Mangels neuer Kredite und Anschlussfinanzierungen der bestehenden Ausleihungen müssen etliche Beteiligungen nun sogar wieder verkauft werden. Zu Preisen, die teils weit unter den Einstands niveaus liegen.

Aktuelles Beispiel ist der US-Hedgefonds Pardus Capital. Am Montag hatte er seinen verblüfften Anlegern mitgeteilt, dass sie bis auf Weiteres ihr Geld nicht mehr abziehen dürften. Begründung: Man wolle sie damit vor den Turbulenzen der Finanzmarktkrise und kurzfristigem Verkaufsdruckschützen. Wahrscheinlicher ist, dass Pardus einfach zu viele Beteiligungen auf Pump gekauft hat. Auch die Methode, die Managements der Unternehmen zu kurzfristigen Ausschüttungen zu zwingen – die wiederum durch Kredite finanziert werden sollten, funktioniert nur noch bedingt.

Das Geschäftsmodell der gehebelten Deals scheidert derzeit am Kreditmarkt. Die Banken, oft durch eigene Fehlinvestitionen im Subprime-Bereich stark angeschlagen, scheuen das Risiko und halten sich mit der Kreditvergabe extrem zurück (siehe Grafik Investor-Info). Die Beteiligungen wieder kurzfristig zu Geld zu machen, fällt ebenfalls schwer. Beim französischen Autozulieferer Valeo hatte Pardus sich mit 450 Millionen Dollar eingekauft, der Aktienkurs ist seither um mehr als 40 Prozent gesunken. Beteiligungen am Autohersteller Ford wurden inzwischen verkauft, ohne die erwartete Rendite damit zu erzielen.

Schlechte Zeiten für Zocker, die nicht müde werden, Pessimismus zu verbreiten. Blackstone-Mitgründer

und Vorstandsvorsitzender Stephen Schwarzman erklärte etwa am Mittwoch in der „FAZ“: Wie andere westliche Industrienationen auch werde Deutschland einen wirtschaftlichen Abschwung und weiter fallende Aktienkurse erleben.

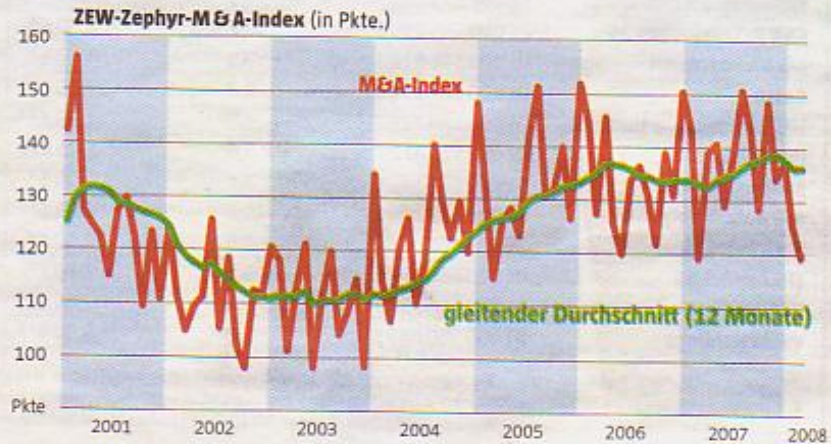
Für die Blackstone-Investments in Deutschland trifft das sicherlich zu, was weniger an der Wirtschaft allgemein, aber sehr stark an der beim Kauf viel zu hohen Bewertung der Anteile liegt: Die Amis halten 4,5 Prozent an der Deutschen Telekom, die Anteile am Verpackungshersteller Gerresheimer haben das Minus im Portfolio ebenfalls vergrößert und der 2007 für 1,3 Milliarden Euro erworbene Folienhersteller Klöckner Pentaplast kämpft mit kräftigen Ertragseinbußen. Für das mit Schulden beladene Unternehmen wird Blackstone den Banken wohl bald eigenes Geld nachschießen müssen. Seit dem Börsengang von Blackstone im Juli vergangenen Jahres hat sich der Aktienkurs fast halbiert, die Gesellschaft im vierten Quartal gar einen Verlust erwirtschaftet.

Der Ausfall der Firmenkäufer, die bei Akquisitionen auf Kredite angewiesen sind, wird an der Entwicklung des M & A-Index (siehe unten) deutlich, den das Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung (ZEW) mit herausgibt. ZEW-Experte Christoph Grimpe: „Für die kommenden Monate des neuen Jahres deutet sich ein Seitwärtstrend des Index an. So ist die Ertragssituation vieler Unternehmen insbesondere in Europa zwar weiterhin hervorragend, wodurch gute Voraussetzungen für eine Belebung des M & A-Markts gegeben sind. Andererseits führen die Turbulenzen an den weltweiten Börsen eher zu einer Behinderung von M & A-Aktivitäten, da durch sie die Attraktivität von Aktien als Akquisitionswährung leidet.“

Wohin der Trend ging, belegen die am Mittwoch vom ZEW-Partner Bureau van Dijk veröffentlichten Transaktionsdaten für den deutschen Markt: Gerade mal 134 Deals

M & A-Index Im Seitwärtstrend

Beste Chancen für Käufer mit eigenem Geld, starkem Cashflow oder solider Finanzierungsstruktur: Die Fusionen und Übernahmen (M & A) weltweit sind derzeit auf dem Niveau von 2004, als der DAX bei rund 4000 und der S & P 500 bei rund 1100 Punkten (aktuell 1370) standen. Wer jetzt finanziell handlungsfähig ist, kann Schnäppchen machen. Der Index beruht auf den monatlichen prozentualen Veränderungsraten von Anzahl sowie Transaktionsvolumen, die in volatilitätsbereinigter Form zusammengefasst werden.



▶ Deutsche Beteiligungsgesellschaften – jede Menge Abschlag auf die echten Vermögenswerte

Name	ISIN	KGV 2008*	EK'/NAV ^a in € je Aktie ^a	Discount ^b zum EK/NAV in %	Rating
Allerthal Werke	DE0005034201	7,6	8,90 € ¹	–	Kaufen
Aurelius	DE000A0JK2A8	6,1	6,80 € ¹	–	Spekulativ
Bavaria Industriekapital	DE0002605557	6,9	8,80 € ¹	–	Spekulativ
bmp AG	DE0003304200	6,6	2,20 € ²	25 %	Spekulativ
DeTeBe	DE0006637069	4,6	3,60 € ²	30 %	Kaufen
DEWB AG	DE0008041005	40,2	3,03 € ^{1 6}	30 %	Kaufen
DLB Anlageservice	DE0005540306	8,7	11,90 € ¹	5 %	Kaufen
Dt. Beteiligungs AG	DE0005508105	6,8	20,50 € ¹	15 %	Kaufen
Falkenstein Nebenwerte	DE0005752307	7,3	55,00 € ¹	–	Kaufen
GBK Beteiligungen AG	DE0005850903	10,2	8,00 € ²	35 %	Kaufen
GCI Management	DE0005855183	7,9	4,00 € ²	30 %	Spekulativ
Gesco	DE0005875900	8,3	28,00 € ¹	–	Kaufen
Heliad Equity Partners	DE0006047293	7,3	1,23 € ^{2 6}	40 %	Kaufen
Horus AG	DE0005204127	6,6	1,75 € ¹	–	Spekulativ
Konsortium AG	DE0006323405	8,1	1,00 € ²	20 %	Spekulativ
KST Beteiligungs AG	DE0006322001	20,8	4,70 € ¹	10 %	Spekulativ
MBB Industries	DE000A0ETBQ4	4,9	9,60 € ²	15 %	Kaufen
TFG Capital AG	DE0007449506	9,5	2,80 € ²	30 %	Spekulativ
UCA AG	DE0007012007	7,2	2,80 € ²	25 %	Kaufen
Value Holdings	DE0007600405	6,8	5,30 €^{1 6}	15 %	Kaufen

¹EK: Eigenkapital; ²NAV: Net Asset Value = Nettoinventarwert; ³Discount = aktueller Aktienkurs/(EK bzw. NAV)-1; ⁴erwartet; ⁵geschätzt; ⁶per Ende 2007 gemeldet; je nach Bewertungsansatz kann der NAV mehr oder weniger hoch ausfallen, ist aber oft deutlich höher als das in der Bilanz ausgewiesene Eigenkapital. Die in dieser Tabelle angegebenen Kurs/Gewinn-Verhältnisse basieren eigenen Schätzungen und nicht auf den Konsensschätzungen im Kursteil von Euro am Sonntag.

von und mit deutschen Firmen weltweit sind im März abgeschlossen worden, im Vorjahresmonat waren es noch 211. Zwar hat sich das Transaktionsvolumen gegenüber Februar dieses Jahres (164 Deals) auf fast 1,7 Milliarden Euro fast verdoppelt, doch bis auf einen einzigen Abschluss in den USA fanden die Übernahmen allesamt nur in Europa statt.

Dort gibt es reihenweise attraktive Ziele. Die Unternehmen des Euro Stoxx 50 haben ein durchschnittliches Kurs/Gewinn-Verhältnis (KGV) von aktuell 10,4. Zum Vergleich: Der Nikkei 225 wartet mit einem KGV von 15,3 auf. Dabei sehen erfolgreiche Value-Investoren wie Fondsmanager Bill Miller (siehe Interview S. 22) schon die aktuellen Bewertungen US-amerikanischer Aktien als Einstiegsgelegenheit: „Beim S & P 500 liegt das durchschnittliche KGV nur bei 21.“ Im DAX mit einem KGV von im Schnitt 11,5 müssen also

etliche Schnäppchen lauern, auch unter den 50 Titeln des SDAX müssten Value-Investoren fündig werden, ihr KGV liegt im Mittel bei 12,4.

US-Staatsanleihen sind teurer –

die Sicherheit hat einen hohen Preis. „US-Staatsanleihen mit zehnjähriger Laufzeit haben derzeit ein Kurs/Gewinn-Verhältnis von etwa 30“, sagt Fondsmanager Bill Miller. Mit der hohen Bewertung der Anleihen werden Aktien mit ihren im historischen und absoluten Vergleich niedrigen Gewinnmultiplern immer attraktiver. Anleger müssen sich allerdings bewusst sein, dass diese Werte noch auf den alten Gewinnerwartungen der Analysten beruhen und wohl mit den Folgen einer US-Rezession aufgrund fallender Gewinnschätzungen nach oben korrigiert werden müssen. Doch im Vergleich mit US-Aktien sind viele deutsche Papiere auch dann immer noch stark unterbewer-

tet. „Derzeit gibt es am deutschen Aktienmarkt vor allem im Bereich der Nebenwerte und Small Caps zahlreiche Schnäppchen“, weiß Georg Geiger, Fondsberater des Value Holdings Capital Partners Fund. Auch auf dem Schweizer Aktienmarkt sind derzeit viele grundsolide Firmen ein gefundenes Fressen für Value-Investoren (siehe Investor-Info).

Obwohl Hedgefonds und viele Private-Equity-Gesellschaften, die ihr Portfoliovolumen über Kredite massiv aufgeblasen haben, wegen der Kreditklemme nicht als Käufer am Aktienmarkt auftreten, gibt es genug Geld am Markt. Value-Investor Warren Buffett beispielsweise sitzt derzeit auf liquiden Mitteln von rund 45 Milliarden US-Dollar.

Auch Fondsgesellschaften deutscher Provenienz sitzen auf reichlich Cash. So liegt die Barquote beim Fonds DJE Dividende & Substanz derzeit bei etwa 32 Prozent – immerhin

Value Holdings Capital Partners Gewinne mit deutschen Titeln

Klassischer Value-Fonds. Berater Georg Geiger setzt streng auf Kriterien wie niedriges Kurs/Gewinn-, Kurs/Buchwert-Verhältnis, hohe Dividende, viel Eigenkapital, und investiert dabei in deutsche Aktien, insbesondere Small und Mid Caps. Die Strategie brachte in den letzten

Value Hold. Capital Partners (in Pkte.)

A M J J A S O N D J F M

fünf Jahren Gewinne von knapp 140 Prozent und sorgte für eine niedrige Volatilität des Fonds von 11,4 Prozent. Wird an der Börse ohne Ausgabeaufschlag gehandelt. (geo)

ISIN LU 001 387 390 1	Agio bis zu 0,00 %	Gebühr p. a. 1,25%+P.Fee	Servicetelefon 0423/2356767
--------------------------	------------------------------	------------------------------------	--------------------------------

www.finanzen.net/go/A0863E

rund 300 Millionen Euro. Auch viele Beteiligungsgesellschaften haben volle Kassen. So bunkert die Deutsche Beteiligungs AG derzeit rund 100 Millionen Euro, die auf günstige Anlage warten. Auch Gesco, MBB Industries oder UCA (siehe Tabelle), sitzen noch auf vergleichsweise komfortablen Cashpolstern.

Und die wollen investiert werden. „Wir kaufen aber nur dann, wenn eine Aktie unterbewertet ist, ihr Kurs an der Börse also mindestens 20 Prozent unter dem von uns ermittelten fairen Wert liegt“, erklärt Experte Geiger. Value-Anleger bewerten Unternehmen anhand von Kennziffern wie dem KGV, dem Kurs/Buchwert-Verhältnis oder der Eigenkapitalquote sowie anhand von weichen Faktoren wie Marktstellung und Managementqualität und ermitteln so den „fairen Wert“ der Aktie.

Bei dieser Art des Investments wäre Kreditfinanzierung riskant. „Value-Investoren brauchen Geduld, bis die Unterbewertung einer Aktie vom breiten Markt erkannt wird und die Kurse steigen.“ Das kann dauern. Investmentguru Buffett sagt: „Eine Aktie, die man nicht zehn Jahre zu halten bereit ist, darf man auch nicht zehn Minuten besitzen.“

In der aktuellen Marktsituation öffnen Value-Investoren langsam ihre Geldschleusen. „Wir haben die niedrige Bewertung vieler Aktien in den letzten Wochen zum Einstieg genutzt und unsere Cashquote dabei deutlich reduziert“, sagt Geiger. Und Eberhard Weinberger, Aktienexperte bei Dr. Jens Ehrhardt Kapital, sagt: „Wenn sich der Markt weiter stabilisiert, werden wir die Cashquote Stück für Stück zurückfahren.“

Die richtige Zeit für Zukäufe

Für Value-orientierte Privatanleger gilt das ebenso, ohne Risikobereitschaft und Geduld werden sie aber nicht auskommen. Behavioral-Finance-Spezialist Conrad Mattern: „Die Verzerrungen an den Märkten halten an, allerdings reicht es derzeit schon aus, dass es keine neuen Horrormeldungen mehr gibt - schon erholen sich die Kurse ein klein wenig.“ Das Ausmaß der Verzerrungen, so Mattern, lasse sich an einer Vielzahl von Faktoren festmachen, beispielsweise an den Geldmarktzinsen, die trotz der von den Notenbanken in die Märkte gespülten Liquidität weiter steigen. Minus-Manager Stephen Schwarzman sieht die Kredit- und Vertrauenskrise an den Märkten noch längst nicht beendet: „Es wird noch sehr lange dauern, bis der Mangel an Liquidität überwunden ist.“ Doch Friedrich Thießen, Professor für Finanzwirtschaft an der TU Chemnitz, sieht fundamental keinen Grund dafür: „Wir haben keine reale Krise, sondern nur eine Ängstlichkeitskrise. Solange die Menschen ängstlich und pessimistisch sind, hält das an.“ Kann also gut sein, dass Value-Investoren wie Warren Buffett noch etliche Monate Zeit haben, sich die wahren Werte einzuverleiben.