

THE EUROPEAN

VALUE INVESTOR

INVESTMENTSTRATEGIEN



JENSEITS DES MAINSTREAM

The European ValueInvestor erscheint in Kooperation mit dem Zentrum für Value Investing. Hier finden Sie Informationen, Interviews und Investmentideen zum Anlagestil Value.



STARKES DUO

Tobias Rauber (links) und **Rolf Frauenfelder** lernten sich vor 20 Jahren an der Universität Zürich kennen. Eine anfänglich lose Zusammenarbeit führte zur Gründung der Vermögensverwaltungsboutique Dynamic Value in Rapperswil, Schweiz. Rauber (47) ist Fondsmanager und leitet das hauseigene Research. Frauenfelder (49) mit Abschluss in Wirtschaftswissenschaften an der Uni Zürich, ist Leiter Kundenbetreuung und Co-Fondsmanager.

„Was zählt, ist die Zukunft“

Für **Tobias Rauber** und **Rolf Frauenfelder**, die beiden Gründer von Dynamic Value, ist die Berechenbarkeit künftiger Gewinne der zentrale Punkt der Aktienanalyse

Herr Rauber, Herr Frauenfelder, wie sieht für Sie das ideale Investment aus?

Tobias Rauber: Sofern es das überhaupt gibt, ist es ein niedrig bewertetes, marktdominantes Unternehmen mit hoher Gewinnmarge und überdurchschnittlicher Eigenkapitalrendite. Wirklich außergewöhnlich sind Unternehmen, die ohne allzu viel zusätzlichen Kapitaleinsatz auch noch starkes Gewinnwachstum aufweisen.

Rolf Frauenfelder: Wir suchen nach Anlagen, deren Wert deutlich höher ist als der Marktpreis. Ein weiteres essenzielles Kriterium ist, dass ein Unternehmen einen einschlägigen

Wettbewerbsvorteil genießt. Mit großer Wahrscheinlichkeit muss es in zehn Jahren noch etwa dasselbe verkaufen wie heute. Nur diese Parameter geben uns eine Grundlage, die Gewinne der Zukunft einigermaßen zuverlässig einzuschätzen und den Wert einer Anlage zu berechnen.

Sie versuchen sich also ein Bild von der Zukunft zu machen.

Ist das nicht der berühmte Blick in die Glaskugel?

Rauber: Im Gegenteil, denn zentral ist die Berechenbarkeit der zukünftigen Gewinne. Bei Technologieunternehmen wie Twitter oder Facebook ist das unseres Erachtens unmöglich.

Frauenfelder: Der Anleger steht vor dem Problem, wie er aus der Vielzahl von Informationen die richtigen Schlüsse ziehen soll. Die Situation ist in etwa der von Passagieren vergleichbar, die per Schiff zu einer längeren Reise aufbrechen. Wie werden sich die äußeren Verhältnisse auf die Fahrt auswirken? Ist im Verlauf der Reise einem heftigen Sturm zu trotzen?

Rauber: Optimal ist ein Unternehmen, das gewissermaßen allen Stürmen zu trotzen vermag. Zu den von uns bevorzugten Aktienanlagen gehören daher Unternehmen von exzellenter Qualität, die sich in der Regel durch geringe Verschuldung und

eine hohe operative Marge, kombiniert mit stetigem Gewinnwachstum auszeichnen. Wir suchen nach zu Unrecht vernachlässigten Titeln. Dazu haben wir eine Datenbank mit weltweit etwa 600 Unternehmen aufgebaut, die wir regelmäßig pflegen und überwachen. Heute ist leider die überwiegende Anzahl dieser Unternehmen bereits zu hoch bewertet, um als lukrative Anlage in Betracht gezogen zu werden.

Aber ein paar Ausnahmen gibt es doch immer, oder?

Rauber: Ja sicher. Western Union, einen weltweit agierenden Anbieter von Bargeldtransfer, finden wir nach wie vor kaufenswert. Besonders aber Swiss Re.

Aha. Einer der Lieblingstitel der Value-Szene, seit sich Warren Buffett dort beteiligt hat.

Rauber: Da waren wir aber früher dran (*lacht*). Wir haben bereits Mitte der 90er-Jahre in Swiss Re investiert, als der damalige operative Chef Lukas Mühlemann den Konzern neu ausrichtete. Unsere eigene Analyse vergangener Finanzkrisen führte später zu einem erneuten Kauf von Anteilen dieses Unternehmens.

Warum?

Rauber: Swiss Re ist – auch im Vergleich zu Munich Re – günstig bewertet. Wir gehen davon aus, dass der Schweizer Rückversicherungskonzern im Jahr 2014 eine äußerst attraktive Ausschüttung aus Kapitaleinlagereserven in Höhe von etwa sechs Schweizer Franken pro Aktie vornehmen wird. Das entspricht einer Rendite von mehr als sieben Prozent. In bestimmten Ländern, wie der Schweiz, ist diese Ausschüttung für private Investoren sogar steuerfrei.

Wann kaufen und verkaufen Sie?

Rauber: (*lacht*) Leider meist zu früh! Timing ist schwierig.

Frauenfelder: (*lacht mit*) Darauf verlassen wir uns eher nicht. Wir kaufen und verkaufen meistens gestaffelt. In

der Regel wollen wir die Titel mehrere Jahre halten. Daher ist unser Kapitalumschlag gering.

Wie viele Titel befinden sich in Ihrem Portfolio?

Frauenfelder: Derzeit sind es rund 20 Titel. Unsere besten, handverlesenen Ideen gewichten wir stark. Derzeit belegen unsere größten vier Anlagen rund 40 Prozent unseres Portfoliowerts. Der Grund für diese relativ hohe Konzentration ist, dass deren Anlagewert seit dem Kauf erheblich gestiegen ist. Solange Anlagen sich so entwickeln, wie wir es erwarten, halten wir an unseren Investitionen fest – auch wenn dies bedeutet, dass der Anteil am Portfolio überproportional steigt.

Rauber: Unser bisheriger Leistungsausweis bestätigt unsere Vorgehensweise. Unser öffentliches Portfolio schnitt in Euro gerechnet um etwa zehn Prozent pro Jahr besser ab als der Weltaktienindex.

Halten Sie auch deutsche Aktien?

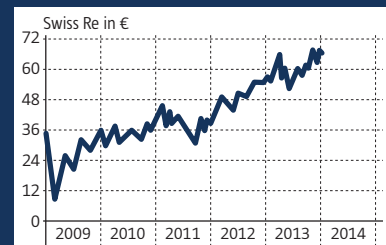
Rauber: Unsere größte deutsche Position ist Hugo Boss. Ich analysierte den Titel im Jahr 2007 im Zusammenhang mit dem Kauf der Mehrheit an Boss durch die Private-Equity-Gesellschaft Permira. Damals war mir die Aktie noch zu teuer! Gegen Ende 2008 begannen wir die ersten Positionen aufzubauen. Wir profitierten von der Panik, die an den Finanzmärkten immer wieder dazu führt, dass gute Unternehmen zu unrecht stark abgestraft werden. Wir bezahlten dadurch nur etwa ein Drittel dessen, was Permira zuvor auf den Tisch gelegt hatte. Seither hat sich Hugo Boss spektakulär entwickelt.

Wie kamen Sie zum Value-Investing?

Rauber: Vor etwa 20 Jahren las ich in der Zeitschrift „Forbes“ einen Artikel über Warren Buffett. Seine Aussagen zogen mich gleich in den Bann. Die Grundidee des Value-Investing – ein Unternehmen, das einen Dollar wert ist, zu einem deutlich tieferen Preis,



SWISS RE



Stichtag: 10.01.2014

ISIN	CH0126881561
Kurs	65,30 €
Börsenwert	24,1 Mrd. €
KGV 2014e	10,1
Kurs-Buch-Verhältnis	1,03
Ausschüttungsrendite	7,5 %*

* inklusive Sonderausschüttung

Geschäftsmodell: Weltweit tätiger Rückversicherer mit Hauptsitz in Zürich. Die Hauptkunden sind Erstversicherer, die einen Teil ihrer Risiken (etwa Spitzenbelastungen durch Naturkatastrophen) extern absichern.

Bewertung: Das Jahr 2013 war durch vergleichsweise wenige Naturkatastrophen geprägt und verlief insgesamt schadensarm. Mit einem Kurs-Gewinn-Verhältnis von zehn für 2014 ist Swiss Re vergleichsweise günstig bewertet. Die laufenden Ausschüttungen stützen den Kurs. In zwei bis drei Jahren sollten 100 Franken (heute etwa 81 Euro) erreichbar sein. Zusammen mit den Ausschüttungen ergibt das eine zweistellige Rendite.

sagen wir 50 Cent, zu erwerben – leuchtete mir augenblicklich ein und bestimmt bis heute mein Handeln.

Benötigen Value-Investoren bestimmte Charaktereigenschaften?

Frauenfelder: Geduld und die Fähigkeit, negative Überraschungen weitestgehend zu vermeiden. Viele Anleger haben etliche Verlustbringer in Ihren Depots, die dann mit den erfolgreichen Investments nur noch bedingt aufgeholt werden können. Eine wichtige Eigenschaft, die ein Anleger besitzen soll-

te, ist das Erkennen, wann es sich lohnt, größere Risiken einzugehen. Je nach Konjunkturzyklus kann ein und derselbe Titel eine großartige oder eine sehr schlechte Anlageidee sein.

Haben Sie Vorbilder?

Rauber: Neben dem bereits erwähnten Warren Buffett, dem sicherlich bekanntesten Vertreter des Value-Investings, gebührt Stanley Druckenmiller ein Ehrenplatz. Er war unter anderem für George Soros tätig. Seine Trefferquote ist unglaublich hoch. Ihren Lesern, die ihr Geld selbst verwalten möchten, empfehle ich das Studium von Buffetts „Letters to Shareholders“. Dort kann man in einer auch für Laien verständlichen Sprache nachlesen, was man warum kaufen soll und welche Branchen man besser meidet. In deutscher Sprache gibt es eine in Buchform herausgegebene Zusammenfassung unter dem Titel „Essays von Warren Buffett“¹. Ich würde mit den älteren Briefen beginnen, da Buffett in den ersten Beiträgen konkreter war.

Unterscheidet sich Ihr privates Depot von Ihrem gemanagten Portfolio?

Frauenfelder: Wir essen gern, was wir selber kochen. Wir sind einerseits mit einem ansehnlichen Teil unseres Vermögens am von uns verwalteten Portfolio beteiligt. Andererseits halten wir zusätzlich privat die Top 3 bis Top 5 unserer Anlagen. Wir vertrauen unseren eigenen Analysen. Unser Auswahlverfahren ist selektiv und konsequent. Wir sehen keinen Grund, schlechte Anlagen ins Portfolio zu nehmen, nur damit wir breiter diversifiziert sind. Im öffentlichen Portfolio halten wir mehr Titel als privat. Die gesetzlichen Rahmenbedingungen und das allgemein vorherrschende Diversifikationsparadigma verlangen von uns gewisse Anpassungen beim öffentlichen Portfolio.

Wie sehen Sie die Situation auf dem Rentenmarkt?
Frauenfelder: Durch die realen Negativzinsen werden Sparer scheinbar enteignet. Wir sind bestrebt, Anlagen zu tätigen, die einen gewissen Inflationsschutz bieten. Auf der Suche nach einer echten Alternative zu Anlei-

hen sind wir auf den Immobilienfonds CS Euroreal gestoßen. Wir schätzen diese Anlage in puncto Risiko und Renditemöglichkeiten als Mittelding zwischen Anleihe und Aktie ein.

Ein Witwen-und-Waisen-Papier ist das nun nicht gerade. Erst recht nicht, seit der Fonds geschlossen wurde.

Frauenfelder: Die übermäßigen Rückgabewünsche der Anleger zwangen die Fondsleitung des CS Euroreal, der bereits 2008 in die Krise geraten war, die Auflösung einzuleiten. Die Fondsleitung hat den Auftrag, bis zum 30. April 2017 die Liegenschaftsanlagen des Fonds zu veräußern. Die anfallenden Erlöse werden bis zur vollständigen Liquidation des Fonds laufend ausgeschüttet. So wurden am 10. Dezember 2013 zwei Euro je Anteilschein ausbezahlt. Der CS Euroreal hat weit über vier Milliarden Euro in Geschäftsimmobiliien in guten Lagen in der EU investiert – fast die Hälfte davon in Deutschland. Dieser Fonds wird mit einem Abschlag von über 40 Prozent zum ausgewiesenen Wert gehandelt. Wir gehen jedoch davon aus, dass sich die effektiv erzielten Verkaufspreise der Immobilien letztendlich um über zehn Prozent unter den heute ausgewiesenen Werten bewegen dürften.

Welche Rendite erwarten Sie?

Rauber: Wir rechnen mit einer Rendite von fünf bis acht Prozent pro Jahr. Wenn es gut läuft, liegen Renditen von jährlich über zehn Prozent im Bereich des Möglichen. Aber Vorsicht, der Markt ist an manchen Tagen nicht allzu liquide. Es ist daher vorteilhaft, limitierte Aufträge zu platzieren!

¹ „Essays von Warren Buffett. Das Buch für Investoren und Unternehmer“, FinanzBuch Verlag, München 2006, 34,99 Euro

CS EUROREAL



Stichtag: 10.01.2014

ISIN	DE 000 980 500 2
Kurs	26,85 €
Hoch/Tief (52 W.)	31,50 €/24,12 €
Börsenwert ¹	4,463 Mrd. €
Nettowert pro Aktie ¹	43,34 €
Total Expense Ratio (TER) ²	0,80 %
¹ per 31.12.2013; ² per 30.11.2013	

Geschäftsmodell: Ehemals Offener Anlagefonds mit einem breit diversifizierten Portfolio von Gewerbeimmobilien im Wert von gut 4,4 Milliarden Euro.

Bewertung: Bis zum 30. April 2017 ist vorgesehen, sämtliche noch vorhandenen Immobilien abzustoßen. Der effektiv erzielbare Wert sollte bei 30 bis 36 Euro pro Anteil liegen. Die Differenz zum ausgewiesenen Nettoinventarwert erklärt sich durch Verkaufskosten, Steuern und die erschwerte Verkäuflichkeit größerer Objekte in Südeuropa. Die bisherigen Verkäufe lagen aber nur um 1,5 Prozent unter den ausgewiesenen Schätzwerten.

Zentrum für Value Investing e.V.

Aachener Str. 197–199, 50931 Köln
 Tel: +49 (0)221 99 80 19-12
 Fax: +49 (0)221 99 80-19-20
 www.value-investing.net
 info@value-investing.net

Vorstand: Dr. Hendrik Leber,
 Frank Fischer, Prof. Dr. Max Otte (Direktor)

Geschäftsleitung: Kerstin Franzisi

Wissenschaftlicher Beirat:
 Prof. Bruce Greenwald, Ph.D.