

Quartalsbericht

Für die Zeit 1. April bis 28. Juni 2013



POLLEIT & RIECHERT
Investment Management

15. Juli 2013

Sehr verehrte Investorinnen,
sehr geehrte Investoren,

wir freuen uns, Ihnen den zweiten Quartalsbericht des „P&R Real Value“ Fonds, der am 27. Dezember 2012 gestartet ist, zu überreichen.

Vom 27. Dezember 2012 bis Ende Juni 2013 hat unser Fonds (nach Gebühren) einen Wertverlust von 1,39 Prozent erlitten. Zum Vergleich: MSCI World (Euro) +9,13 Prozent, Gold (Euro) -24,62 Prozent. Die Größe des Fonds betrug 10 Mio. Euro zu Beginn des Jahres, Ende Juni waren es 11,36 Mio. Euro.

Aus unserer Sicht hat unsere Investmentstrategie ihre Stärkte gezeigt: Der drastische Preisrückgang des Goldes wurde nahezu aufgefangen durch den Wertzuwachs, den wir durch den Kauf von guten Unternehmen erzielen konnten.

Unsere Entscheidungen

Der P&R Real Value Fonds hält aktuell 63,5 Prozent in Aktien bzw. Aktienzertifikaten, 9,0 Prozent in Zertifikaten und Fonds mit direkter Anbindung an Gold und 19,8 Prozent in Cash. Neben Gold und Cash bestehen die Positionen aus 13 langfristigen Investments, einem Investment in eine „Spezialsituation“ (7,7 Prozent) sowie einem Basket von drei Goldminenwerten (3,12 Prozent). Bezogen auf das Gesamtportfolio sind 48,7 Prozent in US-Dollar-Werten investiert, 12,2 Prozent in Britischen-Pfund-Werten, 7,7 Prozent in Euro-Werten und 2,6 Prozent in Kanadischen-Dollar-Werten.

Im letzten Quartal haben wir unsere Cash Position weiter abgebaut. Wir besitzen Anteile von Unternehmen, deren Gewinnentwicklung bei Inflation aufgrund von Wettbewerbsvorteilen („Pricing Power“) überdurchschnittlich sein wird. Diese Unternehmen werden auch (oder gerade) bei einer Konjunkturertrübung Gewinne erwirtschaften können. Beispiele hierzu sind Anbieter von kleinpreisigen,

notwendigen Artikeln oder Kreditgeber, die Kredite an untere Einkommensverdiener vergeben.

Im Folgenden erläutern wir unsere Überlegungen zu den wichtigsten Investments im letzten Quartal. Wir fangen mit den schlechten Nachrichten an. Wie im ersten Quartal betrifft das die Goldminen.

Goldminenaktien

Am 5. September 2011 erreichte der Goldpreis seinen bisherigen Höchstkurs, und die Marktkapitalisierung aller Goldminenwerte¹ betrug etwa 470 Mrd. US-Dollar. Aktuell liegt dieser Wert bei nur noch 198 Mrd. US-Dollar. Die Bewertung des Sektors ist demnach um 270 Mrd. US-Dollar gefallen (-58 Prozent!). Die Schrumpfung erfasste auch unser Goldminenbasket und unseren Goldbestand. Der Preisrückgang des Goldminenbaskets betrug 44 Prozent innerhalb des Quartals. Zum Quartalsende macht das Basket 3,3 Prozent des Fondsvolumens aus. Das Goldminenbasket, zusammen mit unserer Goldposition, hat uns etwa 5,5 Prozentpunkte Performance im Quartal gekostet.

Wie wir aus Gesprächen mit Goldminen-Managern hören, ist die Stimmung in der Branche katastrophal. Es wird erwartet, dass etwa die Hälfte aller Gold Explorationsunternehmen im nächsten Jahr Pleite gehen könnte, da sie keinen Zugang mehr zur Eigenkapitalfinanzierung haben. Hier steht eine Bereinigung an, in der sich gute Investmentopportunitäten ergeben können. Wir haben folgende Erkenntnisse gewonnen:

- (1) Achte auf ausreichende Barreserven;
- (2) Preisführer überleben; und
- (3) operativer Hebel bietet Versicherung gegen Inflation.

Wir haben unser Goldminenbasket mit Blick auf diese Aspekte überprüft. Bei allen Werten besteht eine ausreichende Finanzierung. Wir sehen das Investment daher nach wie vor als langfristige Versicherung gegen Inflation. Der operative Hebel ist nunmehr beträchtlich: Bei einem Goldpreisanstieg von 20 Prozent sollte sich der Wert mindestens verdoppeln. Aus diesem Grund haben wir bei zwei Werten leicht dazu gekauft und bleiben weiter investiert.

Berkshire Hathaway

Beim Blick auf unsere Investmentpositionen schauen einige Interessenten gelangweilt auf die Position Berkshire Hathaway. Viele halten sie als „zu einfach“ und „zu langweilig“. Aus unserer Sicht ist Ihrem Geld jedoch egal, ob es auf einfache oder auf komplizierte Weise vermehrt wird. Oftmals sind die „einfachen“ Situationen am lukrativsten. Wir haben Aktien von Berkshire Hathaway gekauft, weil der Einstiegspreis nahe dem Rückkaufswert lag – wir erhielten also eine nahezu kostenlose Kursabsicherung. Seitdem hat die Aktie um über 23 Prozent zugelegt. Gleichzeitig ist der Buchwert gestiegen und damit auch das Rückkaufslimit, wenn auch nicht in gleicher Höhe der Kursperformance. Das Limit liegt

Sind Goldminenaktien mittlerweile preiswert?

Der Börsenwert aller Goldminen mit einer Marktkapitalisierung über 20 Mio. US-Dollar liegt bei 198 Mrd. US-Dollar. Dafür erhält man Goldminen, die pro Jahr etwa 2.500 Tonnen Gold produzieren. Das sind bei aktuell 1.250 Dollar pro Unze 100 Mrd. US-Dollar Bruttoumsatz. Hiervon müssen Produktionskosten abgezogen werden. Auf Basis geschätzter AISC („all-in sustaining costs“) liegen die echten Kosten pro Unze mittlerweile bei ungefähr 1.100 Dollar.* Damit läge der Vorsteuer-Gewinn aktuell bei nur 150 US-Dollar pro Unze, und der gesamte Sektor verdient damit nur 12 Mrd. US-Dollar pro Jahr vor Steuern. Bei einem angenommenen Steuersatz von 35 Prozent kommen wir damit auf einen Nettogewinn von 7,8 Mrd. US-Dollar und ein KGV von (immer noch) 25. Bleibt der Goldpreis auf aktuellem Niveau, so ist der Sektor im Durchschnitt daher nicht billig. Allerdings beinhaltet diese Rechnung nicht den *optionalen Charakter* einer Goldminenaktie: Der Goldpreis muss lediglich auf 1.400 US-Dollar pro Feinunze steigen, um den durchschnittlichen Nettogewinn nach unserer Rechnung zu verdoppeln.

*Geschätzter Durchschnitt, basierend auf Company Reports der Goldminen Goldcorp, Barrick Gold, Newmont Mining, Kinross, Yamana Gold, Goldfields Randgold.

¹ Quelle: CapitalIQ, Primäre Goldminen Unternehmen mit Marktkapitalisierung über 25 Mio. US-Dollar.

nunmehr 15 Prozent unterhalb des aktuellen Kurses. Wir kennen wenige Investmentopportunitäten mit einer derartigen Kombination aus Gewinnwachstum und Risikoabsicherung. Von der Qualität der Firma, inklusive der Fitness ihres CEOs, konnten wir uns auf der Hauptversammlung Anfang Mai überzeugen: Warren E. Buffett tanzte „Gangnam Style“ vor etwa 35.000 Aktionären. Solange wir „Luft“ zwischen Preis und fairem Wert sehen, und solange wir keine besseren Investmentopportunitäten erkennen, bleiben wir investiert.

Credit Acceptance

Der Aktienkurs von Credit Acceptance korrigierte im April, und damit offerierte der Markt eine ausreichend hohe Sicherheitsmarge, die wir für Käufe genutzt haben. Credit Acceptance ist ein US-Auto-Finanzierer, der mit einem Netz von Gebrauchtwagenverkäufern in den USA zusammenarbeitet. Uns gefällt vor allem auch das Management der Firma. Der Gründer ist Chairman im Aufsichtsrat und hält etwa 44 Prozent des Aktienkapitals. Beim Lesen der Finanzberichte der letzten Jahre erkennen wir, dass das Management konsequent wertorientiert handelt. Unser Kaufpreis beträgt 104,80 US-Dollar und damit etwa 11x den aktuellen Gewinn. Wir glauben, dass Credit Acceptance in den nächsten Jahren mindestens das aktuelle Gewinnniveau halten wird. In dem Fall erzielen wir eine Gewinnrendite von 9 Prozent. Bei einer Rezession oder bei einer Konsumentenpreis-inflation wird der Gewinn sogar deutlich wachsen.

Aggreko

Beim Durchforsten von Geschäftsberichten ist uns diese Firma mit Sitz in Glasgow aufgefallen. Der Geschäftsbericht liest sich erfrischend offen, ehrlich und informativ. Wie uns CEO Rupert Soames später bestätigte, schreibt er den Bericht selbst. Der positive erste Eindruck verstärkte sich, je mehr wir über die Firma herausgefunden haben. Aggreko vermietet Strom- und Kühlgeneratoren weltweit, temporär oder für eine fest vereinbarte Nutzungsdauer. Die Firma verfügt über starke Wettbewerbsvorteile, da sie über das dichteste Netzwerk an Servicestellen verfügt und somit bei Notfällen schnell und zuverlässig Kapazitäten bereitstellen kann. Die weltweite Nachfrage nach Strom steigt, und daher kann Aggreko Kapital zu sehr hohen Renditen reinvestieren. Wir haben ferner herausgefunden, dass die Stromgeneratoren wesentlich länger halten, als die buchhalterische Abschreibung vermuten lässt. Dadurch ist der ökonomische Gewinn („Owner’s Earnings“) deutlich höher als der buchhalterische. Wir haben daher zugegriffen und Aktien zu etwa GBP 17,70 gekauft. Die Position beträgt 5,9 Prozent des Fonds.

Matthias Riechert hat am 10. Juli 2013 eine Präsentation auf dem „Widemoat Investing Summit“ zu Aggreko gehalten. Hier klicken ► [Aggreko – power to the powerless](#)

„Graham Net-Net“ – Balda

Die Aktie der Balda AG handelt unterhalb des „Net-Cash“-Wertes (Nettoumlaufvermögen abzüglich aller Verbindlichkeiten). Benjamin Graham, der Urvater des Value-Investings, empfahl den Kauf von Aktien, die deutlich unterhalb des Liquidationswertes notieren. Die Überlegung basiert auf der Annahme einer Sicher-

heitsmarge: Wenn alles schief geht, kann selbst eine Auflösung der Firmen noch zu einem Gewinn führen. Meist bleibt diese Betrachtung theoretisch. Bei einer dauerhaften Unterbewertung traut der Markt dem Management nicht zu, mit dem Kapital der Aktionäre vernünftig zu arbeiten. Aktivistische Investoren werden versuchen, dass Managements auszutauschen oder die Firma aufzulösen. Ersteres passiert soeben bei der Balda AG. Am 18. Juli 2013 findet eine außerordentliche Hauptversammlung statt, um den Aufsichtsrat auszutauschen. Wir halten das Anliegen für richtig, da das gegenwärtige Management über keinerlei Erfahrung in der Kapitalallokation verfügt. Pro Aktie kostet Balda etwa 4 Euro, ist aber etwa 5,20 Euro wert (davon entfallen allein 4,52 Euro auf Cash). Über das Discount-Zertifikat liegt unser Einstieg bei 4 Euro, aktuell notiert das Papier bei Euro 3,86. Wir sind optimistisch, dieses Investment profitabel beenden zu können: Wir haben weniger bezahlt, als Balda in der Kasse hält.

World Acceptance

In den USA wird seit einiger Zeit "High-Cost-Credit" vom Consumer Finance Protection Bureau (CFPB) kritisch beäugt. Wir können das Risiko staatlicher Eingriffe nicht hinreichend genau abschätzen und haben uns daher entschlossen, die Position mit einem Gewinn von etwa 20 Prozent zu verkaufen. Seit unserem Verkauf ist das Unternehmen das Ziel von Short-Sellern geworden, und der Kurs hat sich um 15 Prozent verringert. Wir sind froh über unsere Entscheidung.

Ferner haben wir Positionen in Family Dollar, McDonald's und Reckitt Benckiser aufgebaut. Erläuterungen hierzu finden sich im Memo vom 23. Mai 2013.

Bis auf Goldminen haben sich unsere langfristigen Investments gut entwickelt. Zwar sind bei einigen Werten die Kurse beträchtlich in die Höhe gestiegen (beispielsweise Vistaprint +19 Prozent im Quartal), aber dennoch sehen wir immer noch einen ausreichenden Sicherheitsabstand zwischen dem fairen Wert und den aktuellen Börsenpreisen. Wir sind zuversichtlich, dass unser Portfoliowert langfristig steigen wird, und zwar durch (1) Gewinnsteigerungen pro Aktie und / oder (2) Bewertungssteigerungen.

Ausblick: Die „Zinswende“ bleibt aus

Die künftige Zinsentwicklung ist für jeden Investor von herausragender Bedeutung, denn der Zins spielt eine wichtige Rolle bei der Unternehmensbewertung. Jüngst ließen Zinssteigerungserwartungen die internationalen Anleihe-, Aktien- und Rohstoffmärkte erzittern. Mittlerweile dürfte aber die „Zinswende“ vom Tisch sein. Am 9. Juli ruderte der Vorsitzende der amerikanischen Zentralbank, Ben S. Bernanke, auf einer Konferenz in Cambridge, Massachusetts, zurück: Es werde so bald keine Abkehr von der Politik des billigen Geldes geben. Für diese Botschaft brauchte der Vorsitzende der mächtigsten Zentralbank der Welt nur einen Satz: "Highly accommodative monetary policy for the foreseeable future is what's needed in the U.S. economy."

Mit dem Ausbruch der internationalen Finanz- und Wirtschaftskrise Mitte 2007 haben alle großen Zentralbanken unter Führung der US Federal Reserve die Zinsen auf bisher nicht gekannte Tiefstände geschleust. Damit sollte verhindert werden, dass die kolossale Verschuldungspyramide kollabiert, die die Zentralbanken mit ihrer laxen Geldpolitik in den letzten Jahrzehnten aufgetürmt haben. Zinssenkungen, so die Idee, verschaffen bankrotten Schuldnern wieder Zugang zu neuen Krediten. Die gedrückten Preise für Aktien, Anleihen und Rohstoffe steigen zur Freude der Investoren wieder an, und die Konjunktur belebt sich.

War die Rekordtiefzinspolitik erfolgreich? Die Bilanz fällt uneinheitlich aus. In Amerika scheint sie für einen neuerlichen Scheinaufschwung zu sorgen. Im Euro-Raum verschärft sich die Rezession, Massenarbeitslosigkeit greift um sich. In Japan ist der Zinssenkungsspielraum ausgeschöpft, die ungehemmte Monetisierung der Schulden scheint nun begonnen zu haben. Und in China braut sich vermutlich erst noch eine schwere Kreditkrise zusammen – als Folge der jahrelangen Kredit- und Geldmengenvermehrung durch die chinesische Zentralbank zu tiefen Zinsen.

Künstlich tief gehaltene Zinsen sind zum Überlebenselixier der internationalen Kredit- und Geldarchitektur geworden. Und das ist auch der Grund, warum die Zinsen nicht mehr auf ein „normales“ Niveau steigen werden. Die Zentralbanken haben die volle Zinskontrolle übernommen: Sie kontrollieren nicht nur die Kurzfristzinsen, sondern durch Anleihekäufe auch die längerfristigen Zinsen – und zwar gewissermaßen auf die Nachkommastelle, wenn sie es denn wollen.

Dass die Zentralbank die Anleihekurse auf ein Niveau hebt, das höher ist als die Kurse, die sich im freien Markt bilden würden, versteht sich von selbst: Der Marktzins soll ja unter das Niveau gesenkt werden, das sich einstellen würde, wenn sich die Kursbildung frei im Markt vollzieht. *Auf den Kapitalmärkten sind folglich längst nicht mehr die Inflations- und Kreditausfallsorgen der Investoren maßgeblich für die Höhe der Langfristzinsen, sondern der entscheidende Faktor für die Zinshöhe ist die erwartete Bereitschaft der Zentralbanken, Anleihen aufzukaufen.*

Eine Zeitlang mag es genügen, dass die Zentralbank lediglich ankündigt, Anleihen zu kaufen, um die Zinsen auf das gewünschte Niveau zu schleusen. Wenn aber Investoren beginnen, die Bereitschaft der Zentralbank zu „testen“, ob sie Worten auch Taten folgen lässt, treten die Konsequenzen der Mindestpreispolitik für Anleihen zutage: Die Zentralbank gibt die Kontrolle über die Geldmenge auf. Steigt der Angebotsdruck am Anleihemarkt (und steigt folglich der Zins), so muss die Zentralbank Anleihen kaufen, um die Kurse zu heben und die Renditen zu senken, und sie muss die Anleihekäufe mit der Ausgabe von neuem Geld bezahlen.

Der Großteil der Staatsschulden liegt nicht bei Geschäftsbanken, sondern bei Nichtbanken wie zum Beispiel Versicherungen, Pensionskassen und privaten Sparern. Wenn Nichtbanken ihre Papiere an die Zentralbank verkaufen, steigt die für Nachfragezwecke verfügbare Geldmenge (M1 bis M3) unmittelbar an. Ein

Die Beziehung zwischen KGV und Renditen für Staatsanleihen

Was besagt das KGV? Beträgt das KGV z. B. 8, so dauert es bei gegebenem Gewinn 8 Jahre, bis die Gewinne der Unternehmen den Kaufpreis der Aktien verdient haben. Je höher das KGV ist, desto höher ist die Erwartung künftiger Gewinnsteigerungen. Das KGV lässt sich aber auch als Kehrwert der Gewinnrendite (r): $1/r = 1/KGV = G/K$ nutzen. Je höher das KGV, desto geringer ist die Gewinnrendite, die der Investor erzielt.

Angenommen, ein Investor kennt alle künftigen Cash Flows aller Unternehmen. In dem Fall kann der Investor die Gewinnrendite von Unternehmen direkt mit der Rendite von Staatsanleihen vergleichen. Beträgt die Rendite 5 %, $K = 100$ und $G = 5$, so entspräche dies einem KGV von 20.

Fällt der Zins für Staatsanleihen nun auf zum Beispiel 2,5 % (halbiert), so würde das ein KGV von nunmehr 40 (verdoppelt) rechtfertigen – bei unverändertem Gewinn also einen Kursanstieg auf 200 nahelegen.

In der Praxis gilt diese Annahme nur, solange Anleger von dauerhaft niedrigen Zinsen ausgehen und keine negativen Auswirkungen auf die künftigen Gewinn von Unternehmen erkennen.

solches Monetisieren von Schulden ist inflationär, vor allem wenn sie in großem Stil erfolgt. Die Geldmengenausweitung wird früher oder später die Preise steigen lassen, ob nun erst die Preise der Lebenshaltung, oder zunächst erst die Preise des Bestandsvermögens („Asset Price Inflation“) – die Kaufkraft des Geldes wird in jedem Falle schmelzen wie Schnee in der Sonne. Diese (Neben-)Wirkung der Mindestpreispolitik für Anleihen käme hoch verschuldeten Staaten und Banken gelegen: Künstlich tief gehaltene Zinsen, die niedriger sind als die Geldentwertungsrate, vermindern den realen Wert der Schulden – zu Gunsten der Schuldner, zu Lasten der Sparer.

Um die Zahlungsunfähigkeit des heutigen Schuldgeldsystems abzuwenden, bedarf es künstlich gedrückter Zinsen – ob nun stark oder leicht gedrückt, in jedem Falle müssen sie niedriger ausfallen, als sie in einem freien Markt sein würden. Ein „Ausweg“ ist das fortgesetzte Zinsherabdrücken der Zentralbanken jedoch nicht: Sie verursacht weitere Fehlentwicklungen und Ungleichgewichte und wird absehbar in eine noch größere Krise münden. Wenn die Zentralbanken den Zins jetzt „freilassen“, würden die Kapitalmarktzinsen weltweit sehr stark steigen, und eine unmittelbare (Bereinigungs-)Rezession-Depression wäre die Folge.

Um der Krise zu entkommen, werden die Zentralbanken weitermachen mit ihrer Zinsmanipulation. Es ist gut denkbar, dass sie dazu übergehen, die Langfristzinsen bei ungefähr 3 Prozent „festzuhalten“: Die Zinsen sollen nicht zu tief gedrückt werden, damit nicht der öffentliche Unmut gegen das Schuldgeldsystem befördert wird; die Zinsen sollen aber auch nicht zu hoch sein, so dass Schuldner die Hand heben müssen.

Es wird daher wohl keinen Ausstieg („Exit“) geben aus der Geldvermehrungspolitik („QE“), weder in den Vereinigten Staaten noch im Euroraum noch anderswo. Eine Zinswende im Sinne einer „Normalisierung“ der Zinsen fällt aus. Die Zinsmanipulation der Zentralbanken sichert zwar die Zahlungsfähigkeit des Banken- und Finanzsystems, sie legt dadurch jedoch die Saat für die nächste Krise. Werden Forderungen gegenüber Staaten und Banken nicht vorher gelöscht, so wird diese Politik Termin- und Spareinlagen sowie Staats-, Banken- und Unternehmensanleihen durch Inflation entwerten. Wir vermeiden aus diesem Grund langfristige Anlagen mit fixem Kupon.

Was künstlich tiefe Zinsen für die Aktienbewertung bedeuten

Rechtfertigen tiefe Zinsen ein höheres KGV des Aktienmarktes? Nach dem Opportunitätskostenprinzip scheint dies der Fall zu sein. Allerdings setzt dies voraus, dass Anleger von dauerhaft niedrigen Marktzinsen ausgehen und keine negativen Auswirkungen auf die künftigen Unternehmensgewinne erkennen.

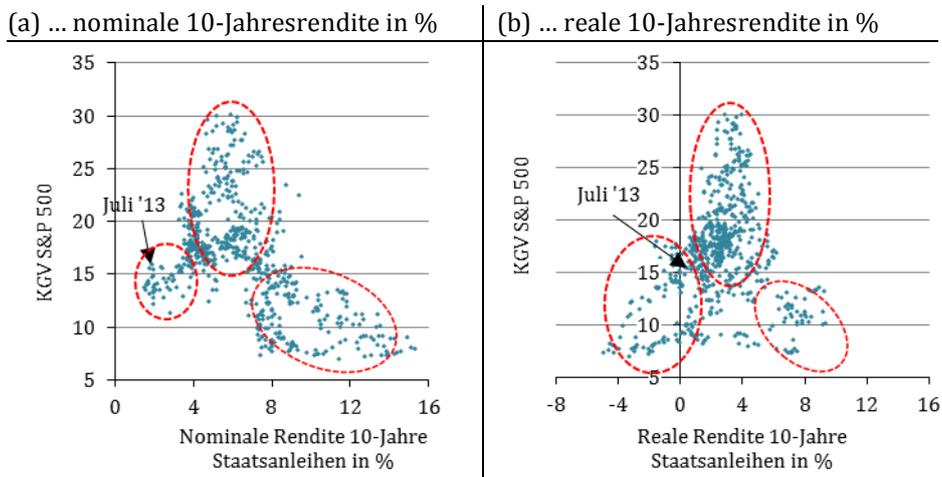
Wenn die Zinsen – wie es aktuell der Fall ist – künstlich tief gehalten werden, ist Vorsicht geboten. Zum einen kann ein aufgrund künstlich herabgedrückter Zinsen erhöhtes KGV rückgängig gemacht werden, sobald die Zinsen sich wieder „normalisieren“. Zum anderen können die Unternehmensgewinne in einem Schein-

aufschwung enttäuschen, denn künstlich gedrückte Zinsen verleiten Unternehmen zu Fehlinvestitionen. In Erwartung dieser Entwicklung akzeptieren Anleger nicht mehr die künstlich niedrigen Renditen für Staatsanleihen als Opportunitätszins.

Die historische Beziehung zwischen Zins und KGV bestätigt diese Überlegung. Die Graphik (a) zeigt die 10-Jahresrendite der US-Staatsanleihen in Prozent auf der horizontalen Achse und das KGV des S&P 500 Aktienmarktindex auf der vertikalen Achse für die Zeit Januar 1960 bis Anfang Juli 2013. Graphik (b) zeigt das Verhältnis zwischen KGV und Realzins (d. h. inflationsbereinigtem Zins).

Was über die Beziehung zwischen KGV und Zinshöhe zu lernen ist

Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) des S&P 500 und ...



Quelle: Bloomberg, Federal Reserve Bank of St. Louis. Periode: Januar 1960 bis Juli 2013. Reale Rendite: Nominale Rendite minus Jahresänderung der Konsumentenpreise in Prozent.

In beiden Grafiken erkennt man deutlich, dass die KGVs bei sehr niedrigen Renditen erstaunlich niedrig ausfallen (Punkte im jeweils linken Kreis). Daraus lässt sich die folgende Erkenntnis ableiten: *Sind die Zinsen zu tief (nominal wie real), so verliert der Marktzins (in diesem Falle die Rendite der Staatsanleihen) seine Funktion als Diskontierungsfaktor. Ein zu tiefer Zins schlägt sich nicht notwendigerweise in einem höheren KGV nieder.*

Bei der Auswahl von möglichen Investments berücksichtigen wir diese makroökonomische Einsicht: Wir vermeiden Unternehmen, deren Erfolg von einer dauerhaft günstigen Kreditversorgung abhängt und bevorzugen Firmen, die auch bei widriger Wirtschaftslage weiterhin profitabel arbeiten können.

Ferner nutzen wir die Erkenntnisse bei der Bewertung. Wir akzeptieren nicht die gängigen Annahmen des CAPM (Capital Asset Pricing Models), die bei der Ermittlung der Kapitalkosten eines Unternehmens herangezogen werden. Wir unterstellen einen deutlich höheren Opportunitätszins, als die künstlich niedrigen Renditen der Staatsanleihen suggerieren. Zu dem so erhaltenen Barwert addieren wir stets eine ausreichende Sicherheitsmarge. Mit dieser Arbeitsweise sehen wir uns gewappnet für die Zukunft.

Warren E. Buffett und die Wahl des „richtigen“ Diskontierungsfaktors bei künstlich gedrückten Zinsen

Ein befreundeter Investor diskutierte vor einiger Zeit in kleiner Runde die Frage: *Was ist der richtige Diskontierungszins?* Eine interessante Frage, schließlich ist der Diskontierungszins eine entscheidende Größe, um den Barwert der Investition zu bestimmen. Man fragte, welchen Zinssatz wohl Warren Buffett verwendet, um zukünftige Cashflows zu diskontieren. Denn wenn man weiterhin die gedrückten Renditen für Staatsanleihen als „risikolos“ annimmt, so wären plötzlich die meisten Unternehmen unterbewertet. Unschlüssig hinsichtlich einer Antwort, entschied man sich kurzerhand, bei Warren Buffett anzurufen. Gesagt, getan. Nach kurzem Durchstellen und Erläutern des Anliegens erklang prompt Buffetts Stimme im Hörer: *„Oh, natürlich. Bei den aktuell niedrigen Renditen von Staatsanleihen ist etwas faul. Daher verwende ich sie nicht, sondern ich addiere zu der aktuellen Rendite ein paar Prozentpunkte hinzu.“*

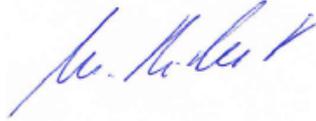
Wir bedanken uns bei Ihnen für Ihr Vertrauen in unser junges Unternehmen.
Dieser Dank gilt insbesondere unseren Erstinvestoren.

Mit bestem Gruß

Thorsten Polleit
Königstein i. T.



Matthias Riechert
London



Polleit & Riechert
Investment Management LLP

St. Albans House 4th Floor
57/59 Haymarket
London SW1Y 4QX
United Kingdom

Internet: www.polleit-rieichert.com

Limited Liability Partnership

Partnership No. OC377772

Companies House

Registrar of Companies under the Limited Liability Partnerships

Disclaimer

Für die Erstellung dieser Ausarbeitung ist Polleit & Riechert Investment Management LLP verantwortlich. Die Verfasser dieses Dokuments bestätigen, dass die in diesem Dokument geäußerten Einschätzungen ihre eigenen Einschätzungen genau wiedergeben und kein Zusammenhang zwischen ihrer Dotierung – weder direkt noch indirekt noch teilweise – und den jeweiligen, in diesem Dokument enthaltenen Empfehlungen oder Einschätzungen bestand, besteht oder bestehen wird. Der (bzw. die) in dieser Ausarbeitung genannte(n) Analyst(en) sind nicht bei der FINRA als Research-Analysten registriert/qualifiziert und unterliegen nicht der NASD Rule 2711. Dieses Dokument dient ausschließlich Informationszwecken und berücksichtigt nicht die besonderen Umstände des Empfängers. Es stellt keine Anlageberatung dar. Die Inhalte dieses Dokuments sind nicht als Angebot oder Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von in diesem Dokument genannten Edelmetallen und Wertpapieren beabsichtigt und dienen nicht als Grundlage oder Teil eines Vertrages. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen stammen aus Quellen, die von Polleit & Riechert Investment Management LLP als zuverlässig und korrekt erachtet werden. Polleit & Riechert Investment Management LLP übernimmt keine Garantie oder Gewährleistung im Hinblick auf Richtigkeit, Genauigkeit, Vollständigkeit oder Eignung für einen bestimmten Zweck. Alle Meinungsäußerungen oder Einschätzungen geben die aktuelle Einschätzung des Verfassers bzw. der Verfasser zum Zeitpunkt der Veröffentlichung wieder und können sich ohne vorherige Ankündigung ändern. Die hierin zum Ausdruck gebrachten Meinungen spiegeln die Meinungen von Polleit & Riechert Investment Management LLP wider. Polleit & Riechert Investment Management LLP ist nicht dazu verpflichtet, dieses Dokument zu aktualisieren, abzuändern oder zu ergänzen oder deren Empfänger auf andere Weise zu informieren, wenn sich ein in diesem Dokument genannter Umstand oder eine darin enthaltene Stellungnahme, Schätzung oder Prognose ändert oder unzutreffend wird. Die in der Vergangenheit gezeigte Kursentwicklung von Finanzinstrumenten erlaubt keine verlässliche Aussage über deren zukünftigen Verlauf. Eine Gewähr für den positiven Anlageertrag einer in diesem Dokument beschriebenen Einschätzung kann daher nicht übernommen werden. Es besteht die Möglichkeit, dass in diesem Dokument genannte Prognosen aufgrund verschiedener Risikofaktoren nicht erreicht werden. Hierzu zählen in unbegrenztem Maße Marktvolatilität, Branchenvolatilität, Unternehmensentscheidungen, Nichtverfügbarkeit vollständiger und akkurater Informationen und/oder die Tatsache, dass sich die von Polleit & Riechert Investment Management LLP oder anderen Quellen getroffenen und diesem Dokument zugrunde liegenden Annahmen als nicht zutreffend erweisen. Weder Polleit & Riechert Investment Management LLP oder Mitarbeiter übernehmen die Haftung für Schäden, die ggf. aus der Verwendung dieses Dokuments, seines Inhalts oder in sonstiger Weise entstehen. Die Aufnahme von Hyperlinks zu den Websites von Organisationen, soweit sie in diesem Dokument aufgenommen werden, impliziert keineswegs eine Zustimmung, Empfehlung oder Billigung der Informationen der Websites bzw. der von dort aus zugänglichen Informationen durch Polleit & Riechert Investment Management LLP. Polleit & Riechert Investment Management LLP übernimmt keine Verantwortung für den Inhalt dieser Websites oder von dort aus zugänglichen Informationen oder für eventuelle Folgen aus der Verwendung dieser Inhalte oder Informationen. Dieses Dokument ist nur zur Verwendung durch den Empfänger bestimmt. Es darf weder in Auszügen noch als Ganzes ohne vorherige schriftliche Genehmigung von Polleit & Riechert Investment Management LLP auf irgendeine Weise verändert, vervielfältigt, verbreitet, veröffentlicht oder an andere Personen weitergegeben werden. Die Art und Weise, wie dieses Produkt vertrieben wird, kann in bestimmten Ländern, einschließlich der USA, weiteren gesetzlichen Beschränkungen unterliegen. Personen, in deren Besitz dieses Dokument gelangt, sind verpflichtet, sich diesbezüglich zu informieren und solche Einschränkungen zu beachten. Mit Annahme dieses Dokuments stimmt der Empfänger der Verbindlichkeit der vorstehenden Bestimmungen zu.