



Castell'scher Anlagebrief

Monatlicher Anlagebrief der Fürstlich Castell'schen Bank, August/September 2015

Nr. 7

Wenn das Ganze weniger ist als die Summe seiner Teile

*Dr. Sebastian Klein
Vorsitzender des Vorstands der
Fürstlich Castell'schen Bank*



Am 20. Juli diesen Jahres war am US-amerikanischen Kapitalmarkt ein interessantes Phänomen zu beobachten: eBay brachte sein ehemaliges Tochterunternehmen PayPal an die Börse. Die Börse bewertete dieses Online-Zahlungsverkehrsunternehmen mit knapp 50 Milliarden Euro nicht nur deutlich höher als das ehemalige Mutterunternehmen – die Bewertung lag zudem rund 5 % höher als die Bewertung des Mutterunternehmens inklusive des Tochterunternehmens vor dem Börsengang. Wie kann es zu einem solchen Phänomen kommen, das nicht nur dem aristotelischen Grundaxiom zu widersprechen scheint, sondern auch die effiziente Kapitalmarktbeurteilung in Frage stellt? Denn müsste nicht der Wert von PayPal vor dem Börsengang im Gesamtwert von eBay vollständig reflektiert worden sein?

Offensichtlich folgt der Kapitalmarkt einer anderen Logik und honoriert die »Befreiung« der Tochtergesellschaft aus dem Konzernverbund. Dieses Phänomen lässt sich nicht nur in dem oben genannten Beispiel beobachten, sondern tritt bei der Börseneinführung von Tochtergesellschaften häufiger auf. Drei Erklärungsansätze mag es hierfür geben, die mit den Begriffen operative Dyssynergie, Bewertungstransparenz und Managementincentivierung beschrieben werden können. Operative Dyssynergien, die durch den Börsengang wegfallen und somit eine höhere Bewertung des Unternehmens als im Konzernverbund begründen, könnten im Fall von PayPal darin liegen, dass andere Online-Händler (zum Beispiel Amazon) mit dem nun unabhängigen Unternehmen eher Geschäfte eingehen als mit der Tochter des Konkurrenten eBay. Ebenso mag der Wegfall konzerntypischer Komplexitäten wertsteigernd sein. Zweitens mag es für den Kapitalmarkt leichter sein, das nun eigenständige Unternehmen – aufgrund der besseren öffentlichen Informationsbasis und Vergleichbarkeit – präziser zu bewerten.

Schließlich könnte durch den Börsengang das Management des Unternehmens mit dem Perspektivwechsel von einem

Konzernangestellten zu einem unabhängigeren Unternehmenslenker eine stärkere unternehmerische Handlungsweise annehmen. Uns gefällt – unabhängig von dem Einzelbeitrag der drei möglichen Gründe – das Phänomen an sich gut. Zum Einen lässt sich an den konzerntypischen Dyssynergien das positive Gegenbild eines kundennah und schnell agierenden Unternehmens mit überschaubarer Größe erkennen, so wie es bei vielen Familienunternehmen der Fall ist. Oder prägnanter: Größe kann auch Nachteile haben und überschaubare Unternehmensstrukturen können zum Nutzen für Kunden sein. Zum Anderen ergeben sich für uns als Vermögensverwalter und damit für Sie als unsere Kunden von Zeit zu Zeit zusätzliche Ertragschancen in Fällen, in denen der Börsengang einer Tochtergesellschaft unter wertsteigernden Bedingungen stattfindet.

Chinesische Turbulenzen – Auf den zweiten Blick

Dr. Achim Hammerschmitt, CFA,
Leiter Vermögensverwaltung & Fondsmanagement der
Fürstlich Castell'schen Bank



Gerade ist nach einem bemerkenswerten Schwenk von Herrn Tsipras, gemäß des Adenauer-Wortes »Was interessiert mich mein Geschwätz von gestern« an den Kapitalmärkten etwas Ruhe eingetreten, kommen aus China besorgniserregende Nachrichten.

Nach einem märchenhaften Anstieg des für Ausländer nicht investierbaren Inlands-Aktienindex Shenzen um 100 %, erfolgte nach einigen Maßnahmen der Chinesischen Notenbank (People's Bank of China) ein massiver Kurseinbruch von 40 % zu den Höchstständen in weniger als einem Monat. Zusammen mit schlechteren Wirtschaftsdaten, welche die Wachstumsmöglichkeiten eher beschränkter als die erhofften 7 % erscheinen lassen und mit massiv gefallen Rohstoffpreisen mischt sich ein Börsen-Cocktail zusammen, der aufgrund der Bedeutung Chinas weit in die Welt hinaus strahlt.

Marktindizes China und DAX seit Jahresanfang, indexiert



- Hang Seng – Preis Index
- Dow Jones Shenzen – Preis Index
- Dax Index

Doch wie sieht die Sache auf den zweiten Blick aus. Ein gerne zitiertes Maß, um die Wirtschaftsleistung eines Landes zu schätzen, sind sogenannte Einkaufsmanagerindizes, wie der IFO-Geschäftsklima Index in Deutschland. Hier werden

Einkäufer von Firmen befragt und ihre Meinung zur gegenwärtigen Geschäftslage und ihre Erwartungen für die kommenden Monate eingeholt. In China gibt es zwei solcher Indizes. Der eine wird von offizieller Regierungsseite erhoben und bezieht seine Daten vor allem von großen Unternehmen, während der andere von einer privaten Bank und einem auf Statistiken spezialisierten Privatunternehmen erhoben wird, die auch mittlere und kleine Betriebe in ihre Umfrage einbeziehen. Seit einiger Zeit schrammt der offizielle Index an der Grenze entlang, die Wachstum von einer Schrumpfung der Wirtschaft trennt. Der »private« dagegen signalisiert schon seit einigen Monaten eine leichte Schrumpfung der chinesischen Volkswirtschaft. Stellt man sich auf den Standpunkt des vorsichtigen Kaufmannes, sollte man eher dem privaten Index Glauben schenken.

Da China weltweit nach wie vor circa die Hälfte der wichtigen Industriemetalle abnimmt, wird eine Wachstumsschwäche unweigerlich die Preise einiger Rohstoffe unter Druck setzen. Da zudem die chinesische Notenbank in ihrer Reservepolitik genug Gold gekauft hat und in den letzten Quartalen ihre Bestände deutlich weniger als erwartet aufstockte, trifft ein Überangebot auf eine geringere Nachfrage. Das drückt bei Gold und den anderen Edelmetallen den Preis. Auf dem Weltmarkt für Öl gibt es gleichzeitig ein strukturelles Überangebot, da nunmehr auch der Iran wieder sein Öl auf dem Weltmarkt verkaufen darf. Das Ergebnis nimmt man erfreut bei jedem Tankstellenaufenthalt wahr. Aufgrund der hohen Abhängigkeit der Rohstoffe von China wird in einer unsicheren Situation, wie derzeit gegeben, ein Fallen der Rohstoffpreise verstärkt als Frühindikator für eine Wachstumsschwäche gesehen.

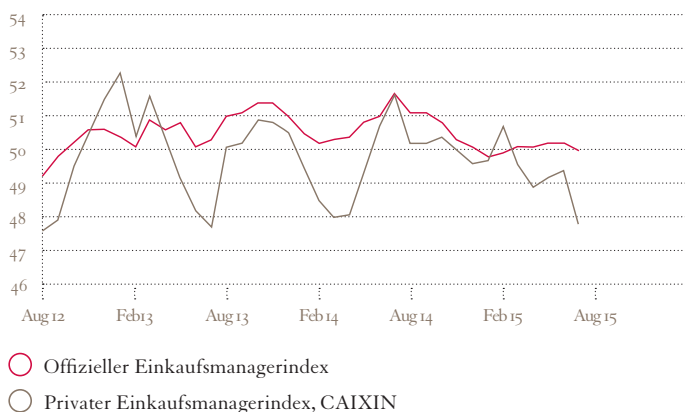
Auf dieses toxische Gemisch von Indikatoren und Rohstoffmärkten stößt nun das Platzen einer Spekulationsblase im inländischen Aktienmarkt Chinas (Shenzen), das mit staatlichen Eingriffen, Aussetzen von Aktiennotierungen für die Mehrheit der Indexmitglieder und massiven Verlusten einhergeht. Also lautet die gängige aktuelle Interpretation, dass chinesische Anleger ihre

Aktien abstossen, weil sie den Glauben in die Zukunft einiger Unternehmen verloren haben, da schließlich auch Einkaufsmanagerindizes und Rohstoffe auf eine vermeintlich fatale Schwäche Chinas hindeuten.

Dass ein Aktienmarkt, an dem man das 70-fache dessen für ein Unternehmen zahlen muss, was es verdient, überhitzt ist, haben wir aus den Zeiten des »Neuen Marktes« noch ungut in Erinnerung. Der massive Kursanstieg war zudem weitgehend auf Pump finanziert, was die Anleger bei fallenden Kursen unter Druck setzt und eine Abwärtsspirale in Gang setzte, an deren Ende auch die Banken und Broker, die die Kredite gewährt haben, unter Druck geraten oder in die Pleite gegangen wären. Daher schritt der Staat ein, um ein geregeltes Ablassen der Blase zu gewährleisten und Bankenturbulenzen zu vermeiden.

Alles in allem ein klares Bild für eine in jeder Beziehung ins Trudeln geratene Volkswirtschaft – möchte man meinen. Beleuchtet man aber die einzelnen Komponenten näher, stellt man fest, dass die Sorgen nicht so begründet sind, wie auf den ersten Blick befürchtet.

Einkaufsmanagerindizes China



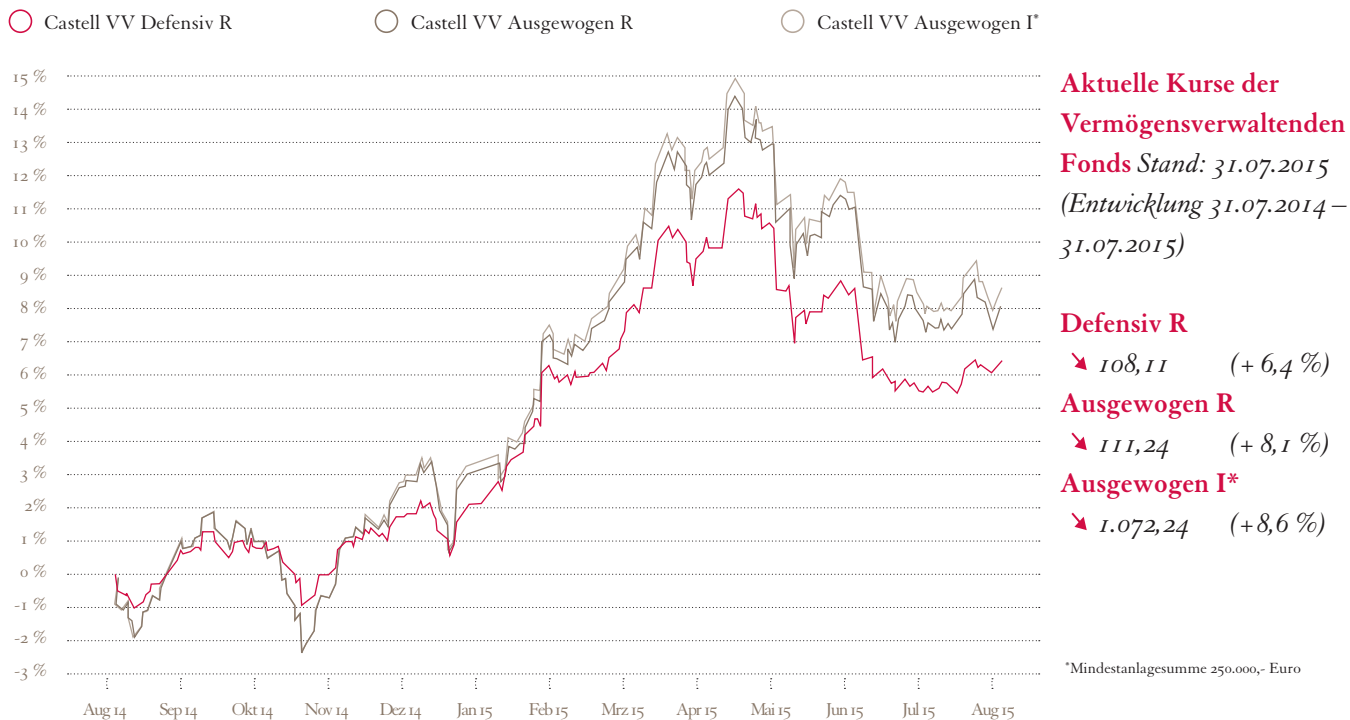
Der wirtschaftliche Frühindikator Einkaufsmanagerindex bewegt sich schon seit drei Jahren in einem Seitwärtsband. Jedoch, in all diesen Jahren konnte man Wachstumsraten von 7 % und darüber verbuchen. Weitere Wirtschaftsindikatoren signalisieren bereits ein Erstarken der Wirtschaft Chinas, nach einer kleinen Schwächephase im ersten Quartal.

Der Shenzhen Aktienmarkt war massiv überbewertet und eine Korrektur mehr als fällig. Die für Ausländer relevanten »reiferen« Aktienmärkte in Hongkong und Schanghai haben an dieser auf Pump finanzierten Rallye aus Shenzhen in weit geringerem Maße teilgenommen, verhielten sich also »normal«. Hier gab es keine ungewöhnliche Übertreibung und hier gibt es auch keinen ausgeprägten Wirtschafts-Pessimismus oder Angst vor einer Rezession.

Zu den Rohstoffen haben wir schon einen Hinweis gegeben. Gold und Edelmetalle werden vom veränderten Notenbankverhalten unter Druck gesetzt; Öl und Energierohstoffe leiden aufgrund des bestehenden Überangebots durch die neue (alte) Fördernation Iran, und der durch den Schiefergasboom vom Abnehmer zum Produzenten gewordenen USA. Industrierohstoffe sind grundsätzlich durch den Umbau von China und anderen Schwellenländern, hin zu einer auch vom Binnenkonsum getriebenen Volkswirtschaft, betroffen. Dort werden »alte« Industrien wie etwa Stahl und Bau durch modernere Industrien wie Autobau und IT ersetzt. Diese Strukturveränderung wird den Rohstoffhunger auf Dauer dämpfen.

Daher haben wir schon im letzten Jahr begonnen, unsere Rohstoffinvestments drastisch zu reduzieren und schließlich ganz abzubauen. Da diese Entwicklungen die Rohstoffproduzenten der Schwellenländer aus Südamerika und Südafrika unter Druck setzen, haben wir zudem in den letzten zwölf Monaten unsere Positionierung in Schwellenländeraktien auch bis auf Null heruntergefahren. Dieser zweite Blick auf die Entwicklungen der Welt hilft uns, die aus der Hüfte geschossene Meinung der Händler auszubalancieren und für die Vermögensverwaltung überlegt einzuschätzen. Wie sie es von uns kennen – immer strikt risikokontrolliert.

Indizierte Wertentwicklung der Vermögensverwaltenden Fonds für die vergangenen 12 Monate (31.07.2014–31.07.2015)



Wertentwicklung (kumuliert, brutto) in %

	lfd. Jahr	1 Jahr	3 Jahre	Seit Auflage	Seit Auflage p. a.
Defensiv R	4,1 %	6,4 %	–	12,8 %	4,1 %
Ausgewogen R	4,7 %	8,1 %	–	17,7 %	5,6 %
Ausgewogen I*	5,0 %	8,6 %	–	11,1 %	6,9 %

Darstellungen und Angaben zu Wertentwicklungen der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen.

Disclaimer// Die vorstehenden Informationen sind Marketinginformationen und stellen keine Finanzanalyse i. S. d. § 34b WpHG und der Finanzanalyseverordnung (FinAnV) dar. Die Informationen genügen daher nicht allen gesetzlichen Anforderungen zur Gewährleistung der Unvoreingenommenheit von Finanzanalysen. Die zur Verfügung gestellten Informationen, Wertpapierstammdaten und Wertpapierkurse bezieht die Bank aus öffentlichen Quellen und von Dritten, die sie für zuverlässig hält. Eine Garantie für die Richtigkeit und Vollständigkeit der Informationen kann die Bank nicht übernehmen. Die Fürstlich Castell'sche Bank übernimmt keine Haftung für etwaige Schäden oder Verluste, die direkt oder indirekt aus der Verteilung oder Verwendung dieser

Broschüre oder ihrer Inhalte entstehen. Soweit die in dieser Broschüre enthaltenen Informationen Prognosen, Meinungsäußerungen oder Beurteilungen zur Marktsituation, zu Branchen, einzelnen Unternehmen oder Wertpapieren enthalten, ist eine individuelle Anlageempfehlung damit nicht verbunden. Insbesondere ersetzt diese Broschüre weder die Anlageberatung noch die individuelle, qualifizierte Steuerberatung. Etwaige Prognosen, Meinungen, Beurteilungen der Bank beruhen auf Einschätzungen der Bank zum Zeitpunkt der Erstellung dieser Broschüre, die sich, auch im Hinblick auf die gegenwärtige Rechts- und Steuerlage, jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern können. Zu einer Mitteilung von künftigen Änderungen ist die Bank nicht verpflichtet.

**Fürstlich Castell'sche Bank,
Credit-Casse AG**
Marktplatz 1
97070 Würzburg

Telefon 0931 3083-0
Telefax 0931 3083-995980
info@castell-bank.de
www.castell-bank.de

Sie erhalten den monatlichen Anlagebrief kostenlos in digitaler Form per E-Mail, sobald Sie sich auf der Homepage der Fürstlich Castell'schen Bank unter www.castell-bank.de dazu anmelden.

