

*Sehr geehrte Leserin, sehr geehrter Leser,  
Geschätzte Kundin, geschätzter Kunde,  
Liebe Partner!*

*Auch dieses Jahr präsentieren wir Ihnen eine gekürzte Version des präzisesten und zuverlässigsten Berichtes über den **Österreichischen M&A-Markt im Jahr 2013**. Motto: **Österreich ist anders!** Die Zuwachsraten liegen deutlich über Vergleichszahlen anderer Länder – allerdings auch die Zuwächse bei Transaktionen im Rahmen einer Insolvenz oder Sanierung. Typisch für österreichische Unternehmen, spielen sich die meisten Transaktionen ohne Öffentlichkeit ab, sodass der „**Mini-Boom**“ **medial unbemerkt** blieb.*

*Von Österreich zur Weltbühne: Unser Partner **Rob Slee** gibt einen sehr persönlichen Einblick in amerikanische und chinesische Unternehmer-Befindlichkeiten – und einen Ausblick auf die zukünftige **wirtschaftliche Beziehung dieser beiden Supermächte**.*

*Nicht vorenthalten sei unseren Lesern eine **Zusammenfassung einer kritischen Stellungnahme von Howard Marks**, einem der Top-Investment Manager der USA. In dieser zieht Mr Marks Schlüsse aus der Entwicklung der letzten Finanzkrise und spiegelt diese Erkenntnisse im **Lichte der aktuellen Entwicklungen der Finanzmärkte**.*

*Im Sponsoring-Teil möchten wir auf die Notiz zum **Kreislerviolin-Virtuosen-Wettbewerb im September 2014** besonders hinweisen. Immerhin handelt es sich dabei in der globalen Musikwelt um einen der neun wichtigsten Wettbewerbe für Nachwuchsmusiker weltweit. Was kaum für möglich gehalten wird: diese Veranstaltung findet weitgehend auf private Initiative gestützt statt – und wird fast zur Gänze über private Mittel finanziert. Da sich die Öffentliche Hand immer mehr aus der Finanzierung bedeutender Veranstaltungen wie dieser zurückzieht, rufen wir Gleichgesinnte zur Unterstützung auf – und sei es „nur“ mittels Patenschaften für TeilnehmerInnen.*

*Einen erholbaren Sommer zum  
Gedankensammeln und Krafttanken wünscht Ihnen  
Ihr Manfred Moschner*

Seite / Page



02-05

ACS. Die Analyse.  
M&A-Markt 2013 in  
Österreich. / M&A-Market  
2013 in Austria.



06+07

Guest Comment.  
On Global Affairs.



08-11

ACS. Insights On The Crisis.  
The Race Is On.



12+13

Gastkommentar.  
Jürg Kohler, Schweiz.



14

ACS. Sponsoring.  
Musik hoch DREI.



15

ACS. Sponsoring.  
MO-Vernissage.



16

**Endlich Sommer!**  
**Summer Feeling ....**





DDr. Manfred Moschner  
Geschäftsführender Gesellschafter

## The most interesting details concerning the Austrian M&A-market 2013:

- An increase in number of transactions by 32,9 %,
- An increase in transaction volume by 21,3 %
- A increase in average transaction size in the mid- and small-size transaction segment,
- the highest number in M&A-transactions as a consequence of insolvency proceedings since start of this analysis series;
- at the same time, the lowest share in cross-border transactions since 20 years;
- transactions by "non-strategic buyers", i.e. by financial investors, have almost reached the level of the record year 2007.

## Der M&A-Markt 2013 in Österreich: Bereits das 26. Analyse-Jahr.

### Die interessantesten Details des österreichischen M&A-Marktes 2013:

- eine **Erhöhung der Zahl** der Transaktionen um **12,7 %**;
- eine **Erhöhung des M&A-Transaktionsvolumens** um **21,3 %**;
- eine **Erhöhung der durchschnittlichen Transaktionsgröße** im **mittleren und kleinen Segment**,
- die **höchste Zahl** an M&A-Transaktionen **aus einer Insolvenz** bzw. einer Sanierung seit Beginn des Beobachtungszeitraumes;
- gleichzeitig der **niedrigste Anteil an grenzüberschreitenden Transaktionen** seit 20 Jahren;
- Transaktionen mit „nicht-strategischen Käufern“, d.h. mit **Finanz-Investoren** befinden sich fast auf dem **Niveau des Rekordjahres 2007**.

„Österreich ist anders!“ Dieser Satz gilt dieses Jahr mehr als je zuvor: Während für den internationalen M&A-Markt nur geringfügige Zuwächse gemeldet werden, stieg die Zahl der Transaktionen in Österreich fast um ein Drittel, exakt um 32,9%.

Mit anderen Worten – auf die österreichischen Unternehmen ist Verlass: Während die Politik in Skandalen versinkt, nutzen sie ihre Chancen zur Stärkung ihrer Wettbewerbsfähigkeit und Re-Positionierung.

Besonders positiv sei vermerkt, dass die M&A-Aktivitäten sehr gleichmäßig verteilt sind. Das M&A-Transaktionsvolumen stieg um 21,3% und erreichte damit das dritt-höchste Niveau seit Beginn dieser Analyse-Serie.

Das durchschnittliche Transaktionsvolumen stieg auf das zweit-höchste Niveau.

Der niedrigste Anteil an grenzüberschreitenden Transaktionen seit 20 Jahren erklärt sich unter anderem daraus, dass gleichzeitig die höchste Zahl an M&A-Transaktionen aus einer Insolvenz heraus bzw. im Rahmen einer Sanierung beobachtet wurde. Umstrukturierungen quer durch alle Branchen führten zu einer stärkeren Konzentration vieler Unternehmen auf ihren Heimatmarkt.

Zahl an untersuchten M&A-Transaktionen:

**424**

Number of M&A-transactions in total:

Anteil „grenzüberschreitend“:

**245**

Cross-border share:

**(57,8 %)**

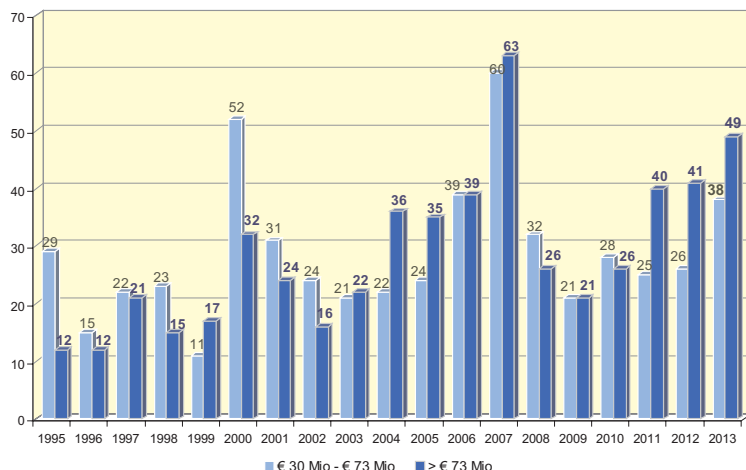
Verhältnis M&A Transaktionen  
Total - Grenzüberschreitend





## Transaktionsgrößen.

Transaktionen in zwei Größen-Ordnungen



Die Zahl an Großtransaktionen ist 2013 gestiegen – und zwar auf **49 Großtransaktionen** mit einem gesicherten Wert von mehr als € 73 Mio.

Während im Jahr 2007 in diese Kategorie noch neun „echte“ Jumbo-Transaktionen fielen – also mit einem Transaktionswert jenseits einer Milliarde Euro, fanden 2013 (wie 2012) **nur mehr zwei „echte“ Jumbo-Transaktionen** statt. Transaktionen mit einem Transaktionswert zwischen € 30 Mio. und € 73 Mio **stiegen** gegenüber dem Vorjahr **deutlich an**.

Der **Gesamt-Transaktionswert** des österreichischen M&A-Marktes ist auf **den dritthöchsten Stand der Geschichte** gestiegen: **um 21,3 % auf € 18,61 Mia.**

Bereinigt man den österreichischen M&A-Markt um Transaktionen jenseits der ehemaligen öS-Milliardengrenze, so ist die **durchschnittliche Transaktionsgröße** im Jahr 2013 **um 7,0 % auf 12,43 Mio. gestiegen**.

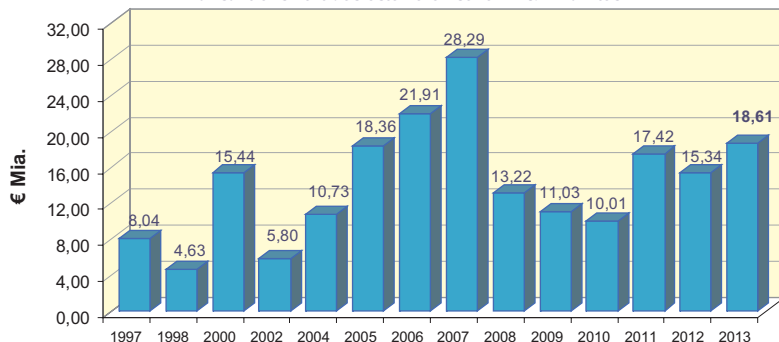
Die Zahl der – namhaften – M&A-Transaktionen **aus einer Insolvenz** heraus stieg im Jahr 2013 auf ein neues Rekordniveau: **83 Fälle** ergeben einen Anteil von **fast einem Fünftel** aller Transaktionen. Allein 17 davon steuerte die Alpine Bau Gruppe bei. Ergänzend verteilen sich die Transaktionen dieser Kategorie relativ gleichmäßig auf zahlreiche verschiedene Branchen.

*Schlussfolgerung:*

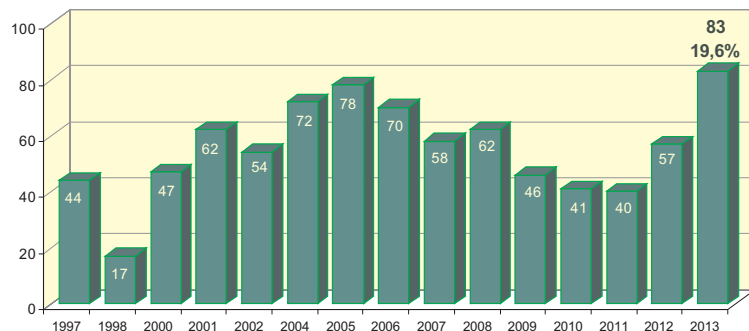
Die Krise ist in der Realwirtschaft angekommen. Dieses Umfeld bedingt daher eine Reihe von Verhaltensmustern, unter anderem das relative Sinken des Anteils an grenzüberschreitenden Transaktionen aufgrund erhöhter Vorsicht und des Bedarfs, die eigene Position in vertrautem Territorium abzusichern.

Die Zahl echter Fusionen im Sinne neubildender Verschmelzungen **stieg 2013 leicht auf 18 Transaktionen**, ohne typisches Branchen- noch spezifisches Größen-Muster & wieder der **Kategorie „defensive Merger“** zuordenbar.

Transaktionswert des österreichischen M&A Marktes



M&A Transaktionen im Gefolge einer Insolvenz



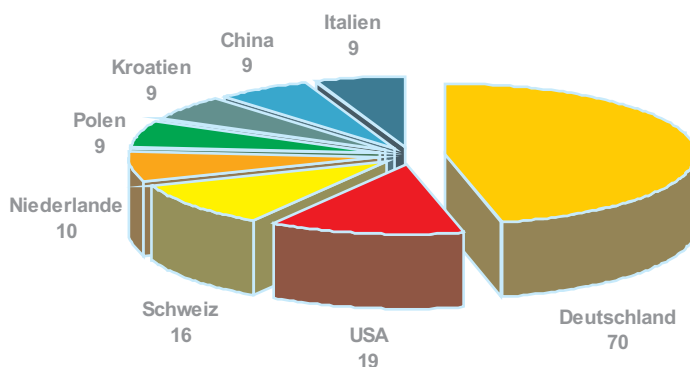
# ACS. M&A-Markt 2013 in Österreich.

## M&A grenzüberschreitend.

Newsletter June 2014

### M&A grenzüberschreitend.

Verteilung M&A Transaktionen / TOP 8



Die M&A-Aktivitäten mit Ausländern bzw. mit grenzüberschreitendem Konnex sind – relativ gesehen – auf dem **niedrigsten Stand seit 20 Jahren**. Die **absoluten Zahlen** sind aber nach wie vor **beeindruckend**: demnach befindet sich die internationale M&A-Aktivität Österreichs auf dem Niveau des Jahres 2004. Dem Internationalisierungsgrad der österreichischen Wirtschaft kann weiterhin objektiv ein hervorragendes Zeugnis ausgestellt werden.

Wie in den letzten Jahren wird prinzipiell an **Bewährtem** festgehalten:

Daran ändert auch die Tatsache nichts, dass im Jahr 2013 **47 verschiedene Nationen** in Transaktionen mit Österreichbezug involviert waren – viele davon mit „exotischem“ Hintergrund, z.B. Madagaskar, Island, oder Vietnam.

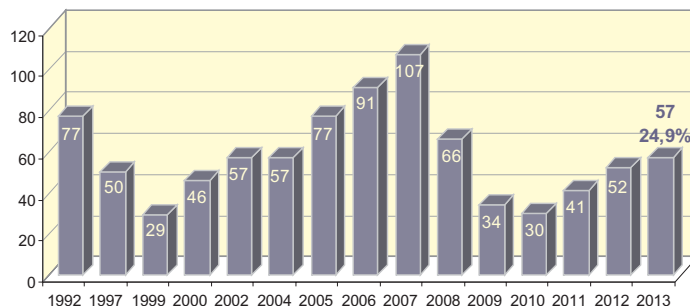
Die Spitzenplätze werden deutlich von den klassischen Handelspartnern dominiert.

**Deutschland** – als ewiger Spitzenreiter – mit **26,4 %**; allerdings ist dies der niedrigste Anteil seit 1996. Österreichische Käufer kamen in Deutschland mit 56% dieser Transaktions-Kategorie zum Zuge und überwiegen damit gegenüber deutschen Käufern in Österreich.

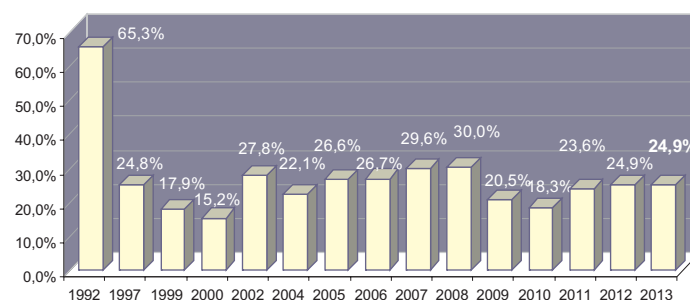
An den nächsten Stellen stehen traditionellerweise die **Vereinigten Staaten von Amerika** und die **Schweiz**.

Während im Jahr 2012 **Russland** in die Top-Transaktionsländer aufgestiegen ist – und sich auch 2013 darunter befindet, gesellte sich nun **China** neu dazu.

Transaktionen im CEE-Raum



Transaktionen im CEE-Raum im Verhältnis zu Gesamt-Transaktionen



### M&A-Transaktionen im CEE-Raum.

Die Zahl der Transaktionen in Ländern des CEE-Raumes ist in absoluten Ziffern auf **57 Transaktionen gestiegen**, der relative Anteil ist mit **24,9%** aller Transaktionen im Ausland exakt auf dem gleichen Niveau wie im Vorjahr. Dafür sind vor allem verantwortlich, wenngleich in umgekehrter Reihenfolge wie 2012:

- **Kroatien**
- **Polen**
- **Russland**

Das **erstarkende Selbstbewusstsein** osteuropäischer Unternehmen hat auch 2013 weiter angehalten: Exakt **ein Drittel** aller Akquisitionen dieser Kategorie entfallen auf Käufe von österreichischen Unternehmen.

Die jahrzehntelange Einbahnstraße in der Akquisitionspolitik ist endgültig beendet.



### Branchenverteilung. Zusammenfassung & Ausblick.

Die Detailanalyse der branchenweisen Aufgliederung ergibt eine Reihe interessanter Aufschlüsse:

1. Die **klassische Industrie** steigert ihre Akquisitionstätigkeit **leicht**, allerdings ausgehend vom historisch niedrigen Niveau des Jahres 2012.
2. **Ausnahme:** die Branche **Bau- und Baunebengewerbe!** Für das starke Ausschlagen vom historischen Tiefstand im Jahr 2012 zu einer der aktivsten Branchen des Jahres 2013 sind aber zu zwei Drittel der Konkurs der Alpine Bau und die damit einhergehenden Umstrukturierungen verantwortlich.
3. In einigen bisher eher mäßig aktiven Branchen ist eine spürbare Zunahme zu verzeichnen. Dazu zählen zum Beispiel die **Mineralölindustrie**, die **Chemie- und Pharma-Industrie** sowie der Bereich der **Entsorgung & Umwelttechnik**.
4. Weitere Zunahmen sind im Bereich **Lebensmittel-erzeugung und -verarbeitung** zu vermelden, sowie in dem im Vorjahr erstmals sehr aktiven Sektor **Transport & Verkehr**.

2013 bringt einen **eindeutigen „Jahressieger“** hervor: die **Immobilien-gesellschaften**. Da passt es gut ins Bild, dass sich in diesem Jahr auch eine weitere sehr Immobilien-lastige Branche unter den Top-Branchen wiederfindet: das **Hotelgewerbe**.

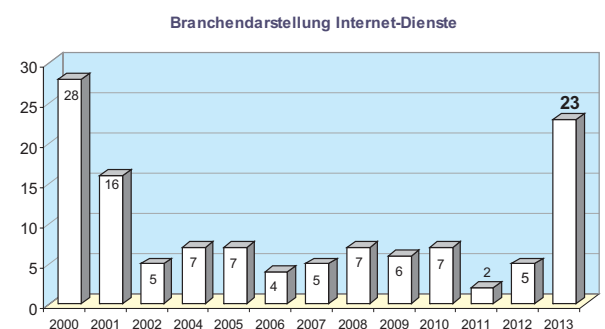
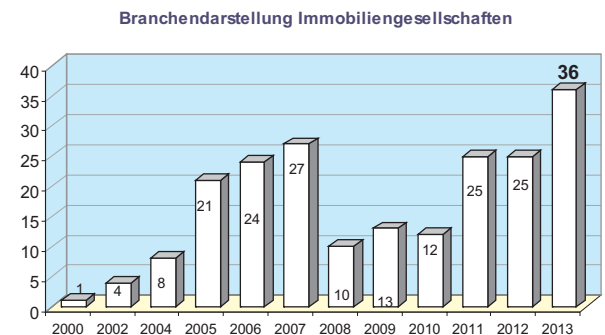
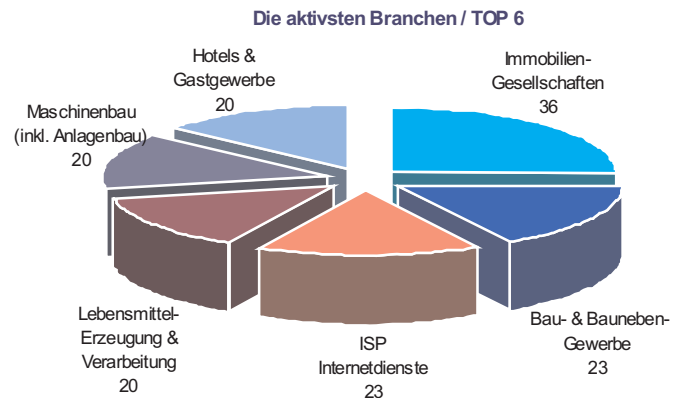
Im Lichte dieser Erkenntnis überrascht die Branche mit der zweithöchsten Zahl an Transaktionen umso mehr: der Sektor **Internet-Dienste** ist nach seinem Rekordhoch in Jahr 2000 aus seinem langen Dornröschenschlaf erwacht und gibt mit **23 Transaktionen** ein kräftiges Lebenszeichen von sich.

### Zusammenfassung & Ausblick:

Der positive Trend des zweiten Halbjahres 2012 verstärkte sich 2013 und bescherte dem österreichischen M&A-Markt das zweit-erfolgreichste Jahr in der Geschichte. Eine positive Entwicklung ist zwar weltweit zu beobachten.

**Die Überraschung im Vergleich zur internationalen Szene:** Der österreichische M&A-Markt ist 2013 deutlich **stärker gewachsen**. Ganz „still und leise“, ohne großes Geschrei und ohne Nebengeräusche, wurden Wettbewerbschancen genutzt und Marktpositionen ausgebaut. Ein schöneres Kompliment kann man den österreichischen Unternehmen gar nicht machen.

Das zweite Halbjahr 2013 setzte diesen Trend fort: Es übertraf das dynamische zweite Vergleichs-Halbjahr 2012 und lässt somit auf eine **Fortsetzung dieser Erfolgsgeschichte hoffen** – sofern nicht exogene Faktoren, wie die Krim-Krise, zu Rückschlägen führen.



Haben Sie Interesse an der im MAI 2014 im Österreichischen BankArchiv erschienenen Gesamtstudie? Gerne stellen wir Ihnen diese zur Verfügung, bitte um kurze Nachricht an: [news@acsvienna.com](mailto:news@acsvienna.com)





## Guest Comment. On Global Affairs.

*Newsletter June 2014*

### MidasMoments in May 2014. Cracking the Value Creation Code. \*)

Travelling in China, this got me thinking about a **fundamental difference between Chinese and American business ownership**. It seems to me that **Chinese owners are determined to build more valuable companies**, mainly to **support future generations**. Conversely, most American owners either aren't creating any value or are rushing to the exits if they have created enough value.

#### **Here's what I learned from our years mentoring in America:**

- ▶ The vast majority (95%+) of owners, managers and professional service providers have no conceptual framework in which to deal effectively with the changing global marketplace, especially as it relates to value creation. Our institutions (schools and executive education) have totally failed to prepare us for this fight.
- ▶ Only a small amount (2-3%) of the owners, managers and professional service providers are willing to learn new frameworks and/or change their behavior significantly enough to create substantial entity value. In fact, since the business models and strategies required to create extreme value creation are so different from what the vast majority of the managers have been doing, this same group will do all in their power to prevent value creation.
- ▶ Therefore, well over 80% of middle market company owners are not increasing the market value of their companies, which means that about 40% of US GDP is dead in the water. Little wonder that this same group of historic job creators is not creating new, especially high paying, jobs. That mentoring entire companies does not lend itself to exponential value creation; rather, it yields incremental value creation (10% value increases rather than 1,000% increases). This is because the mentoring team spends most of its time trying to undo past sins. There simply isn't much time to reconceptualize the entire company.

- ▶ That instead of fighting through the baggage of the status quo within a company, exponential value creation can be created via project (based on a niche) mentoring. It's easier and exponentially more effective to Mid-a-size a project and then grow it into a new division, as opposed to getting everyone in the core business to change old (non-value creating) habits.

It is this last point that qualifies as something of a breakthrough. Every company has at least one project (or can develop one) that could be a big hitter if only the proper amount of attention and resources is dedicated to growing it. Alas, owners are so busy NOT creating value that they don't have time to create any... so these projects go unattended (or not discovered in the first place). Since these projects leverage the core business' strengths, they are not start-ups. It's more correct to say that such projects represent niches that further leverage the company's intellectual capital.

Now let's consider the Midas path. Midas ignores the one-off sales and instead focuses on what business the company is really engaged in. The owners usually will say it's in the financial services business, for example; whereas, we say it's in the business of creating financial solutions. With this insight in mind, we'll identify a project (if none already exists) that provides a branded mash-up of existing products and services, and then dominate several niches with this new packaged value proposition.

The bottom line here: PrivateCo, like all of us, needs to start implementing branded mashups that solve niche riddles.

\*) For providing these two articles, many thanks to:  
**Rob Slee, USA.**





## MidasMoments in December 2013. ... Our Coming Divorce from China. \*)

*I think **2014 will be the year that China divorces the US.** We've been begging for a divorce for quite some time. Between starting currency wars and then using QE as a club – rather than change our profligate ways – the **Chinese really have no choice but to leave the marriage.***

*Most Americans have never spent time in China, so they rely on our mass media's assessment of life there. Of course, that is a big mistake, because the mainstream media is selling a political position, rather than reporting the real situation on the ground in China.*

*I recently got back from China and I heard and saw a country that agrees on one important topic; namely, that it's time for China to stop buying US bonds. Headlines proclaimed it. Citizens openly agreed to it. It seems to me that everyone in China believes US debt is a bad risk/return bet. Chinese economists have studied the matter and say a portfolio of high grade corporate bonds is a better investment for China's trillions.*

*I'd bet that most Americans don't know that the Fed buys 70% of US debt each month (QE). Why so much? Because no one on earth will finance the entire US lifestyle deficit at such low interest rates, so the Fed buys and essentially warehouses the paper.*

*First of all, why does the world allow one part of the US Government (please, the Fed is as much a part of the US Government as the DoD) to buy \$85 billion in US debt each month at artificially low rates? Second, did Madoff conceive of this scheme?*

*More importantly, what happens when the Fed has to buy 90-100% of US debt? This sounds like anti-tapering to me. The Chinese are signaling that in 2014 we'll be on our own. And that's when the bond market should finally accept that the emperor has no clothes.*

*There are many other indications that China has already separated from us.*

*China has pushed forward with massive physical gold purchases despite all arguments by skeptics that gold is no longer necessary or prudent as a safe haven investment. China is on pace to become the largest holder of gold in the world as early as 2014. What would happen if China pegged the Yuan to gold at some point?*

*China has now issued Yuan-denominated bonds and other assets around the globe, and its central bank has expanded its total balance sheet to at least \$24 trillion, exceeding the reported increased balance sheets of all other central banks.*

*By the way, China is not desperately attempting to prop up its own markets (like we are in the US). China is deliberately generating massive liquidity because, as I wrote last year, this supports its longtime plan to replace the greenback as the world reserve currency.*

*Next, China, as the largest importer of petroleum (surpassing the US), is now planning to price its crude oil futures in Yuan, instead of the dollar.*

*Finally, the Chinese central bank has announced that it now plans to stop all purchases of US dollars for its reserves.*

*These decisions are part of a well-defined strategy that was signaled at the recent Third Plenum meeting in Beijing. As part of the plan, the Chinese government plans to establish Chinese consumption over exports, and internationalize the Yuan. All that is left is for China to "float" the Yuan's value on the open market, which is an action the head of the PBOC, Zhou Xiaochuan, says he plans to expedite.*

*This coming economic divorce will be **especially painful for the US**, as China gets the assets, and we get to keep the debts.*

***But when has it ever ended well for a debtor-in-denial nation?***





## The Race Is On. Summary of A Howard MARKS Memo.

In a memo which he is particularly proud of, **The Race to the Bottom** from February 2007, Howard Marks of Oaktree Capital provided a timely warning about the capital market behavior that ultimately led to the mortgage meltdown of 2007 and the crisis of 2008. He frankly confessed that he wasn't aware and didn't explicitly predict that the unwise lending practices that were exemplified in sub-prime mortgages would lead to a global financial crisis of multi-generational proportions. But in essence, he did detect carelessness-induced behavior, and he considered it worrisome.

Howard strongly believes that

- (a) most of the key phenomena in the investment world are inherently cyclical,
- (b) these cycles repeat, reflecting consistent patterns of behavior, and
- (c) the results of that behavior are predictable.

Howard Marks (hereafter referred to as "HM"): "Of all the cycles I write about, I feel the capital market cycle is among the most volatile, prone to some of the greatest extremes. It is also one of the most impactful for investors.

**In short, sometimes the credit window is open to anyone in search of capital (meaning dumb deals get done), and sometimes it slams shut (meaning even deserving companies can't raise money)."**

This summary is about the cycle's first half: **the manic swing toward accommodativeness.**

### Competing to Provide Capital

When the economy is doing well and companies' profits are rising, people become increasingly comfortable making loans and investing in equity. As the environment becomes more salutary, lenders and investors enjoy gains. This makes them want to do more; gives them the capital to do it with; and makes them more aggressive. Since this happens to all of them at the same time, the competition to lend and invest becomes increasingly heated.

When investors and lenders want to make investments in **greater quantity**, it's also inescapable that they become willing to accept lower quality. They don't just provide more money on the same old terms; they also become willing – even eager – to do so **on weaker terms**. In fact, one way they strive to win the opportunity to **put money to work is by doing increasingly dangerous things**.

This behavior was the subject of *The Race to the Bottom*. In it I said to buy a painting in an auction, you have to be willing to pay the highest price. To buy a company, a share of stock or a building – or to make a loan – you also have to pay the highest price. And when the competition is heated, the bidding goes higher. This doesn't always – or exclusively – result in a higher explicit price; for example, bonds rarely come to market at prices above par. Instead, paying the highest price may take the form of accepting a higher valuation parameter (e.g., a higher price/earnings ratio for a stock or a higher multiple of EBITDA for a buyout) or accepting a lower return (e.g., a lower yield for a bond or a lower capitalization rate for an office building).

Further, rather than paying more for the asset purchased, there are other ways for an investor or lender to get less for his money. This can come through **tolerating a weaker deal structure or through an increase in risk**. It's primarily these latter elements – rather than securities merely getting pricier – with which this memo is concerned.

### History Rhymes

In the pre-crisis years, as described in the 2007 memo, the race to the bottom manifested itself in a number of ways:

- There was widespread acceptance of financial engineering techniques, some newly minted, such as derivatives creation, securitization, tranching and selling onward; and SPACs (Special Purpose Acquisition Companies, or blind-pool acquisition vehicles). Further, the development of derivatives, in particular, vastly increased the ease with which risk could be shouldered (often without a complete understanding) as well as the amount of risk that could be garnered per dollar of capital committed.
- While not a novel development, there was an enormous upsurge in buyouts. These included the biggest deals ever; higher enterprise values as a multiple of cash flow; and increased leverage ratios.
- There was widespread structural deterioration. Examples included covenant-lite loans carrying few or none of the protective terms prudent lenders look for.
- Finally, there was simply a willingness to increase a company's leverage without adding any productive assets that can help service the new debt.





## The Race Is On. Summary. 2

HM's 2007 memo included the following paragraph:

**Today's financial market conditions are easily summed up: There's a global glut of liquidity, minimal interest in traditional investments, little apparent concern about risk, and skimpy prospective returns everywhere. Thus, as the price for accessing returns that are potentially adequate (but lower than those promised in the past), investors are readily accepting significant risk in the form of heightened leverage, untested derivatives and weak deal structures. The current cycle isn't unusual in its form, only its extent.**

Now we're seeing another upswing in risky behavior. It began surprisingly soon after the crisis, spurred on by central bank policies that depressed the return on safe investments. It has gathered steam ever since, but not to anywhere near the same degree as in 2006-07.

- ▶ Wall Street has, thus far, been less creative in terms of financial engineering innovations.
- ▶ Likewise, derivatives are off the front page and seem to be created at a much slower pace.
- ▶ Buyout activity seems relatively subdued. Many smaller deals are taking place, however, including a large number of "flips" from one buyout fund to another, and leverage ratios have moved back up toward the highs of the last cycle.
- ▶ "Cov-lite" and PIK-toggel debt issuance is in full flower, as are triple-Cs, dividend recaps and stock buybacks.

It's highly informative to assess how the other characteristics of 2007 enumerated above compare with conditions today:

- ▶ global glut of liquidity,
- ▶ minimal interest in traditional,
- ▶ little apparent concern about risk,
- ▶ skimpy prospective returns everywhere.

As one amongst many examples from the media, a November 19, 2013 Bloomberg story included the following observation from a strategist: "The analysis at some point shifts from fundamentals to being purely based on the price action of the stock." **When people start to posit that fundamentals don't matter and momentum will carry the day, it's an omen we must heed.**

While the extent is nowhere as dramatic as in 2006-07 – and the psychology behind it isn't close to being as bullish or risk-blind – I certainly sense a **significant increase in the acceptance of risk. The bottom line is that when risk aversion declines and the pursuit of return gathers steam, issuers can do things in the capital markets that are impossible in more prudent times.**

### Why Is Risk Bearing on the Rise, and What Are the Implications?

Psychologically and attitudinally, I don't think the current capital market atmosphere bears much of a resemblance to that of 2006-07. Then I used words like "optimistic," "ebullient" and "risk-oblivious" to describe the players. Returns on risky assets were running high, and a number of factors were cited as having eliminated risk:

- ▶ The Fed was considered capable of restoring growth come what may.
- ▶ A global "wall of liquidity" was coming toward us, derived from China's and the oil producers' excess reserves; it could be counted on to keep asset prices aloft.
- ▶ The Wall Street miracles of securitization, tranching, selling onward and derivatives creation had "sliced and diced" risk so finely – and directed it where it could most readily be borne – that risk really didn't require much thought.

In short, in those days, most people couldn't imagine a way to lose money.

**I believe most strongly that the riskiest thing in the investment world is the belief that there's no risk.** When that kind of sentiment prevails, investors will engage in otherwise-risky behavior. By doing so, they make the world a risky place. And that's what happened in those pre-crisis years. When The New York Times asked a dozen people for articles about the cause of the crisis, I wrote one titled **"Too Much Trust; Too Little Worry."** Certainly a dearth of fear and a resulting high degree of risk taking accurately characterize the pre-crisis environment.

But that was then.

It's different today.





## The Race Is On. Summary. 3

Today, unlike 2006-07, uncertainty is everywhere:

- ▶ Will the rate of economic growth in the U.S. get back to its prior norm? Will unemployment fall to the old "structural" level?
- ▶ Can America's elected officials possibly reach agreement on long-term solutions to the problems of deficits and debt? Or will the national debt expand unchecked?
- ▶ Will Europe improve in terms of GDP growth, competitiveness and fiscal governance? Will its leaders be able to reconcile the various nations' opposing priorities?
- ▶ Can Abenomics transform Japan's economy from lethargy to dynamism? The policies appear on paper to be the right ones, but will they work?
- ▶ Can China transition from a highly stimulated economy based on easy money, an excess of fixed investment and an overactive non-bank financial system, without producing a hard landing that keeps it from reaching its economic goals?

Looking at the world more thematically, a lot of questions surround the ability to manage economies and regulate growth:

- ▶ Can low interest rates and high levels of money creation return economic growth rates to previous levels? (To date, the evidence is mixed.)
- ▶ Can inflation be returned to a salutary level somewhat above that of today? Right now, insufficient inflation is the subject of complaints almost everywhere. Can the desired inflation rate be reinstated without going beyond, to undesirable levels?
- ▶ Programs like Quantitative Easing are novel inventions. How much do we know about how to end them, and about what the effects of doing so will be? Will it prove possible to wind down the stimulus – the word du jour is "taper" – without jeopardizing today's unsteady, non-dynamic recoveries? Can the central banks back off from interest rate suppression, bond buying and easy money policies without causing interest rates to rise enough to choke off growth?
- ▶ How will governments reconcile the opposing goals of stimulating growth (lower taxes, increased spending) and reining in deficits (increased taxes, less spending)?

As to investments:

- ▶ When the Fed stops buying bonds, will interest rates rise a little or a lot? Does that mean bonds are unattractive?
- ▶ Are U.S. stocks still attractive after having risen strongly over the last 18 months?
- ▶ Ditto for real estate following its post-crash recovery?
- ▶ Can private equity funds buy companies at attractive prices in an environment where few owners are motivated to sell?

Most people are aware of these uncertainties. Unlike the smugness, complacency and obliviousness of the pre-crisis years, today few people are as confident as they used to be about their ability to predict the future, or as certain that it will be rosy. **Nevertheless, many investors are accepting (or maybe pursuing) increased risk.**

**The reason, of course, is that they feel they have to.** The actions of the central banks to lower interest rates to stimulate economies have made this a low-return world. This has caused investors to move out on the risk curve in pursuit of the returns they want or need. Investors who used to get 6% from Treasuries have turned to high yield bonds for such a return, and so forth.

Movement up the risk curve brings cash inflows to riskier markets. Those cash inflows increase demand, cause prices to rise, enhance short-term returns, and contribute to the pro-risk behavior described above. **Through this process, the race to the bottom is renewed.**

**In short, when investors take on added risks – whether because of increased optimism or because they're coerced to do so (as now) – they often forget to apply the caution they should. That's bad for them. But if we're not cognizant of the implications, it can also be bad for the rest of us.**

Where does investment risk come from? Not, in my view, primarily from companies, securities – pieces of paper – or institutions such as exchanges. No, in my view the **greatest risk comes from prices that are too high relative to fundamentals.** And how do prices get too high? Mainly because the actions of market participants take them there.





## The Race Is On. Summary. 4

Among the many pendulums that swing in the investments world – such as between fear and greed, between depression and euphoria – one of the most important is the **swing between risk aversion and risk tolerance**.

**Risk aversion is the essential element in sane markets.**

People are supposed to prefer safety over uncertainty, all other things being equal. When investors are sufficiently risk averse, they'll

- (a) approach risky investments with caution and skepticism,
- (b) perform thorough due diligence, incorporating conservative assumptions, and
- (c) demand healthy incremental return as compensation for accepting incremental risk.

This sort of behavior makes the market a relatively safe place.

But when investors drop their risk aversion and become risk-tolerant instead, they turn bold and trusting, fail to do as much due diligence, base their analysis on aggressive assumptions, and forget to demand adequate risk premiums as a reward for bearing increased risk. **The result is a more dangerous world where asset prices are higher, prospective returns are lower, risk is elevated, the quality and safety of new issues deteriorates, and the premium for bearing risk is insufficient.**

It's one of my first principles that we never know where we're going – given the unreliability of macro forecasting – but we ought to know where we are.

**"Where we are"** means what the temperature of the market is: Are investors risk-averse or risk-tolerant? Are they behaving cautiously or aggressively? And thus is the market a safe place or a risky one?

**Certainly risk tolerance has been increasing of late;** high returns on risky assets have encouraged more of the same; and the markets are becoming more heated. The bottom line varies from sector to sector, but I have no doubt that markets are riskier than at any other time since the depths of the crisis in late 2008 (for credit) or early 2009 (for equities), and they are becoming more so.

A rise in risk tolerance is something that should get your attention and focus your concentration. But for it to be highly worrisome, it has to be accompanied by extended valuations. I don't think we're there yet. I think most asset classes are priced fully – in many cases on the high side of fair – but not at bubble-type highs. Of course the exception is bonds in general, which the central banks are supporting at yields near all-time lows, meaning prices near all-time highs. But I don't find them scary (unless their duration is long), since – if the issuers prove to be money-good – they'll eventually pay off at par, erasing the interim mark-downs that will come when interest rates rise.

HM ends his memo with his favorite "Buffettism":

- ... the less the prudence with which others conduct their affairs, the greater the prudence with which we should conduct our own affairs.

You just can't put it any better. When others are acting imprudently, making the world a riskier place, our caution level should rise in response. (It's equally true that when others become overly cautious and run from risk, assets get so cheap that we should turn aggressive.)

The trend is in the direction of increased risk, and there is no reason to think that trend will be arrested anytime soon. Risk is likely to reach extreme levels someday – it always does, eventually – and great caution will be called for.

Howard Mark's conclusion from the original 2007 "The Race to the Bottom" is still valid:

- ... there's a race to the bottom going on, reflecting a widespread reduction in the level of prudence on the part of investors and capital providers. No one can prove at this point that those who participate will be punished, or that their long-run performance won't exceed that of the naysayers. But that is the usual pattern.

November 26, 2013





ACS proudly presents.  
Gastkommentar.

Newsletter June 2014

## JÜRIG KOHLER, SE Swiss Equities AG, Zürich. "Kleine Gedanken" – brandaktuell im Juni 2014.

Wenn Geldbesitz kostet, ist der „Point of no Return“ nicht mehr weit. So geschehen heute.

Wir leben im wilden Westen, und es ist Zeit, die Flügeltüren zum Saloon weit zu öffnen und sich einen richtig guten Drink zu genehmigen. Der von mir verehrte Musiker Billy Joel macht seit Jahren nur noch Instrumentale Musik, keine Texte mehr. Mit der Begründung, er habe bereits alles gesagt. So geht es mir heute an diesem historischen Tag, an dem die EZB ihre Macht- und Konzeptlosigkeit mit der Einführung von Negativzinsen beweist. Deflation und Rezession werden die Geister, die nicht mehr zu verjagen sind.

Flüchten wir uns in die prognostiziert schönen Pfingsttage und zimmern uns das Boot, das uns vor der Flut retten wird.

### Modellwechsel voraus!

Es gab mal eine Zeit, in der Wohlstand geschaffen wurde. Bücher berichten darüber, Großmütter und Väter kennen die Geschichten dazu. Es war nicht die Zeit des Überflusses, sondern der Arbeit und des Sparens. Anschaffungen konnten meist nur über Abzahlungskredite getätigt werden, doch diese Rückzahlungen wurden geleistet und Kreditnehmen war lediglich eine Notlösung. Über die Jahre ging es den Familien besser. Nie habe ich meine Eltern über die Arbeit klagen hören, nie hatte ich das Gefühl etwas Lebenswichtiges zu missen. Heute ist der Lebensstandard höher, aber haben sich die Lebensumstände im selben Rahmen verbessert?

Da lese ich doch, dass Menschen in Griechenland und Italien längere Stunden pro Jahr arbeiten als die Arbeitsbienen in der Schweiz. Das nur, weil viele Zweit- und Drittjobs haben, da das Einkommen sonst zum Leben kaum ausreicht. Die Länder selbst sind hochverschuldet, ohne Aussicht auf Rückzahlung, und die Durchschnittsbürger können sich lediglich mittels Zusatzeinkommen über Wasser halten. Ist das die verbesserte Lebensqualität, die wir uns erhoffen?

Das Leben, aufgebaut auf Schulden? Gemäß einer Studie der BIZ wurden seit Krisenbeginn 2008 30 Billionen USD neu ausgegeben. **Das sind 30 Millionen Millionen! Rückzahlbar?**

### Wie lange schauen wir noch zu?

**„Die EZB warnt im Finanzstabilitätsbericht vor einer „scharfen und ungeordneten Rückabwicklung von jüngsten Investitionsflüssen.“  
26. Mai 2014“**

Langsam aber stetig tröpfeln die Hiobsbotschaften in den Markt. Doch was macht der Markt damit? (wenn es „den Markt“ überhaupt gibt). Der schön geredete Aufschwung in den USA findet nicht statt, die Europawahl wurde insbesondere für Frankreich (zweitgrößte Volkswirtschaft Europas) zum Desaster, wie überhaupt über Frankreich das Damoklesschwert des Niedergangs schwebt. Das zentralistische System Paris ist keine Perspektive für die Zukunft, die Banken sind marode und in der Verzweiflung der Europawahlen wurde den tiefen Einkommen eine Steuererleichterung versprochen, die mit den reichen „Steueründern“ finanziert werden soll. Die Welt brennt an vielen Ecken, die Wirtschaft stockt, und die Börsen jagen Rekorde. Weiter werden Milliarden fehlgeleitet, um ein mafiöses Finanzsystem zu retten, das nicht zu retten ist.



Statt Gelder direkt in produktive Vorhaben und Unternehmen zu investieren, wird die Finanzoligarchie mit Bürgergeld über Wasser gehalten. Von Firmen wird erwartet, dass sie einen Grossteil der Investitionen über das Eigenkapital finanzieren, viele Kleinunternehmer haften auch mit dem persönlichen Vermögen. Doch für Banken gilt auch nach dem Beginn der größten Krise seit Jahrzehnten ein Pölscherchen für das „Kernkapital“ (was immer das ist). Das ist der Sozialismus für Banken und Finanzdienstleister!

Alles was mal über Unternehmertum gelernt wurde, gilt heute nicht mehr.





## JÜRГ KOHLER, Zürich. "Kleine Gedanken" im Juni 2014.

Seite 2.

Oh ja, der Jubel könnte nicht größer sein.

Fallende Preise sind in einer gesunden Volkswirtschaft ein Zeichen von verbesserter Produktivität, einem funktionierenden Konsumverhalten und belohnt die Sparer für ihren verantwortungsvollen Umgang mit Kapital. So zumindest in der Theorie des gedeckten Geldes.

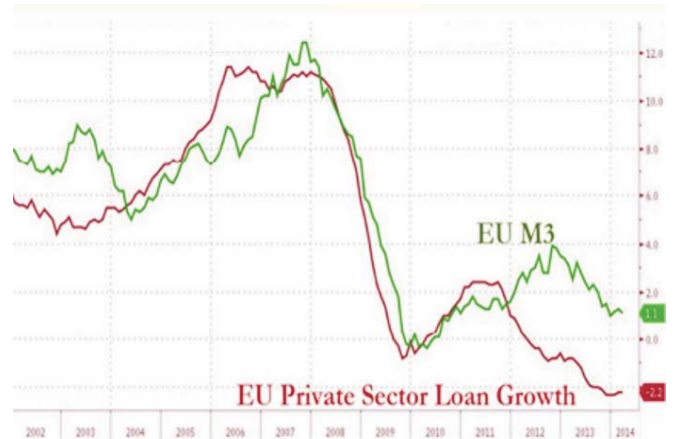
Das Gegenteil ist heute der Fall.

**Die deflationäre Entwicklung ist des Schuldners Tod.** 23 von 28 Staaten der EU weisen seit Monaten fallende Preise aus. Die größten Gläubiger der verschuldeten Eurostaaten sind die Banken. So haben z.B. Spaniens Banken knapp 400 Milliarden EUR an Staatspapieren in den Büchern, Italien über 560 Milliarden. Beide mehr als doppelt so viel wie vor der Krise. QE hat in Europa noch nicht stattgefunden, somit befindet sich der Grossteil der Staatsanleihen in den Bilanzen der Banken zu unrealistischen Preisen (oder glaubt jemand, dass die Renditen Markt sind?). Ob die EZB ein Paket im Juni ankündigen wird, ist letztendlich gar nicht wichtig.

Jedenfalls könnte der **Bankenstresstest** im Herbst ein Erdbeben auslösen. So musste die Deutsche Bank zu Discountpreisen eine Kapitalerhöhung durchführen, die aber nicht mal den Ansatz einer Deckung der ausstehenden Risiken darstellt, wie die folgenden Zahlen illustrieren. Das Deutsche BIP beträgt 2.74 Billionen EUR, die gesamte Eurozone 9.60 Billionen und die ausstehenden Derivate bei der DB summieren sich bei 54,70 Billionen EUR.

Doch auch die anderen europäischen Banken fahren unglaubliche Leverages. Nicht nur sind die Risiken noch in den Bilanzen, auch **ist nicht der Hauch eines Aufschwungs irgendwo tatsächlich festzustellen, der hilft endlich Gewinne wieder zu erarbeiten, statt sie zu drucken.**

Die Presse sieht das anders und tischt dem beeindruckten Leser immer wieder mal Wachstumsmärchen auf. Wachstum ist nicht nur mit Eigenkapital zu finanzieren, es braucht auch Fremdkapital. Doch woher soll es kommen?



Sieben Jahre ist es her seit dem Beginn der Finanzkrise. Ein **düsteres Zwischenresultat** zeichnet sich ab. Kein Wachstum trotz tiefer Zinsen (zur Erinnerung; 2 negative Quartale bedeuten Rezession. Das erste Quartal war in den USA negativ und das zweite wird kaum besser), kein Rezept gegen die Arbeitslosigkeit, Sparprogramme, die kaum Wirkung zeigen und eine weiter wachsende Verschuldung. Vermögenszuwachs wird von den Anlegern kaum mehr erwartet, und wenn, dann noch immer unter der Annahme, dass die allgegenwärtigen Risiken sich nicht materialisieren. Die EZB gibt dem Kapital weiterhin Geleitschutz auf dem Weg an Orte, wo es gar nicht hin will.

### Small & Mid-Caps.

In Europa müssen die KMU in der gekauften Ruhe etwas hinten anstehen. Die Musik wird von den M&A Komponisten geschrieben, was weitere Megadeals produzieren wird. Doch aufgepasst, die Checkbücher sind auch für Übernahmen von KMU offen. Liquidität und Phantasie wird die Börse treiben, nicht die Wirtschaft.

*„Anderssein ist keine Frage des Charakters,  
Anderssein ist eine Frage der Ausdauer!“*

Liselotte Trutnau



## 24. Internationale SOMMERAKADEMIE der mdw – Universität für Musik und darstellende Kunst Wien. ZEITENWENDEN.



### „ZEITENWENDEN“

Unter dem Jahresthema "Zeitenwenden/Times of Change" wird sich die isa14 mit den wesentlichen historischen Wendepunkten wie 1914, 1814 und 1989 beschäftigen. Welthistorisch bedeutende Jahre wie diese haben nicht nur politische, gesellschaftliche und ökonomische, sondern selbstverständlich auch kulturelle Auswirkungen. Mit Musik dieser und anderer Wendezeiten, aber auch mit entsprechendem Raum für spartenübergreifende und wissenschaftliche Reflexion (im Rahmen von isaScience) stellt die isa14 wichtige Fragen auch über unsere heutige Situation. ....

Ich möchte mich bei allen UnterstützerInnen, Förderern und beteiligten KünstlerInnen der isa herzlich bedanken, freue mich auf Sie, unser begeistertes Publikum, und auf eine spannende isa14!

Details auf: [www.mdw.ac.at/isa](http://www.mdw.ac.at/isa)

Johannes Meissl  
Künstlerischer Leiter

ACS ist seit vielen Jahren "treuer" Sponsor dieses Musikfestivals zur Unterstützung junger Talente. Am **Freitag, den 22. August 2014** wird die **Preisträger-Präsentation** mit absoluten Spitzendarbietungen im **Radiokulturhaus** Wien stattfinden. Die Einladung an ACS-Kunden und Partner erfolgt Ende Juli – bitte schon jetzt den Termin vormerken. Höchstes Musiker-Niveau garantiert!

## VIII. Internationaler FRITZ KREISLER Wettbewerb für VIOLINE.



Wien gilt noch als Welthauptstadt der Musik und das Musikland Österreich als DER Start für internationale junge Musiker-Karrieren. **Einer der besonderen Wettbewerbe für Violin-Virtuosen** ist eine private Initiative, die von der **Fritz Kreisler-Gesellschaft** mit Univ.Prof. Dr.h.c. Michael Frischenschlager initiiert und bereits mehrfach organisiert wurde.

Der international höchst anerkannte Wettbewerb – eine Art „Geiger-Olympiade“ – findet alle vier Jahre in Wien statt, diesmal von **09. – 18. September 2014 im Wiener Konzerthaus**. Da die Mittel seitens Stadt Wien bzw. Bund für derartige Aktivitäten immer sparsamer vergeben werden, kann dieser hochkarätige Wettbewerb nur mit der Unterstützung von Sponsoren und Förderern organisiert werden, über den Verkauf von Konzertkarten – und auch die **Übernahme einer Patenschaft für eine/n Wettbewerbsteilnehmer/in**.

**Bei Interesse an einer Patenschaft –> bitte um Kontaktaufnahme!**

Details auf: [www.fritzkreisler.com](http://www.fritzkreisler.com)



## CZIFFRA–STIFTUNG in Österreich. "Festival der Klänge" & Cziffra-Jubiläums-Jahr.

Die zweite musikalische ACS-Tradition:

Junge virtuose PianistInnen bzw. MusikerInnen treten im Herbst 2014 wieder im Rahmen des **"Festivals der Klänge"** der Georges Cziffra-Stiftung Österreich (27. 09. – 01.11.2014) in der Johannes Nepomuk-Kapelle in Wien auf – zudem gibt es ein ganz besonderes **Festkonzert anlässlich des 20. Todesjahres von Georges Cziffra** im Collegium Hungaricum.

Details auf: [www.cziffrastiftung.at](http://www.cziffrastiftung.at)



## EIN-Druck • AB-Druck • AUS-Druck. Architektur in Malerei umgesetzt.

Das Hobby als Leidenschaft:

Zur ungewöhnlichen Jahreszeit für ACS präsentierte **Mag. Sigrid "MO" Moschner** eine besondere Auswahl an Werke in den ACS-Räumlichkeiten.

### MO-Science.

"Superteilchen", "Galaxien-Wirbel", "P-Branen-Schnittstelle" und "Schwarze Löcher" finden sich auf Leinwand ...

... ebenso wie:

### EIN-Druck • AB-Druck • AUS-Druck.

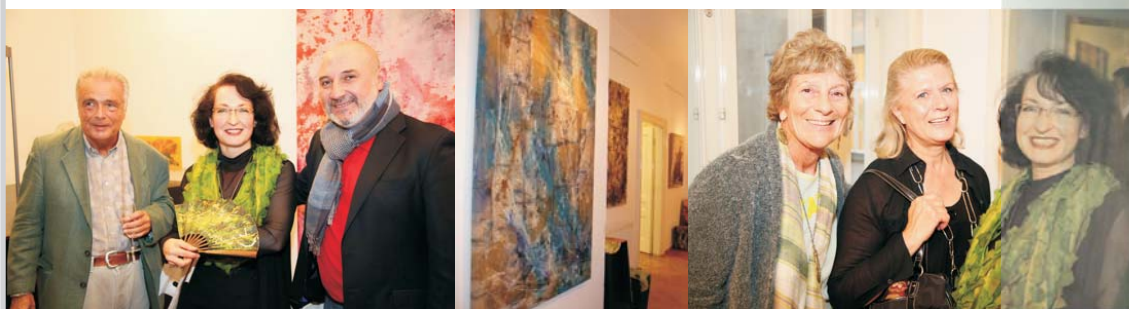
Architektur in einer ganz speziellen Technik "durchgearbeitet" = abgebildet auf Leinwand! Die Arbeiten entstanden in den letzten Jahren in San Sebastiano da Po, Piemont, Italien in einem herrlichen Schloss mit Orangerie und Park.

*Das Spannende an dieser Arbeit (bzw. an den entstandenen Werken) ist die Transformation des Bodens, des Steines in Darstellung und Farbe auf die/der Leinwand. Die Haptik während der Arbeit bzw. dann auf den Arbeiten transformiert die Architektur in den Eindruck zur Zeit des Entstehens und in Respekt vor diesem herrlichen Ort.*

Der Einladung sind Kunden, Partner und Freunde gefolgt: von Australien über Bratislava bis hin zu Sofia/Bulgarien; Gäste aus Traun, Linz und Schladming nicht zu vergessen!

Die Arbeiten sind noch bis Ende Juli 2014 bei ACS ausgestellt und gerne zu besichtigen. Bitte um Terminvereinbarung.

**Bitte vormerken: [www.mo-art.at](http://www.mo-art.at)** (relaunch coming soon!)



Fotos: MO; Franz Morgenbesser, VIPinART, Wien

**Das nächste MO-Highlight findet im Oktober 2014 statt:**

**MO-Portraits & MO-Bodies & vieles mehr werden im Rahmen der Parallelaktion im Kunstraum der Ringstrassen Galerien gezeigt.**

**Bereits jetzt vormerken: Eröffnung am 1. Oktober 2014** (Einladung wird zeitgerecht versandt)





*Das ACS-Team wünscht einen schönen Sommer,  
erholbare Ferientage und weiterhin viel Erfolg!*