

Liebes Investor!

Auf dem Schweizer Immobilienmarkt kennen die Preise nur eine Richtung: nach oben. In einigen Regionen hat der Swiss Real Estate Bubble Index der UBS die Risikozone erreicht. Unentwegt warnt die Schweizerische Nationalbank. In der Debatte ums Geschehen geht jedoch unter, dass die Preisexzesse, die für den direkten Immobilienkauf zutreffen, für indirekte Immobilienanlagen nicht gelten: Kотиerte Immobilienfonds und -aktien haben bereits auf den Weg zur Korrektur eingeschwenkt.

Immo-Aktien unter Druck

Seit ihren Höchstkursen gegen Ende des vergangenen Frühjahrs haben die grossen Immobilien Titel – von Allreal über PSP Swiss Property bis Swiss Prime Site SPS – rund 10% nachgegeben. Das mag eine vernünftige Marktkorrektur sein. Irritierend ist, dass alle Immobilienaktien, auch Intershop, Mobimo und Warteck Invest, seit dem Sommer auffallend stabil seitwärts notieren. Da sind stützende Hände am Werk.

Alle warten darauf, wer den ersten Stein wirft. Ich meine damit, wer die Werte der Liegenschaften als erster anpasst. Ich hör zwar jetzt schon den Einwand, dass nicht die Gesellschaften, sondern unabhängige Schätzer den bilanzierten Marktwert bestimmen. Im Prinzip ja, doch die entscheidenden Kennziffern für die Discounted-Cashflow-Berechnung werden zwischen Management und Schätzer ausgehandelt. Nur schon die Festlegung etwa der Inflationsrate hat Auswirkungen auf den Diskontierungssatz und damit den Liegenschaftswert. Für Immobilienfonds gilt gar per Reglement, dass die Fondsleitung den Diskontierungssatz bestimmt, den der unabhängige Schätzer anwenden muss.

Tatsache ist jedoch: Im Büromarkt und im Detailhandel sind die Mieten am Sinken, die Leerstandsraten werden in den nächsten Jahren zunehmen. Diese Ent-

wicklung wird in die Bewertung der mehrheitlich auf kommerziellen Liegenschaften basierenden Portfolios einfließen.

Was man bereits spürt, sind Umschichtungen zwischen den beiden grössten Immobiliengesellschaften, nämlich von SPS zu PSP. Das mag damit zu tun haben, dass dies die beiden Titel mit der höchsten Liquidität sind, ferner auch damit, dass das 6 Mrd. Fr. schwere Portfolio von PSP branchenmässig breiter gefächert ist als der 8,5 Mrd. Fr. schwere Immobilienbesitz von SPS, die rund 36% des Mietertrags aus dem Detailhandel erwirtschaftet. PSP erarbeitet 20% aus Verkaufsflächen.

Zurückhaltung gegenüber SPS zeigen die Investoren jedoch vor allem aus einem anderen Grund. Die Gesellschaft wird ab 2013 mit einem eigenen Management auftreten. Der Managementvertrag mit Credit Suisse ist gekündigt. Der Leistungsnachweis, dass das alte, neue Management ohne den Begleitschutz der CS weiterhin erfolgreich agieren wird, ist erst noch zu erbringen.

«Bahnbrechende» ABB

Von Elektrotechnik verstehe ich nicht allzu viel. Ich kann also bloss gläubig staunen, wenn ABB mitteilt, «eine bahnbrechende Entwicklung in der Schaltung von Gleichströmen» (weshalb, en passant, dieser seltsame Plural?) geschafft und ein «100 Jahre altes Rätsel der Elektrotechnik» gelöst zu haben. ABB hat den ersten Leistungsschalter für die Hochspannungs-Gleichstromübertragung ge-

Papiergeld kehrt früher oder später zu seinem inneren Wert zurück – null.

VOLTAIRE
franz. Philosoph (1694–1778)

baut, den HGÜ. Das ebne, schreibt der Konzern, den Weg für ein effizienteres Übertragungsnetz. Klingt gut, vielleicht klingelt's auch irgendwann in der Kasse. Dass ABB in den bearbeiteten Geschäftsfeldern jeweils zu den Innovationsführern gehört, ist glaubhaft.

Ich bleibe meiner Linie treu: Auch wenn die Aussichten betreffend Weltkonjunktur und Investitionsneigung eher verhangen sind, gehört eine Tranche ABB gerade zu Kursen von aktuell unter 18 Fr. ins Depot geschoben. Längerfristig werden sich Engagements lohnen und die Dividende ist gesichert, ja tendenziell Jahr für Jahr leicht steigend.

Eine Komponente des «investment case» ABB ist die Ausrüstung der Netze für den Einbezug schwankender Energieerzeugung aus Sonne- und Windkraftanlagen. Im Solargeschäft herrscht gegenwärtig Sunset-Stimmung, im Windmarkt Flaute. Die dänische Vestas spürt kaum noch Passat in den Rotoren und baut Kapazitäten ab. Das untermalt den schwachen Ausblick von Gurit für dieses Geschäftssegment. Neben Materialien für Rotorblätter führt der Kunststofftechniker zwar noch Sortimente für andere Abnehmerbranchen, dennoch: Im Schweizer Smallcap-Sektor gibt es Attraktiveres, Defensiveres. Vielleicht die von der Finanzgemeinde gerne mal als (unter Umständen eben wohltuend) langweilig bezeichneten Aktien Kaba – unspektakuläres Wachstum, respektable Margen, überdurchschnittliche Rezessionsresistenz, Kontinuität der Ausschüttung.

Entlassungen und Liquidität

Die Meldungen über Massenentlassungen im In- und Ausland reissen nicht ab. Nachdem vor einer Woche die UBS mit dem Abbau von 10000 Stellen für Schlagzeilen gesorgt hatte, kündigten diese Woche u. a. der deutsche Industrieriese Siemens, der schwedische Telecomausrüster

Ericsson und die niederländische Allfinanzgruppe ING den Abbau von Arbeitsplätzen im grossen Stil an. Befremdend mutet vor diesem Hintergrund an, dass viele Grossunternehmen so viel Liquidität halten wie noch nie. Gemäss einer Erhebung von Thomson Reuters entfielen Ende Juni allein auf die im S&P 500 vertretenen US-Multis 900 Mrd. \$, was gemessen am Stand von 2008 einer Zunahme von 40% entspreche. In Japan, las ich vor kurzem in «Financial Times», sitzen die Unternehmen aus dem rund 1600 Mitglieder zählenden Börsenindex Topix kumuliert auf fast 700 Mrd. \$, die Finanzgesellschaften nicht mitgerechnet.

Angesichts derart kolossaler Cashbestände wundere ich mich, dass nicht längst die Gewerkschaften Sturm laufen. Interessanterweise kommt die Kritik aber aus einer anderen Ecke, wie vor einer Woche der «Economist» darlegte. Zitiert wurde hier der kanadische Notenbankchef Mark Carney mit den Worten, die gehortete Liquidität sei totes Geld und die Unternehmen sollten gefälligst ihre überschüssigen Mittel investieren.

Allerdings schlug Carney auch Aktienrückkauf vor für den Fall, dass die Gesellschaften keinen anderen Verwendungszweck fänden. Das klingt nach einem sinnvollen Mittelweg, denn Unternehmen kann kein Vorwurf gemacht werden, wenn sie angesichts wachsender Überkapazitäten und unsicherer Nachfrage vorläufig auf Investitionen verzichten. Von gewinnverdichtendem Aktienrückkauf oder – warum auch nicht? – Sonderdividenden profitieren jedoch viele: Direktanleger und die via Pensionskassen engagierte breite Öffentlichkeit. Steigen dann auch die Kurse, fördert das die Konsumbereitschaft. Verbraucher beginnen zu investieren – und mit ihnen wieder die Unternehmen. Der Kreis schliesst sich.

Ihr Praktikus

Porträt



BILD: MARKUS WILDE

BP-Schweiz-CEO **Constantin Cronenberg** ist «noch kein Tankstellenprofi».

«Draussen den Wind spüren»

«Ich wollte an die Front mit Kundenkontakt.» So begründet Constantin Cronenberg, seit Anfang August CEO und Retail-Operations-Manager von BP Schweiz, seinen Wechsel in die Eidgenossenschaft. Zuvor war der 41-Jährige in verschiedenen Funktionen in der Versorgung in Deutschland tätig, zuletzt als Supply Coordination Manager. Dort spielte er eine Rolle im Hintergrund, wo er die konzerninterne Versorgungskette zu optimieren hatte. «Die neue Tätigkeit in der Schweiz bringt mich den Kunden von BP sehr viel näher», sagt Cronenberg im Gespräch mit «Finanz und Wirtschaft». Jede Woche ist er deshalb zwei- bis dreimal auf Tankstellen zu Besuch.

BP ist ein global aktiver Gigant, BP Schweiz ein kleiner Fisch in diesem Grosskonzern (vgl. Seite 18). Die Schweizer Einheit, eine Zweigniederlassung von BP Europa SE, erzielte im vergangenen Jahr mit 115 Mitarbeitern 2,2 Mrd. Fr. Umsatz. Zum Gewinn des britischen Öl- und Gasmultis steuerte das Geschäft in der Eidgenossenschaft 30 Mio. Fr. bei – «ein kleiner, aber feiner Beitrag zum Gesamterfolg», wie Cronenberg sagt. In der Schweiz ist BP indessen einer der grossen Spieler auf dem Treibstoffmarkt. Der Konzern betreibt hier 397 Tankstellen. Mehr Anlagen haben nur Avia und Agrola.

Noch immer ist das Image von BP durch die Ölkatastrophe im Golf von Mexiko im April 2010 gezeichnet. «Das war eine schwierige Phase für alle Mitarbeiter, auch für mich», bekennt Cronenberg. Doch BP habe Verantwortung übernommen, aufgeräumt und Schadenersatz bezahlt. «Für dieses tolle Unternehmen wollte ich weiter arbeiten.»

Als Chef pflegt der an der European Business School in London ausgebildete Betriebswirtschafter Cronenberg einen «partizipativen Stil». «Ich bin noch kein Tankstellenprofi. Deshalb muss ich mich auf mein Team verlassen können.» Dabei will er aber «nicht im Hintergrund stehen, sondern draussen den Wind spüren.»

Die Woche durch lebt Cronenberg vor allem für seinen Job. Aber die Wochenenden hält er sich frei für die Familie. Cronenberg ist verheiratet, hat zwei Söhne und eine Pflegetochter. Daneben fährt der BP-Manager gerne Velo. Früher spielte er viel Tennis, musste dann aber wegen Knieproblemen zurückstecken. Jetzt hofft Cronenberg, dass er in der Schweiz trotzdem noch Ski fahren kann. In Deutschland war er in einem Verein für Kunst und Kultur. Hier hat er bis jetzt noch nichts Vergleichbares gefunden. Vorerst macht er sich deshalb mit seiner Frau allein in die Museen in Zürich auf. **MG**

Nonvaleur

Kapitalmarkt – kommunistisch

«Väterchen» Stalin ziert eine Anleihe, ein erzkapitalistisches Finanzinstrument? Gewiss. Bloss hatten die sowjetischen Inlandanleihen ihre Besonderheiten, wie überhaupt das ganze Finanzsystem des Arbeiter- und Bauernparadieses. Die roten Zaren deckten den staatlichen Mittelbedarf zwar – äusserlich ähnlich wie der Klassenfeind in den dekadenten Demokratien des Westens – mit Einkommenssteuern, Verbrauchssteuern (!) und, tendenziell zunehmend, über Anleihen, doch die Hauptquelle war systembedingt eine andere: Der Preismechanismus.

Lenin, Stalin und Co. hatten schliesslich die Industrie ganz und gar verstaatlicht. Deren Verkaufspreise wurden künstlich hochgehalten. Die anfallenden Monopolgewinne waren die Grundlage für die famosen Fünfjahrespläne. Der Preis überstieg in der Bedeutung als Mittel der Akkumulation alle anderen Quellen zusammengekommen.

Dennoch schätzten die Kommunisten den Kapitalmarkt. Nachdem sie sich in den Kreml geputscht hatten, annullierten sie alle zaristischen Anleihen. Schon 1923 erschienen im Staatshaushalt jedoch wieder Emissionserlöse. **Zu diesen Zeiten beschafften sich die Genossen aus Industrieanleihen Beträge, von denen Finanzminister im westlichen Europa damals nur träumen konnten.** Wie das in einem Land, in dem es doch gar keine unter Anlagennotstand leidenden Kapitalisten mehr gab? Wo den werktätigen Massen jeder auf die hohe Kante gelegte Rubel mehr oder weniger enteignet wurde?



Die bewährte Motivationsmethode der Bolschewiken, wie weltweit der Jünger von St. Marx, war auch hier rohe Gewalt. **Die Zeichnung war nur formell freiwillig, de facto wurden dem Volk Zwanganleihen aufoktroiyert.**

Etwa so: Die entsprechend instruierte KP-Zelle schlägt im Betrieb vor, eine Anleihe (häufig in der Summe eines Monatslohns – von den folgenden Löhnen in Raten abziehbar) zu zeichnen, was die Arbeiter der Faust wie der Stirn im Kollektiv dann «einstimmig» beschliessen. Weil die Inhaber diese eigenartigen Effekten, letztlich eine Steuer von 8%, sofort abstiessen, musste die Regierung den Kursverfall durch Aufkäufe bremsen, was den Erlös minderte.

Die Bauern, die vor dem endgültigen Vollzug der Kollektivierung noch eher freie Mittel übrig hatten als die Industriearbeiter, waren zunächst renitent gegenüber der unverschämten Platzierungspraktiken. Die abgebildete Anleihe aus den Dreissigerjahren appelliert, die im Fünfjahresplan vorgesehene Leistungssteigerung in drei Jahren abzuackern. Als Coupon war eine Naturaldividende verheissen.

Blanker Zynismus. Just in dieser Zeit setzte Stalin skrupellos die Enteignung der Bauern durch. Millionen Kulaken werden verschleppt, ausgehungert, ermordet. Die Überlebenden fanden sich de facto auf den Status reduziert, auf dem ihre Urgrosseltern vegetiert hatten – bis zur Reform des Zaren Alexander II. anno 1861: Leibeigenschaft. **MR**

Die Serie Nonvaleur erscheint in loser Folge (hier Teil 30, Teil 29 in FuW Nr. 86 vom 31.10.). Sie basiert auf der Sammlung Wertpapierwelt der SIX Group in Olten.

Nichts Neues.

(Über 35 Jahre Erfahrung mit Indexfonds)

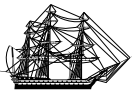
Indexfonds sind nichts Neues für uns. The Vanguard Group, Inc. hat 1976 den ersten Indexfonds für Privatanleger auf den Markt gebracht. Von dieser mehr als 35-jährigen Erfahrung profitieren unsere Kunden.

The Vanguard Group ist eine der grössten Vermögensverwaltungsgesellschaften weltweit und führend bei Indexanlagen. Seit 1998 betreuen wir institutionelle Anleger in der Schweiz.

Erfahren. It's the Vanguard Way.™

Interessiert? Kontaktieren Sie uns:
Institutionelle Anleger erreichen uns unter 044 220 13 00 oder www.introducing-vanguard.ch.

Wir bitten Privatanleger, sich an ihren Anlageberater zu wenden.



Vanguard