

MONATSBERICHT

SEPTEMBER 2011



FRANKFURT PERFORMANCE
MANAGEMENT AG

AKTUELLER KOMMENTAR

VON MARTIN WIRTH



Gründer und Vorstand:
Martin Wirth

Die offene Frage des letzten Quartalsberichtes hat sich geklärt: Die Auswirkungen der Staatsschuldenkrise haben vorerst gegenüber der Profitabilität und der niedrigen Bewertung der Unternehmen die Oberhand behalten. Nachdem jahrzehntelang akzeptiert wurde, dass Staaten immer mehr Schulden machen können, und dabei auch nicht zu sehr auf die Fähigkeit geachtet wurde, diese Schulden auch dauerhaft bedienen zu können, hat sich dies in den letzten Quartalen dramatisch verändert. Der Tropfen, der das Fass zum Überlaufen gebracht hat, war letztendlich aus unserer Sicht das Verhalten der italienischen Regierung bei der Suche nach Maßnahmen, ihren Haushalt auf Vordermann zu bringen: Sobald gesehen wurde, dass die EZB unterstützend in den Bondmarkt eingriff, ließen die Bemühungen schon wieder nach.

Warum ist dies für die Märkte so wichtig gewesen?

Zunächst einmal ist es beruhigend zu sehen, dass die Politik die Lage nun zunehmend richtig einschätzt. Nachdem man sich in den letzten 18 Monaten immer fragen musste, ob die Statements aus Dummheit oder als vorsätzlich falsche Behauptung gemacht wurden (zur Erinnerung nur ein Beispiel: Finanzminister Schäuble wollte mit den Garantien für Griechenland ja sogar einmal Geld verdienen), decken sich nun die Wahrnehmung der Märkte mit denen der Politik: Griechenland ist ziemlich insolvent, andere Staaten haben ernsthafte Probleme, womit dann auch die Banken, die un-

vorsichtigerweise den Versprechungen immer geglaubt haben, ein Problem haben. Beides muss aus der Welt geschafft werden, und das kostet Geld, und zwar auch die Staaten, die zuvor solide waren.

Soweit, so schlecht, so realistisch. Die Propaganda ist beendet. Der erste Schritt zur Besserung wurde somit gemacht.

Jetzt kann man an die Lösung der Probleme gehen:

1. Die Liquidität verschiedener Staaten und der meisten Banken
2. Die Solvenz verschiedener Staaten und der meisten Banken

Mit großen Geheulere wurde mit dem EFSF ein Vehikel in Gang gesetzt, das gemeinsam mit der EZB (oder auch der EIB) die Liquidität von Staaten, möglicherweise von Banken, vielleicht gehebelt oder auch nicht, erhalten soll. Anders als nicht-europäische Beobachter können wir nachvollziehen, dass die Umsetzung dieser Maßnahmen in 17 bzw. 27 Staaten etwas mehr Zeit in Anspruch nimmt als vielleicht in China oder den USA. Schließlich gibt es Rechtsstaatlichkeit und unterschiedliche Interessen. Die EZB betreibt eine erhebliche Finanzierung wackeliger Banken, die Bundesbank ist ebenfalls mit an Bord zum Ausgleich der deutschen Zahlungsbilanz in einem Volumen, das atemberaubend ist: Mehrere Hundert Mrd. Forderungssalden gegenüber Zentralbanken

AKTUELLER KOMMENTAR

VON MARTIN WIRTH

der Peripherie (man fragt sich, was die Aufregung um den EFSF eigentlich soll, wenn man diese Beträge sieht). Aus den jüngsten Erfahrungen klug geworden, ist Deutschland eher zurückhaltend beim Aufziehen ganz großer Geschütze. Man wird sehen, wie sich das Misstrauen der Banken untereinander sowie gegenüber Banken generell aus der Welt schaffen lässt. Immerhin darf man feststellen, dass nach den bis vor vier Jahren üblichen Standards die meisten europäischen Banken eigentlich sehr solide aufgestellt sind. Wenn allerdings der größte Kunde, nämlich ein Staat, Pleite ginge, wäre dies eine Belastung, die bei einigen Banken die Existenz bedrohen kann. Für die meisten Banken wären Ausfälle, die sich an den heutigen Kursen der Staatsanleihen orientieren würden, zwar kein Drama. Allerdings ist ihre Finanzierung dadurch gefährdet, dass für die geringen Aufschläge auf die Verzinsung, die die EZB bietet, immer weniger Kapitalgeber einsehen, sich etwaigen Risiken auszusetzen. Das wiederum reduziert die Liquidität der Banken, und die EZB springt ein. Daher die Hektik, und daher auch die Überlegungen zur Zwangskapitalisierung der Banken, um auch nach einer Insolvenz Griechenlands ein geordnetes Bankensystem zu haben. Das ist mit gutem Willen alles machbar und würde Zeit kaufen, um die Lösung des zweiten Problems voranzutreiben: Die Sicherstellung der Solvenz anderer europäischer Staaten.

Und hier sind wir beim Punkt Italien. Die bisherigen Wackelkandidaten haben in den letzten Quartalen begonnen, ihre Probleme zu adressieren: Ausgabenkürzungen und Steuererhöhungen, mit Hilfe der schwachen Binnenkonjunktur auch die Reduktion von Leistungsbilanzdefiziten, teilweise auch Strukturschwächen. Griechenland lieferte am meisten, befand sich aber sowieso in einer ziemlich hoffnungslosen Lage, zeigte immerhin einen guten Willen, um im Gegenzug unterstützt zu werden. In Irland wurde mit dem ersten Leistungsbilanzüberschuß seit 10 Jahren dagegen schon ein großer Schritt nach vorne gemacht. Alles wurde unterstützt durch die EU und die EZB. Es wurde akzeptiert, dass insbesondere die Umsetzung struktureller Maßnahmen zur Steigerung der Wettbewerbsfähigkeit dieser Staaten Zeit benötigen (es sind, wie erwähnt, Demokratien und Rechtsstaaten, das geht nicht in ein paar Wochen, was man auch an den

gelegentlichen Debatten in den letzten Jahren in Deutschland verfolgen konnte) und ihre Auswirkungen noch länger dauern werden. Die fiskalischen Maßnahmen, die umgesetzt wurden, konnten aufgrund der schwachen Konjunktur ihre Wirkung nicht in einem zuvor erwarteten Maß auf die Haushaltsgesundheit entfalten, aber zumindest stimmten der Wille und die Richtung. Und dann kam die italienische Regierung und zeigte der EZB einmal kurz, wie man sie an der Nase herumführt: Sanierung angetäuscht, Strukturmaßnahmen in einem geringen Maße ebenfalls, und nach Intervention der EZB teilweise wieder zurückgenommen. Auch wenn diese Darstellung verkürzt ist (auch Italien ist eine Demokratie und diskutiert die Vorschläge der Regierung länger als fünf Minuten): Es hatte Folgen. Denn nun denkt sich der geneigte Marktteilnehmer: Was die Italiener können, das können die anderen Kandidaten ebenfalls. Liegen die Schulden erstmal bei EZB und der EU, kann man die Sanierung kurzerhand für beendet erklären oder weiter verschieben, insbesondere wenn man sich gerade im Wahlkampf befindet oder Demonstrationen stattfinden. Kombiniert wurde diese Überlegung mit einer offensichtlich wachsenden Neigung u. a. der deutschen Regierung, nun doch nicht mehr alles finanzieren zu wollen. Und danach hat alles seine Eigendynamik entfaltet, und die Märkte gingen den bekannten Weg.

Warum ist dies so gravierend? Weil es Sprengstoff für den Euro und die gesamte EU ist. Es gibt nur zwei Möglichkeiten, das System zu erhalten:

1. Der Kern der EU finanziert die Peripherie dauerhaft. Und hier geht es nicht nur um ein paar läppische Mrd.. Deutschland exportiert jedes Jahr Kapital von ca. 100 Mrd. , einen Großteil davon in die Peripherie. Die Exportüberschüsse sind bisher bspw. als Forderungen deutscher Banken an die Banken oder die Regierungen in der Peripherie in den Bankbilanzen gelandet. Das ist jetzt nicht mehr der Fall. Jetzt macht das die Bundesbank oder die EZB. Das ist gegen deren Statuten und dauerhaft gesehen inflationär und vollkommen indiskutabel. Der einzig saubere Weg wäre somit, die Steuern in Deutschland um diesen Betrag zu erhöhen oder entsprechend die Staatsaus-

AKTUELLER KOMMENTAR

VON MARTIN WIRTH

gaben zu senken. Ich glaube, das kann man getrost vergessen.

2. Oder: Die Peripheriestaaten erhöhen ihre Wettbewerbsfähigkeit, um zu einem dauerhaften Ausgleich zu kommen (um von Rückzahlung der Schulden erst einmal gar nicht zu reden). Das bedeutet, neben der Sanierung der Staatshaushalte, eine interne Abwertung (sprich: eine deftige Lohnsenkung) oder eine effizientere Wirtschaft. Lohnsenkungen wirken deflationär, sind aus nachvollziehbaren Gründen unpopulär, erschweren die Bedienung von Schulden usw.. Eine effizientere Wirtschaft hätte jeder gerne. Das wiederum bedeutet u. a. eine umfassende Liberalisierung der Arbeitsmärkte (Man fragt sich, warum in Spanien bei 40% Jugendarbeitslosigkeit immer noch nichts Relevantes passiert ist. Immerhin scheint die Leidenfähigkeit groß zu sein.) und einen wahrscheinlich erheblichen Abbau der öffentlichen Verwaltung, Gesetzesänderungen und vieles mehr. Das dauert zwar Jahre, würde per saldo aber den meisten Leuten nützen. Der unangenehmste Teil ist jedoch die Umsetzung durch die Politik.

Und weil dies alles so schwierig und unsicher ist, haben sich schlaue Sparer in Südeuropa auf die Reise gemacht und bringen ihr Geld aus dem Land heraus, bspw. nach Deutschland oder vielleicht noch besser raus aus der EU, z.B. in die Schweiz. Die fehlenden Einlagen in den Bankensystemen dieser Staaten werden dann durch die EZB ersetzt, die mittlerweile ihre Qualitätsstandards für die angebotenen Sicherheiten freundlich gesagt angepasst hat. Wenn der Euro auseinanderfällt, haben diese Sparer jedenfalls keine Escudos oder Drachmen auf dem Konto, sondern DM oder CHF. Die Escudos haben dann die Bundesbank oder die EZB. Herzlichen Glückwunsch.

Befürchtungen, dass diese fatale Situation eintreten könnte, wurden übrigens nicht nur von der italienischen Regierung geweckt. Auch die Verrenkungen, die die Regierung in Frankreich unternimmt, um bitte erst nach den Wahlen im Mai 2012 unangenehme Maßnahmen durchziehen zu müssen, sind durchaus bemerkenswert. Leider haben die Bondmärkte

jeden Tag geöffnet, das kann noch schmerzhaft werden. Insbesondere vor dem Hintergrund, dass Frankreich in 15 der letzten 15 Jahre seine Defizitziele leider nicht einhalten konnte (anders als bspw. Italien). Da ist die Glaubwürdigkeit schon etwas angegriffen, insbesondere, da nach Definition der französischen Regierung offensichtlich ein Defizit von 3% praktisch ein ausgeglichener Haushalt ist.

Nachdem die Politik das Solvenzproblem nun wie gesagt auch offiziell begriffen hat, kann man nur hoffen, dass ihr auch bald klar wird, dass es unangenehmerweise nicht erst in 20 Jahren gelöst werden sollte. Märkte können naiv oder überkritisch, freundlich oder roh und manchmal hysterisch sein, aber es gibt nun einmal keine anderen. Die Alternative ist nach jahrzehntelangem Test vor 20 Jahren bekanntermaßen zusammengebrochen, mit Restbeständen in exotischen Regionen wie Nordkorea. Wenn diese Solvenzprobleme nicht gelöst werden, würde dies das Ende des Euro und einen riesigen Rückschlag für die EU und die europäischen Volkswirtschaften bedeuten, von schlimmeren Szenarien, die Politiker gerne mal von sich geben, wollen wir gar nicht reden. Der worst case ist aus unserer Sicht somit keinesfalls der Schuldenschnitt bei verschiedenen Staaten, trotz der damit verbundenen Vermögensverluste und ordnungspolitisch vollkommen falschen Signalen. Er wäre schlimmer. Insofern ist die Unsicherheit mehr als nachvollziehbar. Die Ergebnisse, die sich aus dem politischen Handeln in den nächsten Jahren entwickeln könnten, liegen so weit auseinander, dass es ganz erheblichen Sinn hat, sich mit dieser Thematik auseinanderzusetzen, auch wenn wir weiter Stockpicker bleiben werden.

Daher unsere Bewertung der Aussichten.

Wichtig ist, dass diejenigen, die die Probleme lösen sollen, auch deren Ursache erkennen. Und die liegen nicht in zockenden Banken (die diesmal selbst Opfer und nicht Täter sind), und schon gar nicht im Hochfrequenzhandel an den Aktienmärkten (was haben denn die mit einer überdehnten griechischen Verwaltung zu tun?), in Hedge Funds (jede Kreissparkasse hat einen massiv höheren Leverage als fast alle Hedge Funds, und von Rettungsmaßnahmen bei Hedge Funds war in den letzten Jahren auch nichts zu hören), Leer-

AKTUELLER KOMMENTAR

VON MARTIN WIRTH

verkäufen (das Märchen, dass Leerverkäufer Griechenland in den Ruin getrieben hätte, glaubt hoffentlich niemand) oder in Derivaten; sondern schlicht und einfach daran, dass zu viele Kredite an zu schwache Schuldner vergeben wurden, die damit ihren Konsum (hier v. a. die Staaten) oder nicht werthaltige Investments (wie Immobilien in den USA, Irland oder Spanien) finanzierten. Eine Finanztransaktionssteuer trägt auch nichts zur Lösung der Probleme bei und könnte neue bringen, aber auch Einnahmen für die Staaten, die zur Zeit natürlich besonders willkommen sind. Sollte sie eingeführt werden, ist aber auch der volkswirtschaftliche Schaden vermutlich überschaubar. Anders als dies von den Medien vermittelt wird, scheint diese Erkenntnis bei den relevanten Politikern angekommen zu sein. Das ist die erste Voraussetzung, um das Problem zu lösen.

Vorab zunächst: Wie sind wir in die heutige Lage gekommen?

Hier sind zwei Dinge festzuhalten:

1. Die heutige Politikergeneration ist nicht verantwortlich für die gegenwärtige Lage
2. Deutschland war bei weitem nicht immer das Vorbild, für das es heute gehalten wird.

Nur um einmal auf die Historie zu kommen und um ein paar Übeltäter zu nennen:

- Zum Thema „Südeuropäer bekommen ihre Schulden sowieso nie in den Griff“: 1980 lag der Schuldenstand von Frankreich oder Griechenland (immer in Relation zum BIP) deutlich unter dem deutschen Niveau
- Die deutschen Schulden wurden aufgebaut in Zeiten der sozialliberalen Koalition in den 70'er Jahren („Weltökonom“ Schmidt war damals Bundeskanzler) sowie durch die Übernahme der DDR
- Die französischen Staatsschulden wurden im wesentlichen aufgebaut unter dem großen Europäer Mitterand
- Die italienischen Staatsschulden befinden sich auf dem gleichen Niveau wie vor knapp 20 Jahren, als Berlusconi erstmals Ministerpräsident wurde, nach einer Explosion in den 70'er und 80'er Jahren.

Was man der Politik heute vorwerfen kann, ist dass sie niemals ernsthaft an eine Reduktion der Schulden herangegangen ist, nachdem dank fallender Zinsen auch der Schuldendienst immer billiger wurde. Das Schuldenniveau wurde generell gerade so unter dem Niveau gehalten, bei dem es beginnt, gefährlich zu werden. Gute Zeiten wurden nie genutzt, Schulden auch einmal abzubauen. Es hat aber auch keine Beanstandungen der Gläubiger gegeben, daran etwas zu ändern – bis neulich, als die Zeiten auf einmal schlecht waren, und nun kann es mit der Reduktion nicht schnell genug gehen. Wie im letzten Quartalsbericht geschrieben: Nachdem der Haushalt immer auf Steuerzahler und Transferempfänger Rücksicht genommen hat und die Differenz vom Anleihemarkt getragen wurde, ist dies nun vorbei. Das bedeutet: Ausgaben runter, Steuern hoch, und dazu sehen sich Politiker nur unter äußerstem Druck in der Lage (man fragt sich eigentlich warum viele Leute in die Politik gegangen sind: Nur um sich gegenseitig anzupöbeln und ab und zu eine Autobahn/Schule/Krankenhaus zu eröffnen ?)

Sind die erforderlichen Haushaltssanierungen nun Belastungen, die von der Bevölkerung v.a. in der Peripherie kaum zu schultern sind und wird es somit zu einem Schuldenschnitt kommen? Aus unserer Sicht ist es lächerlich, dies als fast zwangsläufig anzusehen (und der Bondmarkt tut dies auch nicht, wohl aber wird es auf dem Aktienmarkt unterstellt). Der Schuldendienst der betroffenen Staaten erlaubt ihnen selbst bei einem höheren Zinsniveau immer noch einen Lebensstandard, der weit höher ist als in den meisten Ländern der Welt, unter anderen auch dem in Osteuropa, deren Staaten nun teilweise gezwungen werden, Garantien für reichere Staaten auszusprechen. Allerdings eben nicht mehr so hoch wie noch vor 4 Jahren. Mit Ausnahme von Griechenland und mit Abstrichen Portugal reden wir über eine Niveausenkung von wenigen Prozenten. Das soll nicht machbar sein? Darüber können vermutlich die meisten Osteuropäer nur lachen.

Die spannende Frage ist: Wird dies in den einzelnen Ländern tatsächlich umgesetzt werden oder sind die Anreize zu groß,

AKTUELLER KOMMENTAR

VON MARTIN WIRTH

sich das Ganze von Nordeuropäern oder der EZB bezahlen zu lassen? Das ist die große Unsicherheit: Mit falschen Anreizen bekomme ich schlechte Ergebnisse. Insofern bergen die augenblicklichen Liquiditätsmaßnahmen die Gefahr, dass sich die Staaten damit hervorragend arrangieren. Erste Hinweise könnte man darin sehen, dass sich die schwachen Staaten gerne die Bonität der starken leihen wollen, z.B. über Eurobonds oder umfassendere Garantien, um dadurch eine Erleichterung während der Sanierung zu erhalten, diese vielleicht aber auch wieder einzustellen. Dies wollen die stärkeren Staaten aber aus politischen oder verfassungsrechtlichen (Deutschland) Gründen nicht liefern. Der Kapitalmarkt hätte natürlich am liebsten, wenn alles durch alle garantiert würde, dann wäre das Problem vorerst gelöst. Insbesondere die nicht in diesen Ländern steuerpflichtigen Investoren aus angelsächsischen oder asiatischen Staaten fänden dies prima, drängen darauf und könnten sich dann unbeschadet aus dem Staub machen. Das Publikum schaut dem Treiben mit wachsendem Entsetzen zu.

Aber, um einmal eine positive Sicht anzubringen: Wir glauben wie gesagt an die überragende Macht von Anreizstrukturen, ob sie nun richtig oder falsch gesetzt sind. Entsprechende Anreize führen zu entsprechenden Ergebnissen. Vermutlich jeder Politiker will geliebt werden und geht dementsprechend den Weg des geringsten Widerstands. Nur wenn es gar nicht anders geht, werden unpopuläre Maßnahmen getroffen, siehe Agenda 2010 in Deutschland. Wir gehen einfach einmal davon aus, – und hier kann man Griechenland auch dankbar sein – dass sich kein Politiker in den anderen EU-Staaten das antun will, was die griechische Regierung gerade über sich ergehen lassen muss. Erleichtert werden rigide Maßnahmen durch den Verweis auf andere Schuldige: Die Vorgängerregierung, die EZB, Brüssel, den IWF oder die bösen Finanzmärkte. Die Regierungen in Griechenland, Irland, Portugal und demnächst Spanien haben ein starkes Mandat: Sie sind erst nach Ausbruch der Krise gewählt worden und damit nicht verantwortlich für die Lage in ihren Staaten. In allen Ländern wurden mehr oder weniger drastische Maßnahmen bereits ergriffen und sich eben nicht ausgeruht auf den Transfers der

EZB. Übrigens ist nach unserer Kenntnis das einzige Land, das in den letzten zwei Jahren netto keine zusätzlichen Konsolidierungsmaßnahmen ergriffen hat, ausgerechnet Deutschland, was auch sinnvoll ist. Alle anderen haben mehr oder weniger stark auf die Bremse getreten. Es ist bei weitem nicht alles verloren, wie die Finanzmärkte oder die Presse dies gerne einmal darstellen. Allerdings ist der Weg noch weit. Allein: Wenn die Richtung stimmt, kann dies in dramatischer Weise honoriert werden, wie man an der Entwicklung der 10jährigen irischen Staatsanleihen in den letzten Wochen sehen kann, deren Rendite von über 14 auf 8% gesunken ist.

Vermutlich haben die Problemstaaten von ihrem Weg die Hälfte oder etwas mehr hinter sich gebracht. Irland erzielt wieder Leistungsbilanzüberschüsse und wächst, in Spanien hat sich das Handelsbilanzdefizit seit dem Höchststand geviertelt, Griechenland hat Strukturmaßnahmen von 12 (!) % des BIP beschlossen und zum Teil bereits umgesetzt. Aber es ist halt wie bei einem Marathon: Richtig schmerzhaft wird es erst im letzten Drittel, bevor die große Euphorie und Erleichterung einsetzt. Aber eben erst beim Erreichen des Ziels.

Vorerst wirkt erst einmal der Entzug: Es gibt weniger Kredite für den privaten Konsum, für volkswirtschaftlich sinnlose Investitionen schon gar nicht, worunter auch das BIP leidet und damit auch die Schuldentragfähigkeit der diversen Schuldner. Verstärkt könnte dies dadurch werden, dass die EU eine massive Erhöhung der Eigenkapitalquoten von Banken verlangt, was dann möglicherweise zum viel befürchteten Credit Crunch führen könnte, und zwar nicht nur in Europa. Also stellt man sich zu recht auf einige schwierige Monate ein. Allerdings: Es ist alles nicht das Ende der Welt, mit Inflation (entgegen vieler deutscher Befürchtungen) hat dies nun gar nichts zu tun, ganz im Gegenteil. Und am Ende winkt der große Preis, aber nur wenn alle durchhalten, und das noch eins, zwei oder drei Jahre: Bessere Staatsfinanzen, bessere Überwachungsstrukturen, geringere systemische Risiken und am Ende vielleicht die Verwirklichung der Ziele des Lissabon-Vertrages mit der EU als rundum wettbewerbsfähiger Wirtschaftszone. Der Weg ist schmerzhaft, die Anstrengungen

AKTUELLER KOMMENTAR

VON MARTIN WIRTH

sind aller Ehren wert und das Ziel ist erstrebenswert. Die Unterstützung der Umsetzung durch die EZB, v. a. aber auch von Investoren, die bereit sind, ihr Geld praktisch umsonst an die Kernländer zu verleihen und damit die (hoffentlich temporären) Transfers in die Peripherie zu subventionieren, sollten ganz am Rande auch nicht unterschätzt werden. Mindestens darf festgestellt werden, dass der Weg, den die USA gehen, vom europäischen Ansatz meilenweit entfernt ist, allerdings genauso meilenweit wie von einer nachhaltigen Lösung des dortigen Problems. Die amerikanischen Haushaltsdefizite befinden sich weiterhin auf griechischen Niveaus, der Schuldenstand hat mittlerweile den der EU überboten, und die Dynamik ist vorerst ungebremst. Zwar scheint das Land eine weitere Rezession zu vermeiden, der Preis dafür steigt aber immer weiter an. Insofern erklärt sich auch der, gemessen an der Kaufkraft, schwache Dollar, der beim gegenwärtigen Lärmpegel doch eher bei Parität zum Euro handeln sollte.

Und vielleicht ein Wort noch zu den angeblich so soliden Emerging Markets mit ihren deutlich tieferen Schulden: Ich kann mit nicht vorstellen, dass eines dieser Länder seinen tieferen Schuldenstand nicht gegen das europäische Niveau eintauschen würde, wenn es im Gegenzug die Infrastruktur, das Bildungsniveau, das Rechtssystem, die Rechtssicherheit bekäme, die in Europa üblich sind. Aus irgendeinem Grund ist der Wohlstand pro Kopf in Europa deutlich höher als in den meisten anderen Regionen der Welt, und dies liegt nicht an der Intelligenz der Individuen oder den geleisteten Arbeitsstunden, sondern schlicht und einfach an den vorhandenen Strukturen, deren Wert den der Schulden um ein vielfaches übersteigt. Das mag sich einmal ändern, aber bis dahin sind wahrscheinlich unsere Kinder in Rente. Man sollte sich nicht blenden lassen und Wachstumsraten als relevanter ansehen als den tatsächlichen Wohlstand. Allerdings wird an den Finanzmärkten – um einmal eine Fußballanalogie zu bringen – der Aufstieg von der vierten in die dritte Liga mehr gefeiert als ein stabiler Platz in der Bundesliga. Wahrscheinlich aus Marketinggesichtspunkten, so verkaufen sich bestimmte Produkte einfach besser. Oder um das Horrorgespens aus einer

anderen reichen Region der Welt einmal zu bemühen: Von japanischen Verhältnissen träumen wahrscheinlich mehr als 80% der Menschheit, und der Rest könnte sich gut damit arrangieren.

Das ist die Lage, das sind die Alternativen und Probleme. Es ist alles machbar, aber die Politik muss es wollen, ausgewogen durchsetzen und v. a. realistisch kommunizieren. Die Spaßkomponente ist dabei nur gering. Aber jetzt können Politiker einmal beweisen, wofür man sie braucht. Eben nicht zum Einweihen von Autobahnen oder für flache Statements im Fernsehen. Wie bekannt: Der Aufbau von Schulden macht mehr Spaß als der Abbau. Im Erfolgsfall kann dies die EU erheblich voranbringen, bei einem Misserfolg drohen ganz andere Sorgen als nur eine Rezession, wie sie jetzt anstehen könnte. Also gilt für den Investor: Augen auf, Chancen und Risiken sind gewaltig.

Was die grundlegenden Probleme im System, und wie wären diese lösbar sein könnten, damit das gegenwärtige Chaos nicht in 10 Jahren wiederkehrt: Aus Platzgründen auf den nächsten Quartalsbericht verschoben.

Und jetzt zu unserem Kernthema. Deutsche Aktien.

Hier sind wir aufgrund der vorhandenen Probleme wieder einmal im deutlich unterbewerteten Bereich angekommen. Dies bezieht sich nicht allein auf die Bewertung auf der Basis der Gewinne (jaja, wir wissen, Gewinne können in einer Rezession deutlich sinken), sondern auch auf nachhaltigere Größen wie Substanz und Dividende. Es ist offensichtlich, dass eine konjunkturelle Abschwächung ins Haus steht. Ob daraus eine Rezession wird ist offen, aber nicht entscheidend. Rezessionen kommen und gehen. Und das gute ist: In Rezessionen zu kaufen war meistens eine bessere Idee als in Boomzeiten zuzuschlagen.

Auf Basis der Gewinne handelten viele Aktien in den letzten Wochen auf dem tiefsten Stand seit den frühen 80'er Jahren,

AKTUELLER KOMMENTAR

VON MARTIN WIRTH

und damals brachten Staatsanleihen noch fast zweistellige Renditen. Selbst wenn man von einem Einbruch und einer danach folgenden schwachen Erholung ausgeht, liegt die Bewertung immer noch deutlich unter dem langjährigen Durchschnitt. Dies gilt übrigens für große Teile der Aktienmärkte der Welt. Das beste Argument (aus unserer Sicht), den Gewinnen zu misstrauen und von einem nachhaltig tieferen Niveau auszugehen, ist die Tatsache, dass sich die Gewinnmargen auf Rekordständen befinden – erstaunlicherweise trotz der global eher lauen Erholung der letzten zwei Jahre. Hier könnte es zu einer anderen Verteilung kommen, bspw. hin zu Löhnen oder Steuern. Das wird man aber erst in einigen Jahren sehen. Märkte tendieren zu langfristigen Durchschnitten zurückzukehren. Ein Rückgang auf die früher üblichen Umsatzrenditen würde bedeuten, dass das nachhaltige Gewinnniveau um 20-50% tiefer liegen könnte, und in einer Rezession würden die Gewinne noch tiefer ausfallen, womit der Markt natürlich nicht mehr billig aussähe und weiteres Abwärtspotential bestünde (neben dem nach Ansicht der Pessimisten anstehenden Systemzusammenbruch, natürlich).

Ob dieses Argument nun stichhaltig ist, kann ex ante niemand be- oder widerlegen. Zumindest hätte man bei einer Bewegung hin zu einem nachhaltigen Durchschnitt einen erheblichen positiven Effekt aus der Ausweitung der Bewertung. Und was dann mit den Kursen deutscher Staatsanleihen passieren wird, wollen wir hier lieber auch nicht thematisieren.

Für die Nachhaltigkeit der Gewinne sprechen jedenfalls mehrere Gründe: Kunden bezahlen nicht jeden Preis, nur um ihre Lieferanten reich und glücklich zu machen, sondern den Wettbewerbspreis. Unternehmen haben in den letzten Jahrzehnten ihre Kernkompetenzen immer mehr ausgebaut, wozu auch Dienstleistungen und die allgemeine Servicequalität gehören. Nicht zum Kerngeschäft gehörende Bereiche, die meistens eine unterdurchschnittliche Rendite erzielten, wurden eher verkauft. Neue Industrien mit höheren Margen wie Software- oder Gesundheitsunternehmen spielen heute eine viel größere Rolle als vor einigen Jahrzehnten. Zudem haben

sich viele Industrien globalisiert, eine dominante Stellung in Märkten erworben, die früher einmal lokal und wettbewerbsintensiver waren, und können Skaleneffekte ausspielen, wenn nicht sogar Märkte dominieren.

Gegenwind für die Gewinne könnte daraus erwachsen, dass Unternehmen nicht mehr die großen Zusatzeffekte aus den Lohndifferenzen zwischen reichen und ärmeren Ländern erzielen, da sich Löhne allmählich angleichen. Wir halten diesen Effekt allerdings nur in Einzelfällen für relevant. Weitere negative Effekte könnten in dem Fall entstehen, dass sich der Boom in den Emerging Markets abschwächt, vielleicht sogar versandet. Das wäre wahrscheinlich das worst case Szenario, für die meisten Unternehmen aber handhabbar. Selbst bei allen Bedenken über eine nicht nachhaltige Entwicklung in China und allen Zulieferern dorthin, halten wir dies als dauerhaftes Szenario für eher unwahrscheinlich, auch wenn wir uns mental weiter auf schlechte Nachrichten aus der Region vorbereiten (dort wird aus unserer Sicht weiter die Blase aufgepumpt, die in Europa und den USA gerade abgewickelt wird).

Abseits der Gewinne handelten im Lauf der letzten Wochen viele Unternehmen in der Nähe ihrer Buchwerte, was historisch der untere Rand der Bewertung war. Verschiedentlich trifft man auf Unternehmen, die trotz eines soliden, wenn auch nicht überragenden Geschäftsmodells, unterhalb ihres Umlaufvermögens bewertet sind. Hier hieße es eigentlich für den schnellen Gewinn nur zerschlagen, die Läger verkaufen, Forderungen eintreiben, die Immobilien und Anlagen gibt es umsonst dazu. Auch das war historisch nur nahe der Tiefstände zu verzeichnen.

Wie geht es nun weiter? Nach dem gesehenen Absturz gehen Aktien üblicherweise nicht direkt in einen neuen Bullmarkt über. Es folgt vielmehr eine breite Bodenbildung mit gelegentlichen Rallyes oder Einbrüchen. Als ein guter Indikator für einen beginnenden nachhaltigen Kursanstieg haben sich ganz simpel ökonomische Frühindikatoren erwiesen. Allerdings hat man in den Wochen vor dem Wendepunkt per saldo auch

AKTUELLER KOMMENTAR

VON MARTIN WIRTH

nicht mehr viel verlieren können. Weiterhin ist zu beachten, dass sich der Bärenmarkt zumindest teilweise in allen Marktbereichen einmal gezeigt haben sollte. Aktien, die nahe an den alten Höchstständen notieren, gibt es am Ende einer Baisse nicht mehr, da Investoren schlicht und einfach Kapital aus diesen Aktien abziehen und andere preiswertere Investments eingehen. Diesen Punkt könnten wir vielleicht schon erreicht haben: Selbst die ganz soliden DAX-Aktien haben von ihren Höchstständen zwischenzeitlich mehr als 20% abgegeben.

Bedeutet also zusammenfassend: Bei einer halbwegs normalen (i. e. schwachen, aber nicht dauerrezessiven) Konjunktur-entwicklung in Europa und den USA in den nächsten Jahren sowie einer weiter halbwegs soliden, wenn auch nicht mehr boomenden Wirtschaft in den Emerging Markets sollten jährliche Renditen von weit über 10% p. a. erzielbar sein. Es gibt genügend Aktien, die sich auf Sicht von 2-3 Jahren verdoppeln können, ohne dass damit eine euphorische Vision verbunden wäre. Die Bodenbildung ist wahrscheinlich noch nicht abgeschlossen. Es ist aber auch sehr schwierig, dies rechtzeitig zu erkennen. Als Kollektiv ist der Markt fast unschlagbar, wenn es um eine Voraussage für die nächsten 2-3

Quartale geht. Schlecht dagegen ist der Markt, wenn es um die Bewertung nachhaltiger Strukturen und Gewinne geht: Durch das übliche Momentum übertreibt er regelmäßig nach oben oder unten. Somit ist es eine rentablere Aufgabe, sich über die nachhaltige Profitabilität von Unternehmen sowie deren angemessene Bewertung Gedanken zu machen als die nächsten Quartalergebnisse richtig zu prognostizieren: Das hat der Markt eben meistens schneller erledigt. Und nachhaltig gesehen liegt der Wert vieler Unternehmen deutlich höher als zur Zeit. Früher oder später werden die Aktienkurse dies widerspiegeln. Außer natürlich, wir bekommen den Systemzusammenbruch, und jeder schaut beim Lagerfeuer auf sein privates Klümpchen Gold.



Ihr Martin Wirth,

**FPM FUNDS STOCKPICKER GERMANY ALL CAP
 AKTIENFONDS DEUTSCHLAND**

WKN: 603328
ISIN: LU0124167924

ANLAGEPOLITIK

Der FPM Funds Stockpicker Germany All Cap ist ein Fonds, der überwiegend in deutsche Werte investiert. Ziel der Anlagepolitik des Teilfonds FPM Funds Stockpicker Germany All Cap ist die Erwirtschaftung eines möglichst hohen Wertzuwachses der Vermögensanlagen in Euro. Das Teilfondsvermögen wird überwiegend in Aktien, Aktienzertifikaten, Wandelschuldverschreibungen, Wandel- und Optionsanleihen, Partizipations- und Genussscheinen, Optionsscheinen auf Wertpapieren sowie in variabel- und festverzinslichen Wertpapieren von Emittenten mit Sitz in der Bundesrepublik Deutschland angelegt. Darüber hinaus kann das Teilfondsvermögen in allen anderen zulässigen Vermögenswerten angelegt werden.

ALLGEMEINE FONDSINFORMATIONEN

Fondskategorie:	Aktienfonds Deutschland
Investmentgesellschaft:	FPM Funds SICAV / Luxemburg
Verwaltungsgesellschaft:	DWS Investment S.A., Luxemburg
Depotbank:	State Street Bank Luxemburg
Fondsmanager:	Manfred Piontke und Martin Wirth
Fondswährung:	Euro
Auflegungsdatum:	29. Januar 2001
Gewinnverwendung:	thesaurierend
Geschäftsjahresende:	31. Dezember
Fondsvolumen in Mio Euro:	132,41
Sparplanfähig:	Ja
VL-fähig:	Ja
Vertriebszulassungen:	Deutschland, Österreich, Spanien, Luxemburg
DWS-Risikoklasse:	4
Ratings & Auszeichnungen:	€uro-Fund Award 1. Platz 2010, Morningstar Gesamtrating™ 1 ★★ ★, FERI Fonds Rating ² (C)

FONDSPREISE

Rücknahmepreis:	180,67€
Ausgabepreis:	187,90€
52 Wochen Hoch*:	249,39€
52 Wochen Tief*:	173,74€

* Rücknahmepreis

KONDITIONEN

Max. Ausgabeaufschlag:	4,00%
Kostenpauschale:	0,90% p.a.
Performance Fee:	15% erfolgsbezogene Vergütung, sofern die Wertentwicklung über 4% pro Halbjahr liegt
TER (Gj. 2010): ³	0,95% p.a.

PREISENTWICKLUNG

Zeitraum:	1 M	3 M	6 M	1 Jahr	3 Jahre	5 Jahre	seit Auflegung
Wertentwicklung: ⁴	-9,01%	-25,58%	-22,76%	-8,72%	29,53%	-8,11%	80,67%



WERTENTWICKLUNG IN DEN VERGANGENEN 12-MONATS-PERIODEN^{4,5}

30.09.2010 – 30.09.2011	-8,72%	} Tag der Anlage -4,00%
30.09.2009 – 30.09.2010	17,35%	
30.09.2008 – 30.09.2009	20,93%	
30.09.2007 – 30.09.2008	-40,74%	
30.09.2006 – 30.09.2007	19,70%	

RISIKOBETRACHTUNG

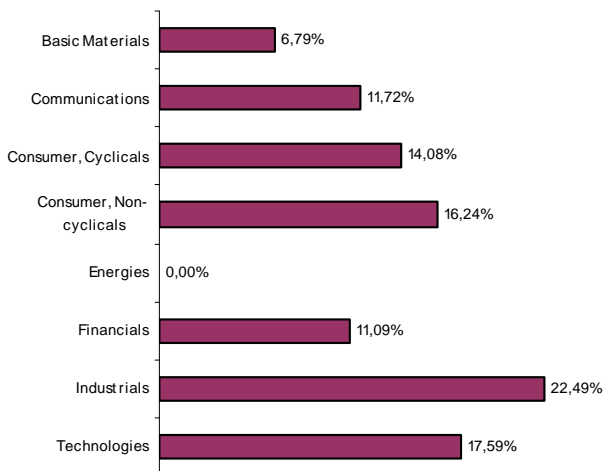
	Max. Gewinn ⁶	Max. Verlust ⁶	Volatilität ⁷	Sharpe-Ratio ⁸
1 Jahr	128,03%	-52,66%	20,14%	negativ
3 Jahre	244,79%	-52,43%	24,53%	0,31

KOMMENTAR DES FONDSMANAGEMENTS

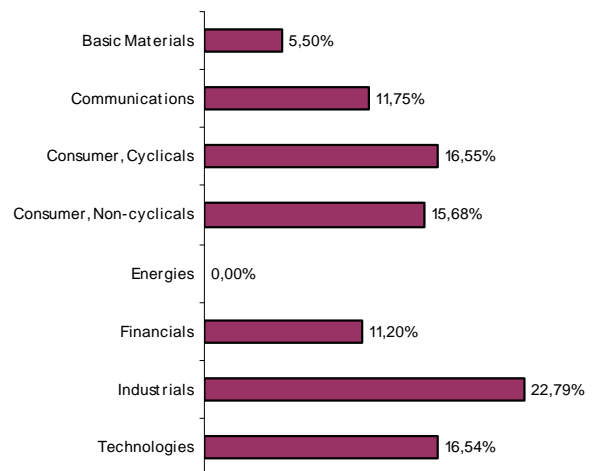
Der September erwies sich an den Aktienmärkten als ein weiterer hochvolatiler Monat. Erneut wurden Verluste verzeichnet, wenn auch nicht im Ausmaß des Vormonats. Die Frühindikatoren weisen auf eine Abschwächung bis hin zu einer Rezession hin. Verstärkt wird die Risikoaversion durch die Staatsschuldenkrise insbesondere in Europa. Auch wenn das gesamte Schuldenniveau in der Eurozone nicht das Ausmaß wie in anderen Weltregionen hat, so ist der politische Rahmen zur Bewältigung der Probleme unklar und instabil. Dies trägt zur Verunsicherung insbesondere im Finanzsektor bei, zudem geschürt von einer Vielzahl von Gerüchten. Kein Wunder, dass Aktien so billig sind. Das Gute ist, dass die Probleme bewältigt werden können, aber solange der Weg und der Wille unklar sind, bleibt uns die Unsicherheit noch erhalten.

PORTFOLIOSTRUKTUR

Aktueller Monat



Vormonat



TOP WERTE

Wertpapier	Gewicht *	Vormonat *
Software	7,73	6,12
STO Pref.	6,67	5,28
Sixt Pref.	5,71	5,03
Freenet	4,90	3,94
Aareal Bank	4,87	5,85
Wacker Chemie	4,38	4,87
Schaltbau Holding	4,09	3,41
Axel Springer Vink. Reg.	4,03	4,18
Drägerwerk	3,88	3,22
Deutsche Bank Reg.	3,71	3,19
Investitionsgrad	99,77	90,92

* in % des Fondsvermögens

FPM FUNDS STOCKPICKER GERMANY SMALL/MID CAP
AKTIENFONDS DEUTSCHLAND

WKN: A0DN1Q
ISIN: LU0207947044

ANLAGEPOLITIK

Der FPM Funds Stockpicker Germany Small/Mid Cap ist ein Fonds, der überwiegend in deutsche Werte investiert. Ziel der Anlagepolitik des Teilfonds FPM Funds Stockpicker Germany Small/Mid Cap ist die Erwirtschaftung eines möglichst hohen Wertzuwachses der Vermögensanlagen in Euro. Das Teilfondsvermögen wird überwiegend in Aktien, Aktienzertifikaten, Wandelschuldverschreibungen, Wandel- und Optionsanleihen, Partizipations- und Genussscheinen, Optionsscheinen auf Wertpapieren sowie in variabel- und festverzinslichen Wertpapieren von Emittenten mit Sitz in der Bundesrepublik Deutschland angelegt. Darüber hinaus kann das Teilfondsvermögen in allen anderen zulässigen Vermögenswerten angelegt werden.

ALLGEMEINE FONDSINFORMATIONEN

Fondskategorie:	Aktienfonds Deutschland
Investmentgesellschaft:	FPM Funds SICAV / Luxemburg
Verwaltungsgesellschaft:	DWS Investment S.A., Luxemburg
Depotbank:	State Street Bank Luxemburg
Fondsmanager:	Martin Wirth und Manfred Piontke
Fondswährung:	Euro
Auflegungsdatum:	20. Dezember 2004
Gewinnverwendung:	thesaurierend
Geschäftsjahresende:	31. Dezember
Fondsvolumen in Mio Euro:	22,59
Sparplanfähig:	Ja
VL-fähig:	Ja
Vertriebszulassungen:	Deutschland, Österreich, Spanien, Luxemburg
DWS-Risikoklasse:	4
Ratings & Auszeichnungen:	Morningstar Gesamtrating™ 1 ★★

FONDSPREISE

Rücknahmepreis:	134,42€
Ausgabepreis:	139,80€
52 Wochen Hoch*:	172,53€
52 Wochen Tief*:	129,70€

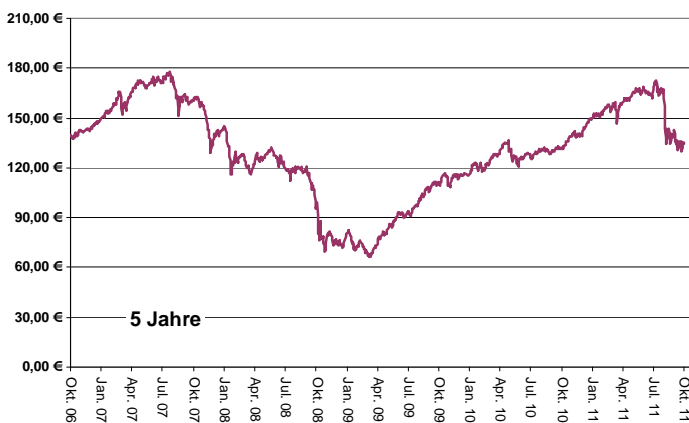
* Rücknahmepreis

KONDITIONEN

Max. Ausgabeaufschlag:	4,00%
Kostenpauschale:	1,25% p.a.
Performance Fee:	15% erfolgsbezogene Vergütung, sofern die Wertentwicklung über 4% pro Halbjahr liegt
TER (Gj. 2010):³	1,30% p.a.

PREISENTWICKLUNG

Zeitraum:	1 M	3 M	6 M	1 Jahr	3 Jahre	5 Jahre	seit Auflegung
Wertentwicklung:⁴	-5,00%	-19,58%	-15,67%	2,09%	40,68%	-3,73%	34,42%



WERTENTWICKLUNG IN DEN VERGANGENEN 12-MONATS-PERIODEN^{4,5}

30.09.2010 – 30.09.2011	2,09%	} Tag der Anlage -4,00%
30.09.2009 – 30.09.2010	17,86%	
30.09.2008 – 30.09.2009	16,92%	
30.09.2007 – 30.09.2008	-40,44%	
30.09.2006 – 30.09.2007	14,89%	

RISIKOBETRACHTUNG

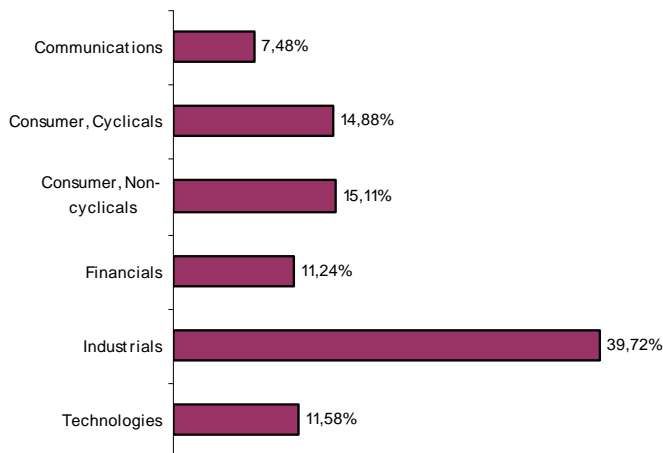
	Max. Gewinn ⁶	Max. Verlust ⁶	Volatilität ⁷	Sharpe-Ratio ⁸
1 Jahr	75,97%	-52,11%	18,55%	0,06
3 Jahre	43,50%	-52,74%	21,67%	0,49

KOMMENTAR DES FONDSMANAGEMENTS

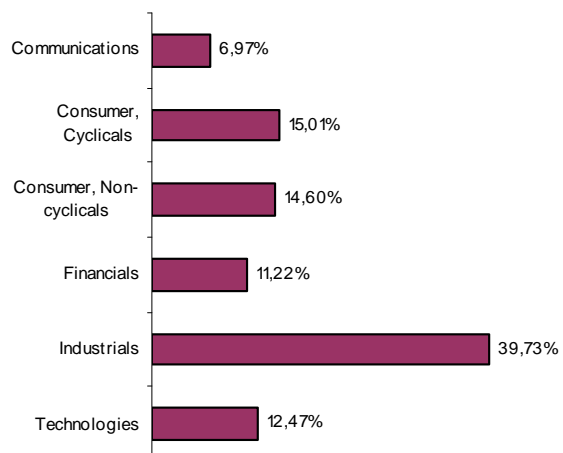
Der September erwies sich an den Aktienmärkten als ein weiterer hochvolatiler Monat. Erneut wurden Verluste verzeichnet, wenn auch nicht im Ausmaß des Vormonats. Die Frühindikatoren weisen auf eine Abschwächung bis hin zu einer Rezession hin. Verstärkt wird die Risikoaversion durch die Staatsschuldenkrise insbesondere in Europa. Auch wenn das gesamte Schuldenniveau in der Eurozone nicht das Ausmaß wie in anderen Weltregionen hat, so ist der politische Rahmen zur Bewältigung der Probleme unklar und instabil. Dies trägt zur Verunsicherung insbesondere im Finanzsektor bei, zudem geschürt von einer Vielzahl von Gerüchten. Kein Wunder, dass Aktien so billig sind. Das Gute ist, dass die Probleme bewältigt werden können, aber solange der Weg und der Wille unklar sind, bleibt uns die Unsicherheit noch erhalten.

PORTFOLIOSTRUKTUR

Aktueller Monat



Vormonat



TOP WERTE

Wertpapier	Gewicht *	Vormonat *
STO Pref.	8,00	7,04
Sartorius Pref.	7,97	7,65
Takkt	5,52	5,27
Sixt Pref.	4,88	4,69
Analytik Jena	4,46	3,70
Grenkeleasing	4,42	3,98
Freenet	3,88	3,57
Nexus	3,74	3,79
Jungheinrich Pref.	3,58	3,48
Software	3,13	3,71
Investitionsgrad	89,46	87,98

* in % des Fondsvermögens

**FPM FUNDS STOCKPICKER GERMANY LARGE CAP
AKTIENFONDS DEUTSCHLAND**

**WKN: A0HGEX
ISIN: LU0232955988**

ANLAGEPOLITIK

Der FPM Funds Stockpicker Germany Large Cap ist ein Fonds, der überwiegend in deutsche Werte investiert. Ziel der Anlagepolitik des Teilfonds FPM Funds Stockpicker Germany Large Cap ist die Erwirtschaftung eines möglichst hohen Wertzuwachses der Vermögensanlagen in Euro. Das Teilfondsvermögen wird überwiegend in Aktien, Aktienzertifikaten, Wandelschuldverschreibungen, Wandel- und Optionsanleihen, Partizipations- und Genussscheinen, Optionsscheinen auf Wertpapieren sowie in variabel- und festverzinslichen Wertpapieren von Emittenten mit Sitz in der Bundesrepublik Deutschland angelegt. Darüber hinaus kann das Teilfondsvermögen in allen anderen zulässigen Vermögenswerten angelegt werden.

ALLGEMEINE FONDSINFORMATIONEN

Fondskategorie:	Aktienfonds Deutschland
Investmentgesellschaft:	FPM Funds SICAV / Luxemburg
Verwaltungsgesellschaft:	DWS Investment S.A., Luxemburg
Depotbank:	State Street Bank Luxemburg
Fondsmanager:	Martin Wirth und Manfred Piontke
Fondswährung:	Euro
Auflegungsdatum:	7. November 2005
Gewinnverwendung:	thesaurierend
Geschäftsjahresende:	31. Dezember
Fondsvolumen in Mio Euro:	7,0
Sparplanfähig:	Ja
VL-fähig:	Ja
Vertriebszulassungen:	Deutschland, Österreich, Spanien, Luxemburg
DWS-Risikoklasse:	3
Ratings & Auszeichnungen:	Morningstar Gesamtrating™ 1 ★★

FONDSPREISE

Rücknahmepreis:	104,26€
Ausgabepreis:	108,44€
52 Wochen Hoch*:	132,26€
52 Wochen Tief*:	96,43€

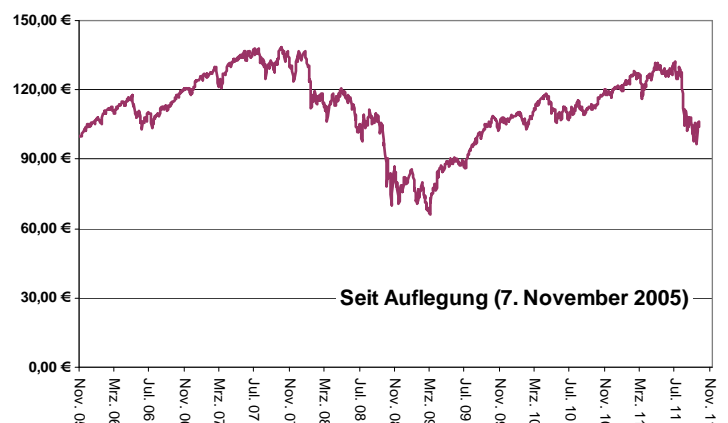
* Rücknahmepreis

KONDITIONEN

Max. Ausgabeaufschlag:	4,00%
Kostenpauschale:	0,90% p.a.
Performance Fee:	15% erfolgsbezogene Vergütung, sofern die Wertentwicklung über 4% pro Halbjahr liegt
TER (Gj. 2010):³	0,95% p.a.

PREISENTWICKLUNG

Zeitraum:	1 M	3 M	6 M	1 Jahr	3 Jahre	5 Jahre	seit Auflegung
Wertentwicklung:⁴	-3,69%	-19,37%	-15,57%	-7,41%	8,57%	-9,50%	4,26%



WERTENTWICKLUNG IN DEN VERGANGENEN 12-MONATS-PERIODEN^{4,5}

30.09.2010 – 30.09.2011	-7,41%	} Tag der Anlage -4,00%
30.09.2009 – 30.09.2010	6,21%	
30.09.2008 – 30.09.2009	10,40%	
30.09.2007 – 30.09.2008	-27,75%	
30.09.2006 – 30.09.2007	15,36%	

RISIKOBETRACHTUNG

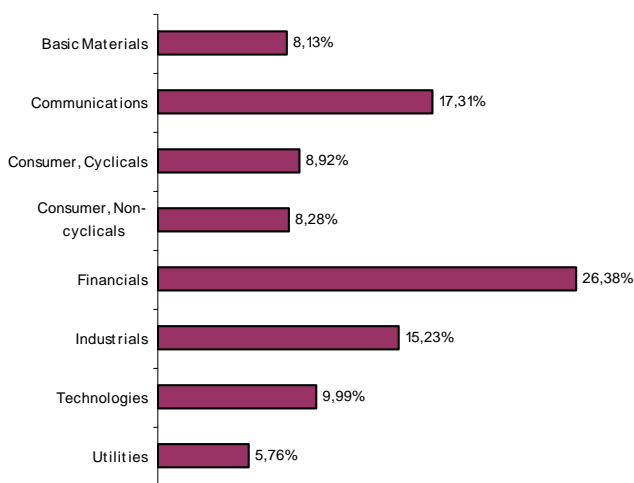
	Max. Gewinn ⁶	Max. Verlust ⁶	Volatilität ⁷	Sharpe-Ratio ⁸
1 Jahr	54,67%	-41,80%	17,25%	negativ
3 Jahre	24,84%	-38,16%	21,48%	0,07

KOMMENTAR DES FONDSMANAGEMENTS

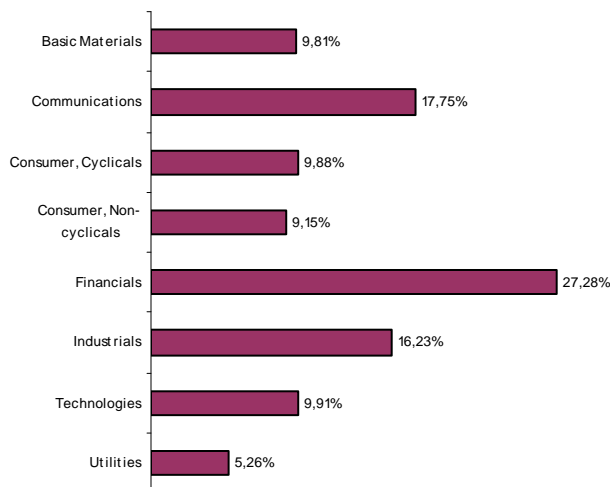
Der September erwies sich an den Aktienmärkten als ein weiterer hochvolatiler Monat. Erneut wurden Verluste verzeichnet, wenn auch nicht im Ausmaß des Vormonats. Die Frühindikatoren weisen auf eine Abschwächung bis hin zu einer Rezession hin. Verstärkt wird die Risikoaversion durch die Staatsschuldenkrise insbesondere in Europa. Auch wenn das gesamte Schuldenniveau in der Eurozone nicht das Ausmaß wie in anderen Weltregionen hat, so ist der politische Rahmen zur Bewältigung der Probleme unklar und instabil. Dies trägt zur Verunsicherung insbesondere im Finanzsektor bei, zudem geschürt von einer Vielzahl von Gerüchten. Kein Wunder, dass Aktien so billig sind. Das Gute ist, dass die Probleme bewältigt werden können, aber solange der Weg und der Wille unklar sind, bleibt uns die Unsicherheit noch erhalten.

PORTFOLIOSTRUKTUR

Aktueller Monat



Vormonat



TOP WERTE

Wertpapier	Gewicht *	Vormonat *
SAP	8,17	7,68
Allianz SE	6,50	6,31
Deutsche Bank Reg.	6,02	6,08
Freenet	5,03	4,75
Commerzbank	4,76	4,78
United Internet Reg.	4,73	4,44
E.ON Reg.	4,71	4,08
Deutsche Telekom Reg.	4,40	4,58
Siemens Reg.	4,35	4,36
Münchener Rückversicherungs-Gesellschaft	4,30	3,99
Investitionsgrad	81,77	81,64

* in % des Fondsvermögens

INVESTMENTPHILOSOPHIE

"Vorsprung durch Wissen", so lässt sich der Kern unserer Anlagephilosophie beschreiben. Wir gewinnen dieses Wissen durch intensive, persönliche Gespräche mit dem Management der Unternehmen, in die wir investieren. Diese Vorgehensweise macht uns einzigartig am Markt und ist die Grundlage unseres Erfolgs. Die Investmentphilosophie von FPM beruht auf drei tragenden Säulen: Wir investieren überwiegend in Aktien deutscher Unternehmen mit hohem Potenzial, die wir als unterbewertet identifiziert haben. Die Auswahl der Unternehmen erfolgt auf der Basis unserer eigenen, methodischen Fundamentalanalyse. Unsere Bewertung der Unternehmen beruht auf regelmäßigen, persönlichen Gesprächen vor Ort.

Die konsequente Umsetzung unserer Anlagephilosophie bietet Ihnen als Anleger eine Vielzahl von Vorteilen. Durch häufige persönliche Gespräche mit den Managern gewinnen wir qualitativ hochwertige Informationen sowie wertvolle Einschätzungen zum Markt und den Mitbewerbern. Bei unseren Analysen laufen wir nicht kurzfristigen Trends hinterher, sondern identifizieren hochwertige Unternehmen, bevor der Markt auf sie aufmerksam wird. Unternehmen mit fundamental guten Perspektiven, die unterbewertet sind, bieten mittelfristig einen erheblichen Spielraum für Kurssteigerungen.

DIE FPM FUNDS EIGNEN SICH

- für eine mittel- bis langfristige Anlage
- für den gezielten und regelmäßigen Vermögensaufbau
- zur Investition in Vermögenswirksamen Leistungen (VL)

CHANCEN

- Markt-, branchen- und unternehmensbedingte Kurssteigerungen am Aktienmarkt
- Möglichkeit an überdurchschnittlicher Teilhabe an der Wertentwicklung deutscher Aktien durch einen bewertungs- und qualitätsorientierten Investmentprozess und aktives Stockpicking

RISIKEN

Die Kurse der Vermögenswerte im Fonds bestimmen den Fondspreis. Diese unterliegen täglichen Schwankungen und können auch fallen.

Marktrisiko: Wertentwicklungen von Finanzprodukten hängen von der Entwicklung der Kapitalmärkte ab. Kapitalmärkte reagieren sowohl auf reale Rahmenbedingungen als auch auf irrationale Faktoren (Stimmungen, Meinungen und Gerüchte).

Adressenausfallrisiko: Wenn Kontrahenten vertraglichen Zahlungsverpflichtungen nicht oder nur teilweise nachkommen, können Verluste für das Sondervermögen entstehen. Auch bei sorgfältiger Auswahl der Wertpapiere kann nicht ausgeschlossen werden, dass Verluste durch Vermögensverfall von Ausstellern eintreten.

Währungsrisiko: Der Wert der auf Fremdwährungen lautenden Vermögensgegenstände unterliegt Kursschwankungen.

Konzentrationsrisiko: Durch die Konzentration des Anlagevermögens auf wenige Märkte oder Vermögensgegenstände, ist das Sondervermögen von diesen wenigen Märkten und Vermögensgegenständen besonders abhängig.

Erhöhte Volatilität: Das Sondervermögen weist aufgrund seines erlaubten Anlageuniversums und seiner Zusammensetzung sowie des Einsatzes von derivativen Instrumenten erhöhte Preisschwankungen auf.

Risiken in Zusammenhang mit Derivategeschäften, insbesondere Optionen: Kursänderungen des Basiswertes können eine Option entwerten. Optionen haben Hebelwirkung, die das Sondervermögen stärker beeinflusst als der Basiswert. Beim Verkauf von Optionen besteht die Gefahr, dass das Sondervermögen einen Verlust in unbestimmter Höhe erleidet.

Der Anteilswert kann jederzeit unter den Kaufpreis fallen, zu dem der Kunde den Anteil erworben hat.

Der Verkaufsprospekt enthält eine detaillierte Beschreibung der Risiken

DISCLAIMER

Die in diesem Dokument enthaltenen Angaben stellen keine Anlageberatung dar, sondern geben lediglich eine zusammenfassende Kurzdarstellung wesentlicher Merkmale der Fonds. Die vollständigen Angaben zu den Fonds sind den wesentlichen Anlegerinformationen und dem Verkaufsprospekt, ergänzt durch den jeweiligen letzten geprüften Jahresbericht und den jeweiligen Halbjahresbericht, falls ein solcher jüngerer Datums als der letzte Jahresbericht vorliegt, zu entnehmen. Diese Unterlagen stellen die allein verbindliche Grundlage des Kaufs dar. Sie sind in elektronischer oder gedruckter Form kostenlos bei der FPM Frankfurt Performance Management AG (FPM AG), Freiherr-vom-Stein-Straße 11, 60323 Frankfurt am Main, der DWS Investment GmbH, Mainzer Landstraße 178 - 190, D-60327 Frankfurt am Main oder der DWS Investment S. A., 2, Boulevard Konrad Adenauer, L-1115 Luxemburg erhältlich. Der Verkaufsprospekt enthält ausführliche Risikohinweise.

Die in dieser Produktinformation enthaltenen Meinungsäußerungen geben die aktuelle Einschätzung von FPM Frankfurt Performance Management AG wieder, die ohne vorherige Ankündigung geändert werden können. Soweit in diesem Dokument enthaltene Daten von Dritten stammen, übernimmt die FPM AG für die Richtigkeit, Vollständigkeit und Angemessenheit dieser Daten keine Gewähr, auch wenn FPM AG nur solche Daten verwendet, die sie als zuverlässig erachtet. Berechnung der Wertentwicklung der Fonds nach BVI-Methode, d.h. ohne Berücksichtigung des Ausgabeaufschlages. Individuelle Kosten wie beispielsweise Gebühren, Provisionen und andere Entgelte sind in der Darstellung nicht berücksichtigt und würden sich bei Berücksichtigung negativ auf die Wertentwicklung auswirken. Wertentwicklungen der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung. Nähere steuerliche Informationen enthält der Verkaufsprospekt.

Die von DWS Investment S. A. ausgegebenen Anteile dieser Fonds dürfen nur in solchen Rechtsordnungen zum Kauf angeboten oder verkauft werden, in denen ein solches Angebot oder ein solcher Verkauf zulässig ist. So dürfen die Anteile dieser Fonds weder innerhalb der USA noch an oder für Rechnung von US-Staatsbürgern oder in den USA ansässigen US-Personen zum Kauf angeboten oder an diese verkauft werden. Dieses Dokument und die in ihm enthaltenen Informationen dürfen nicht in den USA verbreitet werden. Die Verbreitung und Veröffentlichung dieses Dokumentes sowie das Angebot oder ein Verkauf der Anteile können auch in anderen Rechtsordnungen Beschränkungen unterworfen sein.

FPM Frankfurt Performance Management AG | Freiherr-vom-Stein-Straße 11 | D-60323 Frankfurt am Main
Telefon: + 49 69 79 58 86 - 0 | Fax: + 49 69 79 58 86 - 14
E-Mail: fpm-funds@fpm-ag.de | Internet: www.fpm-ag.de | www.fpm-deutsche-investmentaktiengesellschaft.de

FUSSNOTEN

- 1 Rating vom 31.02.2010; nähere Informationen unter www.morningstar.de
- 2 Rating vom 31.01.2011; nähere Informationen unter www.feri.de
- 3 Gesamtkosten in Prozent des durchschnittlichen Fondsvolumens des am 31.12 abgelaufenen Geschäftsjahres. Diese Kennziffer erfasst - entsprechend nationalen Gepflogenheiten- nur die auf Ebene des Sondervermögens angefallenen Kosten (ohne Transaktionskosten).
- 4 Berechnung der Wertentwicklung nach BVI-Methode, d. h. ohne Berücksichtigung des Ausgabeaufschlags.
Modellrechnung: Bei einem Anlagebetrag von 1.000 € über eine typische Anlageperiode von 5 Jahren würde sich das Anlageergebnis für den Anleger wie folgt mindern: Am ersten Tag der Anlage durch den Ausgabeaufschlag in Höhe von 40,00 € (4,00%), sowie jährlich durch anfallende Depotkosten.
Wertentwicklung in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.
- 5 Die Wertentwicklungsangabe bezieht sich auf die jeweils angegebenen 12-Monats-Perioden. An Tagen, die auf einen Feiertag oder ein Wochenende fallen, wird der Kurs des Vortages bzw. der jeweils letztmöglich verfügbare Kurs zugrunde gelegt, da an diesen Tagen keine Kursfeststellung möglich ist.
- 6 Maximaler historischer Verlust/Gewinn, der bei einem ein-/dreijährigen Anlagezeitraum seit Auflegung des Fonds möglich gewesen wäre.
- 7 Volatilität in % wird auf Basis von Wochen- (bis 3 Jahre) bzw. Monatsdaten (ab 3 Jahre) berechnet. (Quelle: Deutsche Performancemessungs-Gesellschaft für Wertpapierportfolios mbH (kurz: DPG))
- 8 Der risikofreie Zins orientiert sich an dem Zinssatz für 3-Monatsgeld. Ein negatives Sharpe Ratio hat keine Aussagekraft. (Quelle: Deutsche Performancemessungs-Gesellschaft für Wertpapierportfolios mbH (kurz: DPG))



TOP 25 S
AKTIENFONDS EUROPA

WKN: 515254
ISIN: DE0005152540

ANLAGEPOLITIK

Der TOP 25 S strebt als Anlageziel eine deutliche Outperformance zum Deutschen Aktienindex DAX® sowie einen hohen Kapitalzuwachs an. Mögliche Risiken dabei sind überdurchschnittlich hohe Verluste des eingesetzten Kapitals sowie höhere Bonitätsrisiken.

Mindestens 51% des Werts des Teilgesellschaftsvermögens werden in Aktien angelegt, wobei das tatsächliche Aktienexposure durch den Einsatz von Derivaten verändert werden kann. Zwei Drittel dieser Aktien müssen von Emittenten mit Geschäftssitz in Deutschland, Österreich und der Schweiz begeben worden sein. Die Einzeltitelauswahl erfolgt auf Basis eines aktiven Selektionsprozesses. Es ist beabsichtigt, im Durchschnitt Aktien von 25 verschiedenen Emittenten für die Rechnung des Teilgesellschaftsvermögens zu halten.

ALLGEMEINE FONDSINFORMATIONEN

Fondskategorie:	Aktienfonds Europa
Investmentgesellschaft:	FPM Deutsche Investmentaktiengesellschaft TGV
Verwaltungsgesellschaft:	DWS Investment GmbH
Depotbank:	State Street Bank Deutschland
Fondsmanager:	Thomas Seppi, Manfred Piontke und Martin Wirth
Fondswährung:	Euro
Auflegungsdatum:	24. September 2008
Gewinnverwendung:	ausschüttend
Geschäftsjahresende:	31. März
Fondsvolumen in Mio Euro:	55,34
Sparplanfähig:	Ja
VL-fähig:	Ja
Vertriebszulassungen:	Deutschland, Österreich, Spanien, Luxemburg
DWS-Risikoklasse:	4

FONDSPREISE

Rücknahmepreis:	122,04€
Ausgabepreis:	128,15€
52 Wochen Hoch*:	150,41€
52 Wochen Tief*:	122,04€

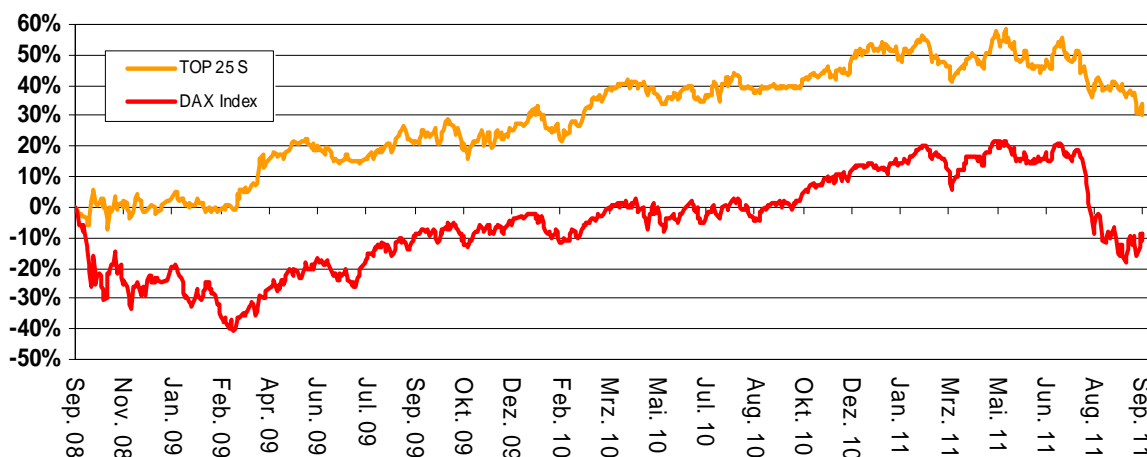
*Rücknahmepreis

KONDITIONEN

Max. Ausgabeaufschlag:	5,00%
Kostenpauschale:	1,75% p.a.
Performance Fee:	20% der Outperformance gegenüber der Benchmark
TER (Gj. 2010/2011):¹	1,87% p.a.
Dividenden:	11. Mai 2009: 3,00 € 10. Mai 2010: 3,00 € 09. Mai 2011: 3,00 €

PREISENTWICKLUNG

Zeitraum:	1 M	3 M	6 M	1 Jahr	3 Jahre	5 Jahre	seit Auflegung
Wertentwicklung TOP 25 S:²	-7,69%	-13,07%	-11,19%	-6,37%	33,92	-	30,61%
Wertentwicklung DAX Index:	-4,89%	-25,41%	-21,86%	-11,67%	-5,64	-	-10,87%





WERTENTWICKLUNG IN DEN VERGANGENEN 12-MONATS-PERIODEN^{4,5}

30.09.2010 – 30.09.2011	-6,37%	} Tag der Anlage -5,00%
30.09.2009 – 30.09.2010	10,95%	
30.09.2008 – 30.09.2009	28,91%	

RISIKOBETRACHTUNG

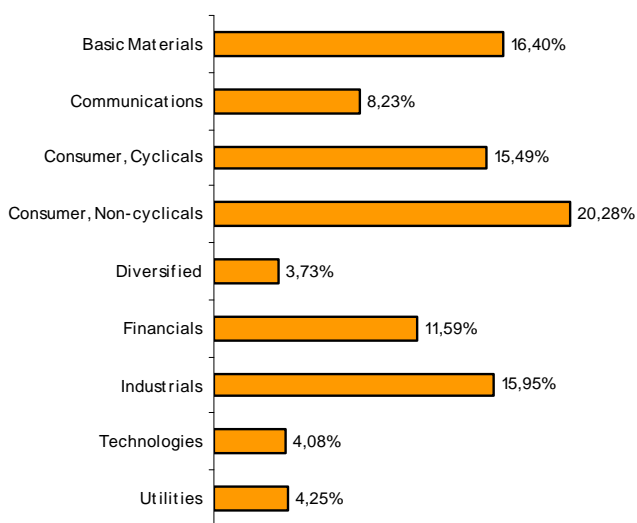
	Max. Gewinn ⁶	Max. Verlust ⁶	Volatilität ⁷	Sharpe-Ratio ⁸
1 Jahr	28,91%	-6,37%	12,87%	negativ
3 Jahre	33,92%	-	13,16%	0,67

KOMMENTAR DES FONDSMANAGEMENTS

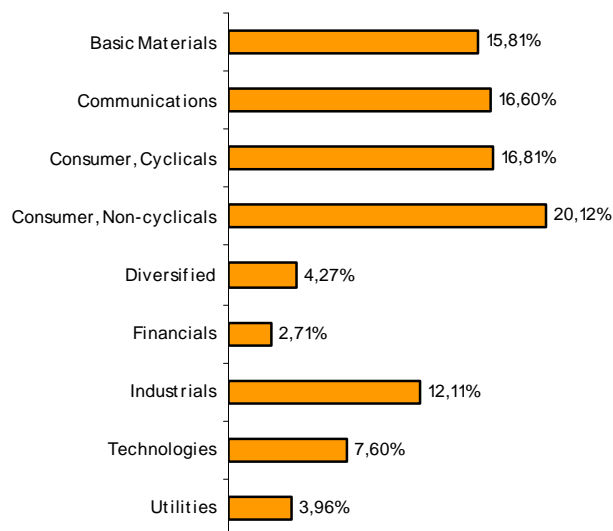
Der September erwies sich an den Aktienmärkten als ein weiterer hochvolatiler Monat. Erneut wurden Verluste verzeichnet, wenn auch nicht im Ausmaß des Vormonats. Die Frühindikatoren weisen auf eine Abschwächung bis hin zu einer Rezession hin. Verstärkt wird die Risikoaversion durch die Staatsschuldenkrise insbesondere in Europa. Auch wenn das gesamte Schuldenniveau in der Eurozone nicht das Ausmaß wie in anderen Weltregionen hat, so ist der politische Rahmen zur Bewältigung der Probleme unklar und instabil. Dies trägt zur Verunsicherung insbesondere im Finanzsektor bei, zudem geschürt von einer Vielzahl von Gerüchten. Kein Wunder, dass Aktien so billig sind. Das Gute ist, dass die Probleme bewältigt werden können, aber solange der Weg und der Wille unklar sind, bleibt uns die Unsicherheit noch erhalten.

PORTFOLIOSTRUKTUR

Aktueller Monat



Vormonat



TOP WERTE

Wertpapier	Gewicht *	Vormonat *
E.ON Reg.	3,86	0,00
Freenet	3,80	3,62
Hannover Rückvers.	3,80	0,00
Metro Ord.	3,77	3,50
Nestlé Reg.	3,76	3,44
Bayer	3,75	3,55
Merck	3,74	3,51
BASF Reg.	3,74	3,58
Salzgitter	3,73	3,08
Software	3,71	3,63
Investitionsgrad	82,67	20,39

* in % des Fondsvermögens



INVESTMENTPHILOSOPHIE

Die Investmentphilosophie von FPM beruht für den TOP 25 S auf vier tragenden Säulen: Wir investieren in Aktien deutscher, österreichischer und schweizer Unternehmen mit hohem Potenzial, die wir als unterbewertet identifiziert haben. Wesentliche Bestandteile zur Auswahl von Aktien sind direkte, regelmäßige, persönliche Gespräche unserer Fondsmanager bei den Unternehmen vor Ort. Unsere Bewertung der Unternehmen erfolgt auf der Basis unserer eigenen, methodischen Fundamentalanalyse. Der fundamentale Anlagestil wird im TOP 25 S um klare Stopp-Loss-Regeln und die aktive Steuerung des Investitionsgrades anhand des "FPM-Marktindicators" ergänzt.

Die konsequente Umsetzung unserer Anlagephilosophie bietet Ihnen als Anleger eine Vielzahl von Vorteilen. Denn: Durch häufige persönliche Gespräche mit den Managern gewinnen wir qualitativ hochwertige Informationen sowie wertvolle Einschätzungen zum Markt und den Mitbewerbern. Unternehmen mit fundamental guten Perspektiven, die unterbewertet sind, bieten mittelfristig einen erheblichen Spielraum für Kurssteigerungen. Die Verbindung mit technischen Indikatoren ermöglicht die Erstellung historischer Korrelationen und führt letztlich zu einem aktiven Risikomanagement. Der aktive Einsatz von Derivaten ermöglicht es, auch in seitwärts oder abwärts tendierenden Märkten Erträge zu erzielen und somit mit dem Portfolio Kursschwankungen am deutschen Aktienmarkt auszunutzen und eine zusätzliche Rendite zu erzielen. Der „FPM-Marktindikator“ ermöglicht es, Markttrends rechtzeitig zu erkennen. Als Basis dienen ihm historische Marktverhalten und ein hauseigener Indikator.

DER TOP 25 S EIGNET SICH

- ☞ für eine mittel- bis langfristige Anlage
- ☞ für Anleger, die eine aktive Steuerung des Investitionsgrades wünschen
- ☞ für den erfahrenen Aktionär, der mit den Chancen und Risiken volatiler Anlagen vertraut und zudem in der Lage ist, vorübergehend hohe Verluste hinzunehmen.

CHANCEN

- ☞ Markt-, branchen- und unternehmensbedingte Kurssteigerungen am Aktienmarkt
- ☞ Performancechance durch eine Kombination des erfolgreichen Stockpickingansatzes und der aktiven Steuerung des Investitionsgrades, in steigenden, aber auch in seitwärts oder abwärts tendierenden Marktphasen

RISIKEN

Die Kurse der Vermögenswerte im Fonds bestimmen den Fondspreis. Diese unterliegen täglichen Schwankungen und können auch fallen.

Marktrisiko: Wertentwicklungen von Finanzprodukten hängen von der Entwicklung der Kapitalmärkte ab. Kapitalmärkte reagieren sowohl auf reale Rahmenbedingungen als auch auf irrationale Faktoren (Stimmungen, Meinungen und Gerüchte).

Adressenausfallrisiko: Wenn Kontrahenten vertraglichen Zahlungsverpflichtungen nicht oder nur teilweise nachkommen, können Verluste für das Sondervermögen entstehen. Auch bei sorgfältiger Auswahl der Wertpapiere kann nicht ausgeschlossen werden, dass Verluste durch Vermögensverfall von Ausstellern eintreten.

Währungsrisiko: Der Wert der auf Fremdwährungen lautenden Vermögensgegenstände unterliegt Kursschwankungen.

Konzentrationsrisiko: Durch die Konzentration des Anlagevermögens auf wenige Märkte oder Vermögensgegenstände, ist das Sondervermögen von diesen wenigen Märkten und Vermögensgegenständen besonders abhängig.

Erhöhte Volatilität: Das Sondervermögen weist aufgrund seines erlaubten Anlageuniversums und seiner Zusammensetzung sowie des Einsatzes von derivativen Instrumenten erhöhte Preisschwankungen auf.

Risiken in Zusammenhang mit Derivategeschäften, insbesondere Optionen: Kursänderungen des Basiswertes können eine Option entwerten. Optionen haben Hebelwirkung, die das Sondervermögen stärker beeinflusst als der Basiswert. Beim Verkauf von Optionen besteht die Gefahr, dass das Sondervermögen einen Verlust in unbestimmter Höhe erleidet. Die Derivatestrategie kann zu einer marktgegenläufigen, zu einer marktverstärkenden oder zu einer neutralen Positionierung (Absicherung) des TOP 25 S führen.

Der Anteilswert kann jederzeit unter den Kaufpreis fallen, zu dem der Kunde den Anteil erworben hat.

Der Verkaufsprospekt enthält eine detaillierte Beschreibung der Risiken.



DISCLAIMER

Die in diesem Dokument enthaltenen Angaben stellen keine Anlageberatung dar, sondern geben lediglich eine zusammenfassende Kurzdarstellung wesentlicher Merkmale des Fonds. Weitere Informationen, insbesondere zur Struktur und den Risiken, enthält die Anlageinformation. Die vollständigen Angaben zum Fonds sind den wesentlichen Anlegerinformationen und dem Verkaufsprospekt, ergänzt durch den jeweiligen letzten geprüften Jahresbericht und den jeweiligen Halbjahresbericht, falls ein solcher jüngerer Datums als der letzte Jahresbericht vorliegt, zu entnehmen. Diese Unterlagen stellen die allein verbindliche Grundlage des Kaufs dar. Sie sind in elektronischer oder gedruckter Form kostenlos bei der FPM Frankfurt Performance Management AG, Freiherr-vom-Stein-Str. 11, 60323 Frankfurt am Main und der DWS Investment GmbH, Mainzer Landstraße 178-190, D-60327 Frankfurt am Main und, sofern es sich um Luxemburger Fonds handelt, bei der DWS Investment S.A., 2, Boulevard Konrad Adenauer, L-1115 Luxemburg erhältlich. Der Verkaufsprospekt enthält ausführliche Risikohinweise.

Alle Meinungsäußerungen geben die aktuelle Einschätzung von FPM Frankfurt Performance Management AG wieder, die ohne vorherige Ankündigung geändert werden kann. Soweit die in diesem Dokument enthaltenen Daten von Dritten stammen, übernimmt die FPM Frankfurt Performance Management AG für die Richtigkeit, Vollständigkeit und Angemessenheit dieser Daten keine Gewähr, auch wenn sie nur solche Daten verwendet, die sie als zuverlässig erachtet.

Berechnung der Wertentwicklung nach BVI-Methode, d.h. ohne Berücksichtigung des Ausgabeaufschlages. Individuelle Kosten wie beispielsweise Gebühren, Provisionen und andere Entgelte sind in der Darstellung nicht berücksichtigt und würden sich bei Berücksichtigung negativ auf die Wertentwicklung auswirken. Wertentwicklungen der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung. Nähere steuerliche Informationen enthält der Verkaufsprospekt.

Die ausgegebenen Aktien dieses Teilgesellschaftsvermögens dürfen nur in solchen Rechtsordnungen zum Kauf angeboten oder verkauft werden, in denen ein solches Angebot oder ein solcher Verkauf zulässig ist. So dürfen die Aktien dieses Teilgesellschaftsvermögens weder innerhalb der USA noch an oder für Rechnung von US-Staatsbürgern oder in den USA ansässigen US-Personen zum Kauf angeboten oder an diese verkauft werden.

Dieses Dokument und die in ihm enthaltenen Informationen dürfen nicht in den USA verbreitet werden. Die Verbreitung und Veröffentlichung dieses Dokumentes sowie das Angebot oder ein Verkauf der Anteile können auch in anderen Rechtsordnungen Beschränkungen unterworfen sein.

FPM Frankfurt Performance Management AG | Freiherr-vom-Stein-Straße 11 | D-60323 Frankfurt am Main
Telefon: + 49 69 79 58 86 - 0 | Fax: + 49 69 79 58 86 - 14
E-Mail: fpm-funds@fpm-ag.de | Internet: www.fpm-ag.de | www.fpm-deutsche-investmentaktiengesellschaft.de

FUSSNOTEN

- 1 Gesamtkosten in Prozent des durchschnittlichen Fondsvolumens des am 31.12 abgelaufenen Geschäftsjahres. Diese Kennziffer erfasst - entsprechend nationalen Gepflogenheiten- nur die auf Ebene des Sondervermögens angefallenen Kosten (ohne Transaktionskosten).
- 2 Berechnung der Wertentwicklung nach BVI-Methode, d. h. ohne Berücksichtigung des Ausgabeaufschlages.
Modellrechnung: Bei einem Anlagebetrag von 1.000 € über eine typische Anlageperiode von 5 Jahren würde sich das Anlageergebnis für den Anleger wie folgt mindern: Am ersten Tag der Anlage durch den Ausgabeaufschlag in Höhe von 40,00 € (4,00%), sowie jährlich durch anfallende Depotkosten.
Wertentwicklung in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.
- 3 Die Wertentwicklungsangabe bezieht sich auf die jeweils angegebenen 12-Monats-Perioden. An Tagen, die auf einen Feiertag oder ein Wochenende fallen, wird der Kurs des Vortages bzw. der jeweils letztmöglich verfügbare Kurs zugrunde gelegt, da an diesen Tagen keine Kursfeststellung möglich ist.
- 4 Maximaler historischer Verlust/Gewinn, der bei einem ein-/dreijährigen Anlagezeitraum seit Auflegung des Fonds möglich gewesen wäre.
- 5 Volatilität in % wird auf Basis von Wochen- (bis 3 Jahre) bzw. Monatsdaten (ab 3 Jahre) berechnet. (Quelle: Deutsche Performancemessungs-Gesellschaft für Wertpapierportfolios mbH (kurz: DPG))
- 6 Der risikofreie Zins orientiert sich an dem Zinssatz für 3-Monatsgeld. Ein negatives Sharpe Ratio hat keine Aussagekraft. (Quelle: Deutsche Performancemessungs-Gesellschaft für Wertpapierportfolios mbH (kurz: DPG))