

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Nummer 2, 2. Juni 2012

Die Kapitalmärkte sind in dem vergangenen Monat wieder von heftigen Turbulenzen durchgeschüttelt worden, die zittrigen Hände dominieren erneut den Wertpapierhandel. Einen Schwerpunkt in dieser Ausgabe stellen deshalb die aktuellen Ereignisse in der Eurozone dar, wobei der Blick über das Tagesgeschehen hinaus geht und die längerfristigen Anlageperspektiven im Vordergrund stehen.

Im Editorial „**Klartext: Wer kauft jetzt noch Euro-Aktien?**“ werden Parallelen von der Eurokrise zu den Krisen in Asien und Südamerika gezogen und hinterfragt, warum erfolgreiche Investoren jetzt anfangen, sich besonders für bestimmte Euro-Aktien zu interessieren.

In der **Unternehmensanalyse** wird das schwedische Finanzinstitut **Handelsbanken** vorgestellt, das eine sehr defensive Geschäftspolitik verfolgt und sich damit weitgehend von den Problemen des übrigen Finanzsektors absetzen konnte. Aktien und Anleihen dieser Bank sind daher trotz einer im Branchenvergleich relativ hohen Bewertung interessant.

Als **Spezialthema** wird in dieser Ausgabe gefragt: „**Kann die Apple-Story weitergehen?**“ Die Faktoren hinter dem Unternehmenserfolg von Apple werden untersucht. Weiterhin wird analysiert, inwieweit Ähnlichkeiten oder Unterschiede mit den vergangenen Erfolgsgeschichten anderer Technologiefirmen bestehen. Es wird gezeigt, dass Apple zumindest mittelfristig noch weitere Wachstumsmöglichkeiten hat. Risiken bestehen vor allem in Hinblick auf das Management und die Glaubwürdigkeit der Marke.

„**Ist der Euro noch zu retten?**“ lautet die Fragestellung der **volkswirtschaftlichen Analyse**. Die ökonomische Situation in den einzelnen Krisenländern der Eurozone und die Ursachen ihrer Probleme werden dargestellt. Zudem wird die Glaubwürdigkeit der einzelnen Regierungen und ihrer Krisenpolitiken hinterfragt. Hierbei hat sich Spanien als gegenwärtiger Hauptproblemfall herauskristallisiert, weil die aktuelle Politik die anstehenden Aufgaben nur unzulänglich angeht und das Land in besonderem Maße von Kapitalimporten abhängig ist. Bei Griechenland hingegen ist unklar, ob die Kosten eines Verbleibens des Landes in der Eurozone nicht im Endeffekt größer sind als die Belastungen durch einen Ausstieg.

Im Mittelpunkt der Rubrik **Investmentfonds für Langfristanleger** steht dieses mal der **Robeco High Yield Bonds EH EUR**. Dieser Fonds wird als Beispiel für ein risikokontrolliertes und kostengünstiges Investment in dem Bereich von hochverzinslichen Unternehmensanleihen vorgestellt.

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

## Klartext: Wer kauft jetzt noch Euro-Aktien?

Liebe Langfristanleger,

1982 lag Mexiko am Boden. Sinkende Ölpreise, hohe Zinsen, eine immer schlimmer werdende Inflation, Kapitalflucht und eine ausufernde Auslandsverschuldung führten dazu, dass die Regierung ihre Zinszahlungen einstellte – und damit quasi den Staatsbankrott erklärte – sowie das Bankensystem verstaatlichte. 5 Krisenjahre fast ohne Wachstum, dafür aber mit hoher Inflation folgten.

1982 fing Carlos Slim an, Beteiligungen an den führenden mexikanischen Unternehmen zu erwerben. Mit relativ kleinem Kapitaleinsatz konnte er größere Anteile in verschiedenen Industrien zusammenkaufen. 2002 nutzte er politische Ängste in Brasilien, um sich zu Spottpreisen in die dortige Telekomindustrie einzukaufen.



### *Inhalt:*

*Seite 4: Unternehmensanalyse:  
Handelsbanken*

*Seite 10: Kann die Apple-Story  
weitergehen?*

*Seite 15: Ist der Euro noch zu  
retten?*

*Seite 20: Investmentfonds für  
Langfristanleger: Robeco High  
Yield Bonds EH EUR*

*Seite 21: Impressum, Anhang*

*Seite 24: Disclaimer*

Heute ist Carlos Slim der reichste Mann der Welt und seine América Móvil der größte globale Telekomkonzern. Vor einigen Tagen hat Carlos Slim angefangen, in Europa in größerem Stil Aktien zu kaufen, genauer gesagt, ein Angebot gemacht, die Beteiligung von 4,8% am niederländischen Telekomkonzern KPN auf 27,7 % aufzustocken.

Jede Krise ist ein Selbstreinigungsprozess des Kapitalismus und eine Chance für mutige Unternehmer. Je dramatischer eine Krise verläuft, umso stärker sind die Strukturänderungen, die durch sie ausgelöst werden. Dies ist die Lektion der Krisen in Lateinamerika und Asien. Die Verlierer einer Krise sind oftmals hinterher die Gewinner, wenn sie die richtigen Konsequenzen ziehen, wie die Entwicklung in früheren Krisenstaaten wie Mexiko, Brasilien, Süd Korea oder Indonesien zeigt. Allerdings gibt es auch Verlierer, die Verlierer bleiben, wie z. B. Argentinien. Hier hat der nach dem Staatsbankrott 2002 einsetzende Aufschwung durch den Rohstoffboom die strukturellen Probleme nur überdeckt, aber

nicht gelöst. Heutzutage machen eine sich beschleunigende Inflation und anhaltende Kapitalflucht das südamerikanische Land zum nächsten Kandidaten für einen ökonomischen Absturz. Die anhaltenden wirtschaftlichen Schwierigkeiten Argentiniens sind eine Warnung an alle Länder, die glauben, trotz grundlegender Schwächen auf ernsthafte Reformen verzichten zu können.

Viele europäische Aktien – und das nicht nur in den Krisenländern – sind derzeit extrem niedrig bewertet. Einige werden es auch bleiben, weil ihre Unternehmensentwicklung eng mit den Strukturproblemen der Eurozone verbunden ist. Die meisten aber haben solide Geschäftsmodelle und werden die Krise nicht nur überleben, sondern haben in einem bereinigten Markt sogar verbesserte Expansionschancen.

# Mit ruhiger Hand

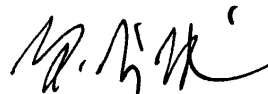
Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Carlos Slim hat in der Vergangenheit nicht immer nur gute Investments getätigt. Er hat aber – wie ein klassischer Value-Investor – finanzanalytisch sehr billige und sehr vernachlässigte Unternehmen identifiziert und in diese angelegt. Damit war er meistens sehr erfolgreich. Insbesondere politische Turbulenzen haben ihm die großen Kaufchancen eröffnet. Und er hat Geduld gehabt, viel Geduld. Denn die braucht man in Krisenzeiten.

Europas Politiker bemühen sich derzeit nach Kräften, durch das Abgeben widersprüchlicher Statements und die Blockade einer grundlegenden Krisenstrategie die Finanzmärkte weiter nervös zu machen. Besonders die aktuelle spanische Regierung hat ein spezielles Talent dafür entwickelt, durch eine Mischung aus realitätsverneinender Kommunikation und hektischem Aktionismus Panik bei Investoren zu erzeugen. Vielleicht schafft sie es auch noch, ein Stützungsprogramm des Euro-Rettungsschirms zu provozieren, um das Chaos dann komplett zu machen.

Insofern ist nicht ausgeschlossen, dass der Ausverkauf an Europas Börsen erst einmal weitergeht und fundamental sehr billige Aktien noch billiger werden. Carlos Slim und andere Investoren werden die Hand aufhalten und sich bedanken. Und vielleicht wird dann in einigen Jahren der reichste Mann (oder die reichste Frau) der Welt aus Europa kommen, weil er (oder sie) heutzutage angefangen hat, unterbewertete Unternehmensanteile zu kaufen.

Viel Freude beim Lesen und viel Erfolg  
bei der Kapitalanlage wünscht herzlichst Ihr



# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

## Unternehmens-Analyse: Handelsbanken

Von Karl-Heinz Thielmann

### Unternehmensbeschreibung

Handelsbanken wurde ursprünglich 1871 von einer Anzahl prominenter schwedischer Unternehmen und Geschäftsleute als "Stockholms Handelsbank" gegründet. Die Aktien wurden 1873 erstmals an der Stockholmer Börse notiert.

Vor 40 Jahren wurde die Bank in einer Art umorganisiert, die sie bis heute maßgeblich von den meisten börsennotierten Finanzinstituten unterscheidet: Sie wurde dezentralisiert, die einzelne Filiale zum Mittelpunkt der Geschäftsaktivität erklärt. Derzeit werden 11.000 Mitarbeiter in 22 Ländern beschäftigt. In 746 Filialen wird Privat- und Geschäftskunden ein breites Spektrum an Finanzprodukten angeboten. Hauptmarkt ist nach wie vor Schweden mit 460 Geschäftsstellen, landesweite Filialnetze bestehen auch in Dänemark, Finnland, Norwegen und Großbritannien.



Hauptgebäude, Foto: Bengt Wanselius

Als Unternehmensziel hat sich Handelsbanken vorgegeben, über den gesamten Konjunkturzyklus eine höhere Profitabilität als die direkten Wettbewerber zu haben. Dies soll durch eine höhere Kundenzufriedenheit, niedrigere Kosten sowie ein besseres Risikomanagement erreicht werden.

In den letzten 40 Jahren wurde das Profitabilitätsziel erreicht. Die Eigenkapitalrendite lag in diesem Zeitraum über dem Durchschnitt der direkten Wettbewerber. Hierbei ist auffällig, dass die Profitabilität von Handelsbanken insbesondere in wirtschaftlich schwierigen Zeiten weit überdurchschnittlich war.

Im Hinblick auf die Kundenzufriedenheit erzielt Handelsbanken in allen Tätigkeitsgebieten auch über längere Zeiträume führende Positionen bei Umfragen. So führt seit Einführung vor 23 Jahren Handelsbanken den schwedischen Index für Kundenzufriedenheit SKI deutlich an.

Erfolgreiches Kostenmanagement wird bei Handelsbanken vor allem an der „Cost to Income Ratio“ festgemacht, dem Verhältnis von Kosten zu Einnahmen. Bei dieser Kennzahl wurde 2011 mit 47,1% ein im Sektorvergleich sehr guter Wert erzielt.

Beim Risikomanagement wird ein klarer Fokus auf die Vermeidung von Kreditausfällen gerichtet. Zum einen hat sich Handelsbanken auf Kundensegmente spezialisiert, die relativ risikoarm sind. Zum anderen werden Mitarbeiter und Führungskräfte grundsätzlich nicht abschlussorientiert bezahlt, um falsche Anreize zum Eingehen unnötiger Risiken zu vermeiden. Eine Erfolgsbeteiligung erfolgt nur im Rahmen des Beteiligungsprogrammes Oktagonen, das an den langfristigen Unternehmenserfolg gekoppelt ist.

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

## **Marktposition**

In Schweden gehört Handelsbanken zusammen mit Nordea, SEB und Svedbank zu den dominierenden Banken. Diese Institute kontrollieren zwischen 70% und 75% des Finanzmarktes und haben vergleichbare Marktanteile in den einzelnen Produktkategorien. Obwohl Handelsbanken weniger Mitarbeiter als die anderen Banken hat, werden die meisten Filialen betrieben.

In den anderen Ländern agiert Handelsbanken als Nischenanbieter, sodass hier mit dem kundenorientierten Ansatz noch erheblicher Expansionspielraum besteht.

Die Bank wächst in erster Linie organisch durch die Eröffnung von neuen Zweigstellen an Orten, wo sie bisher nicht vertreten war. Durchschnittlich wird eine neue Filiale nach 2 Jahren profitabel. Auch außerhalb von Schweden wird vor allem auf organisches Wachstum durch Filialeröffnung gesetzt. Während der Krise im nordeuropäischen Finanzsektor vor 20 Jahren wurden einige größere Akquisitionen vorgenommen, die insbesondere die Expansion nach Norwegen und Finnland begünstigten.

## **Management**

Alle oberen Führungskräfte haben praktisch ihre gesamte Berufslaufbahn bei Handelsbanken verbracht und haben durchschnittlich 25 Jahre Betriebszugehörigkeit. Sie können als sehr erfahren und eng verbunden mit den langfristigen Zielen angesehen werden.

## **Nachhaltigkeit**

Handelsbanken hat einige Initiativen gestartet, um Nachhaltigkeit und soziale Verantwortung innerhalb des Unternehmens zu fördern. Im Vergleich dazu, was vergleichbare Finanzinstitute inzwischen in dieser Beziehung tun, erscheinen diese Bemühungen bisher jedoch relativ zurückhaltend. Deshalb kann dieses Kriterium nur mit einem ausreichend bewertet werden.

## **Abhängigkeit von langfristigen Trends**

Handelsbankens Strategie ist nicht von den Megatrends in der Wirtschaft abhängig. Das Geschäftsmodell besteht darin, einen bereits relativ gesättigten Markt besser als die Mitbewerber zu bedienen. Da die Geschäftspolitik der meisten internationalen Banken nach wie vor relativ kurzfristig ausgerichtet ist, erscheint es unwahrscheinlich, dass der Branche als ganzer gelingt, Risiken und Kosten effektiver als vor der Finanzkrise zu kontrollieren. Insofern bestehen für Handelsbanken sehr gute Chancen, sich im Verdrängungswettbewerb der Finanzbranche in Europa in den nächsten Jahren durchzusetzen und durch das kontinuierliche Gewinnen von Marktanteilen weiter zu wachsen.

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

## Gewinnentwicklung und Bilanz

| Übersicht Finanzkennzahlen |             | 2007   | 2008   | 2009   | 2010   | 2011   |
|----------------------------|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Einnahmen                  | in Mio. SEK | 32.636 | 29.890 | 32.335 | 31.296 | 32.809 |
| Operatives Ergebnis        | in Mio. SEK | 19.383 | 15.326 | 13.727 | 14.770 | 16.536 |
| Cost/Income Ratio          | in %        | 40,5%  | 44,3%  | 47,1%  | 48,0%  | 47,1%  |
| Nettogewinn                | in Mio. SEK | 15.508 | 12.131 | 10.244 | 11.025 | 12.323 |
| Eigenkapitalrendite        | in %        | 16,3   | 16,2   | 12,6   | 12,9   | 13,5   |
| Tier I Kapital (Basel II)  | in %        | 10,6   | 10,5   | 14,2   | 16,5   | 18,4   |

Wie andere Finanzinstitute wurde auch Handelsbanken durch die Finanzkrise 2008 getroffen. Mit einem Rückgang der Einnahmen um 8% sowie des Nettogewinns um 21,8% in diesem Krisenjahr konnte sich Handelsbanken aber deutlich besser behaupten als die überwiegende Anzahl der Wettbewerber. In den darauffolgenden Jahren hatte die Verbesserung der Eigenkapitalsituation Vorrang vor Wachstum, um den verschärften Anforderungen der Finanzaufsicht gerecht zu werden. Dementsprechend verschlechterten sich auch Kennzahlen wie die „Cost to Income Ratio“ bzw. die Eigenkapitalrendite. Diese liegen im internationalen Sektorvergleich immer noch auf einem weit überdurchschnittlichem Niveau.

## Analyse der Aktie von Handelsbanken

| Handelsbanken A   |                           |                    |
|---|---------------------------|--------------------|
| Website: <a href="http://www.handelsbanken.com/">www.handelsbanken.com/</a> | Kurs: 1.6.2012: 200,90 kr | WKN: 886062        |
| Hauptbörse: Nasdaq OMX (Stockholm)  | Land: Schweden            | ISIN: SE0000193120 |

## Bewertung

Für die Aktie von Handelsbanken erwarten wir für die nächsten Jahre ein Gewinnwachstum von 6% p.a., wobei sich dieses längerfristig nach Beendigung

| Gewinn- und Dividendenentwicklung |        | Schätzungen |       |       |
|-----------------------------------|--------|-------------|-------|-------|
|                                   |        | 2012        | 2013  | 2014  |
| Gewinn je Aktie                   | in SEK | 20,70       | 22,20 | 23,50 |
| Dividende je Aktie                | in SEK | 10,10       | 10,70 | 11,50 |

des gegenwärtigen Aufbaus der Eigenkapitalquote auch wieder auf 8-10% p.a. beschleunigen kann.

Die Aktie ist auf Basis des von uns für das nächste Jahr geschätzten Gewinns in Höhe von 22,20 SEK je Aktie mit einem Kursgewinnverhältnis von 9 derzeit deutlich höher bewertet als der Durchschnitt europäischer Finanzwerte. Das Kurs-Buchwertverhältnis liegt mit 1,3 ebenfalls weit über dem Sektorschnitt. Allerdings reflektiert diese Bewertungsprämie derzeit vor allem die Strukturprobleme des übrigen europäischen Finanzsektors, denen sich Handelsbanken aufgrund der defensiven Geschäftspolitik weitestgehend entziehen konnte. Im Vergleich mit der eigenen Vergangenheit liegt die Aktie im Mittelfeld historischer Bewertungen.

## Risikokennzahlen:

Das Ausfallrisiko ergibt sich weniger aus dem Unternehmen selbst als aus dem Umstand, das Handelsbanken als Finanzwert in erheblichem Umfang Systemrisiken ausgesetzt ist. Deshalb kann trotz der defensiven Ausrichtung nur eine 3,7 vergeben werden.

# Mit ruhiger Hand

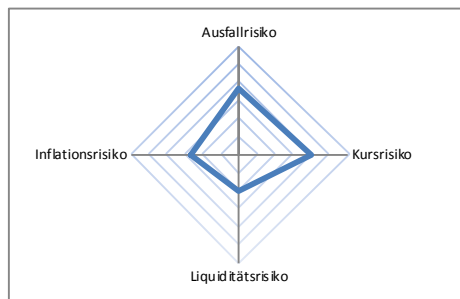
Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Auch bei den Kennziffern für das Kursrisiko machen sich systemische Risiken bemerkbar, da sich die Volatilität europäischer Finanzwerte zeitweise auch auf die Titel von Handelsbanken übertragen hat. Insgesamt werden für Aktien durchschnittliche Werte erzielt. Die Bewertung erfolgt deshalb mit der Note 4.

Die Aktie wird an der Heimatbörse Nasdaq OMX regelmäßig in größeren Volumina gehandelt, der Auf- und Abbau von Positionen für Privatanleger und kleinere Institutionen ist problemlos möglich. Das Liquiditätsrisiko wird daher mit 2 bewertet.

Das Inflationsrisiko ist bei Finanzwerten grundsätzlich schwer zu beurteilen, da es sehr stark von der Art und Weise abhängt, wie Zinssensitivität und Laufzeitenstruktur der Bilanz gemanagt werden. Grundsätzlich sollte aber Handelsbanken in der Lage sein, moderate Inflation relativ problemlos zu überwälzen; daher wird hier Note 2,7 vergeben.

| Gewinnänd. bis 2014e p.a.: |          | 6%          |
|----------------------------|----------|-------------|
| Bewertungskennziffern      |          |             |
| KGV                        | KGV      | KBV         |
| 2012e                      | 2013e    | aktuell     |
| 9,7                        | 9,0      | <b>1,3</b>  |
| Divrend.                   | Divrend. | Unt.wert    |
| 2012e                      | 2013e    | zu Umsatz   |
| 5,03%                      | 5,33%    | <b>n.a.</b> |



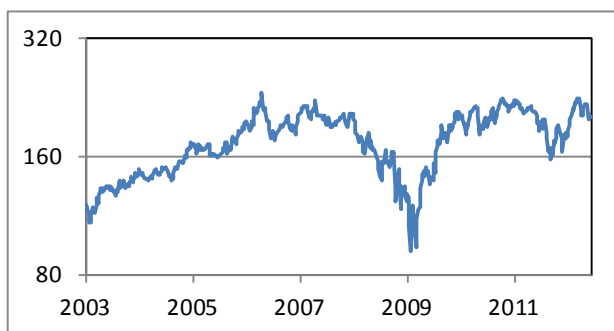
| Nachhaltigkeit: ausreichend |                   |
|-----------------------------|-------------------|
| Risikokennziffern           |                   |
| Ausfallrisiko               | Liquiditätsrisiko |
| 3,70                        | 2,00              |
| Kursrisiko                  | Inflationsrisiko  |
| 4,00                        | 2,70              |

Anmerkung: Die Angaben für die erwartete Gewinnänderung und die Bewertungskennziffern basieren auf eigenen Prognosen.

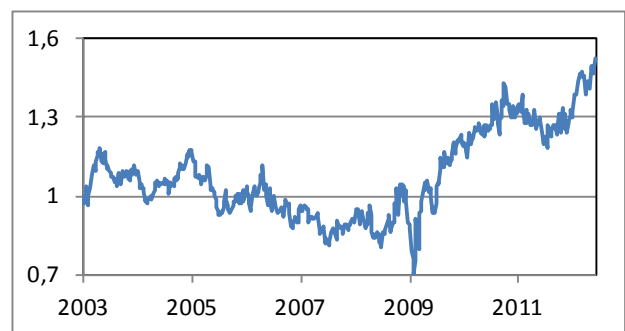
## Technische Analyse Langfristrends:

Die Aktien von Handelsbanken bewegen sich – mit Unterbrechung durch die Finanzkrise 2008/09 – seit 2005 seitwärts in einer Trading Range zwischen 160 SEK und 220 SEK. Im Bereich von 220 SEK bis 230 SEK liegt ein massiver Widerstand, von dem die Aktie mehrfach zurückgeprallt ist. Erst ein nachhaltiges Überschreiten von 230 SEK macht den Weg frei für weitere Kurssteigerungen. Interessant ist die Analyse der relativen Entwicklung in Bezug auf den europäischen Gesamtmarkt. Vor der Finanzkrise entwickelte sich die Aktie leicht unterdurchschnittlich, offenbar, weil das defensive Geschäftsmodell vom Markt nicht gewürdigt wurde. Seit 2009 hat sich hingegen ein konsistenter Trend zur überdurchschnittlichen Performance etabliert.

Langfristige Kursentwicklung in SEK:



Kursentwicklung relativ zu Aktien Europa:



Kursdatenquelle: eigene Datenbanken auf der Basis amtlicher Börsenkurse (Erläuterungen im Anhang)

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

## Anlageeinschätzung der Aktie:

Die Aktie von Handelsbanken ist unserer Einschätzung nach geeignet für:

- konservative Anleger als Depotbeimischung (0%-2% Portfoliogewicht)
- chancenorientierte Investoren als Kerninvestment (4%-8% Portfoliogewicht)
- für risikobewusste Anleger ist Handelsbanken möglicherweise für eine größere Position zu defensiv ausgerichtet und eignet sich eher als Basisinvestment (2%-4% Portfoliogewicht)

Empfehlungshistorie: bisher keine Empfehlungen

## Bewertung der Anleihen

Von Handelsbanken sind in € sowohl normale Bank-Anleihen wie auch sogenannte Hybridanleihen erhältlich.

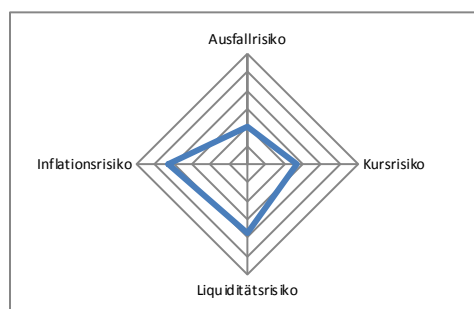
Der Renditeabstand der Bank-Anleihen von Handelsbanken zu Bundesanleihen beträgt derzeit zwischen 150 und 160 Basispunkten. Damit liegt die Risikoprämie für Handelsbanken etwas über derjenigen von Industrieunternehmen vergleichbarer Bonität, aber unter etwas unter derjenigen für ähnliche Finanzwerte.

Unter den Bank-Anleihen sehen wir derzeit dieses Papier mit einer Restlaufzeit von ca. 9 Jahren als am interessantesten an:

| Handelsbanken EO-MTN 2011(21)   |                          |                    |
|---|--------------------------|--------------------|
| Website: <a href="http://www.handelsbanken.com/">www.handelsbanken.com/</a> | Kurs: 1.6.2012: 113,70%  | WKN: A1GWEZ        |
| Kleinste Stückelung: 100.000 €  | Laufzeitende: 20.10.2021 | ISIN: XS0693812355 |

Mit einer Rendite von 2,7% ist dieser Titel grundsätzlich sehr attraktiv als Kerninvestment für konservative Anleger. Bei einer Geldentwertung von bis zu 2% p.a. ist ein Inflationsausgleich nach Besteuerung möglich, insofern kann auch bei der Bewertung des Inflationsrisikos noch die Note 4,3 vergeben werden.

| Bewertungskennziffern                     |              |                   |
|---|--------------|-------------------|
| Zins                                      | Rendite      | Duration          |
| 4,38%                                     | <b>2,70%</b> | 7,82              |
| Renditedifferenz zum Bund in Basispunkten |              | Modified Duration |
| 164                                       |              | 7,62              |



| Risikokennziffern |                   |
|-------------------|-------------------|
| Ausfallrisiko     | Liquiditätsrisiko |
| 2,00              | 3,70              |
| Kursrisiko        | Inflationsrisiko  |
| 2,70              | 4,30              |

## Anlageeinschätzung der Anleihe:

Die Anleihe Handelsbanken EO-MTN 2011(21) ist unserer Einschätzung nach für konservative Anleger als Kerninvestment (4%-8% Portfoliogewicht) geeignet. Für chancenorientierte oder risikobewusste Anleger kann sie nach einem Kursrückgang zur Depotbeimischung interessant werden.

Empfehlungshistorie: bisher keine Empfehlungen



# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Hybridanleihen sind Anleihen, die in der Haftung schlechtergestellt sind als normale Anleihen und oftmals auch nicht über ein festes Laufzeitende verfügen. Im Konkursfall würden Hybridanleihen wie Eigenkapital behandelt und erst nachrangig zurückgezahlt, d. h. erst, wenn die Ansprüche aller anderen Gläubiger befriedigt sind. Sie sind daher nur für Anleger geeignet, die sich dieser besonderen Haftungssituation bewusst sind.

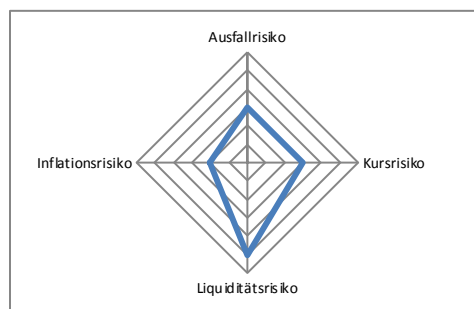
In € ist derzeit diese Hybridanleihe von Handelsbanken erhältlich:

| <b>Handelsbanken AB EO-FLR Med.-T. Nts 05(15/Und.)</b>                      |                        |                    |  |
|---|------------------------|--------------------|--|
| Website: <a href="http://www.handelsbanken.com/">www.handelsbanken.com/</a> | Kurs: 1.6.2012: 93,25% | WKN: A0GK0D        |  |
| Kleinste Stückelung: 50.000 €   | Laufzeitende: unbefr.  | ISIN: XS0238196942 |  |

Dieser Titel ist am 16.12.2015 das erste Mal durch Handelsbanken kündbar, danach immer quartalsweise. Bei einer Rückzahlung zum ersten Kündigungszeitpunkt würde sich eine Rendite von 6,4% ergeben. Im Fall eines Verzichts auf die Kündigung wird die Anleihe in ein variabel verzinsliches Papier mit einer Verzinsung, die sich aus dem jeweiligen 3 Monats-Euribor plus 168 Basispunkten ergibt.

Die Börsenumsätze sind bei diesem Papier allerdings sehr gering, sodass wir das Liquiditätsrisiko als weit überdurchschnittlich mit 5 einstufen. Gegen Inflation ist der Titel aber durch die Wandlungsmöglichkeit in eine variable Verzinsung relativ gut abgesichert. Allerdings bieten vergleichbare Papiere einen etwas höheren Zinsaufschlag, sodass hier nur eine 3 vergeben werden kann.

|   |
|---|
| <b>Kündigung:</b> erstmalig am 16.12.2015   |
| <b>Zins bis zum ersten Kündigungsdatum:</b><br>4,19%                              |
| <b>Zins ab dem ersten Kündigungsdatum:</b><br>variabel: 3 Monats Euribor + 168 Bp |



| <b>Risikokennziffern</b> |                         |
|--------------------------|-------------------------|
| Ausfallrisiko            | Liquiditätsrisiko       |
| 3,00                     | 5,00                    |
| <b>Kursrisiko</b>        | <b>Inflationsrisiko</b> |
| 3,00                     | 2,00                    |

## Anlageeinschätzung der Hybridanleihe:

Die besprochene Anleihe ist vor allem unter dem Aspekt der Inflationsabsicherung interessant. Angesichts der geringen Liquidität kommen sie aber nicht für in Relation zur Gesamtanlage sehr große Positionen infrage. Da die Mindeststückelung mit 50.000 € gleichzeitig sehr hoch ist, dürfte dieses Papier nur für Investoren mit einem großen Anlagevolumen interessant sein.

Die Anleihe EO-FLR 2006(16/66) von ist unserer Einschätzung nach geeignet für:

- konservative Anleger als Depotbeimischung (0%-2% Portfoliogewicht)
- chancenorientierte Investoren als Basisinvestment (2%-4% Portfoliogewicht)
- risikobewusste Anleger als Basisinvestment (2%-4% Portfoliogewicht)

Empfehlungshistorie: bisher keine Empfehlungen.

## Kann die Apple-Story weitergehen?

Von Karl-Heinz Thielmann

Eine der spektakulärsten Erfolgsgeschichten der letzten Jahre war der Aufstieg von Apple zum nach Marktkapitalisierung wertvollsten Unternehmen der Welt. Mit einem Börsenwert von derzeit ca. 525 Mrd. US\$ ist Apple damit mehr wert als der Erdölgigant Exxon (ca. 365 Mrd. US\$) oder der gesamte schwedische Aktienmarkt (ca. 460 Mrd. US\$).

Mit Überschreiten der 500 Mrd. US\$-Marke bei der Marktkapitalisierung wurden viele skeptische Stimmen laut, die auf Beispiele aus der Vergangenheit verwiesen, bei denen auf eine ähnlich spektakuläre Kursentwicklung eine über mehrere Jahre dauernde Abwärtsbewegung gefolgt war. Insbesondere für Technologieunternehmen wie Microsoft, Intel oder Cisco bedeutete das Übertreffen von 500 Mrd. US\$ bei der Marktkapitalisierung einen Wendepunkt in ihrer Entwicklung. Obwohl sie eine dominante Marktposition verteidigen konnten, waren sie aber nicht mehr in der Lage, die Wachstumserwartungen des Marktes zu erfüllen und büßten erheblich an Wert ein.

Doch ist die Wertentwicklung bei Apple wirklich mit der bei den anderen US Technologie Unternehmen vergleichbar?

Intel war zum Kurshöhepunkt mit dem 40fachen der Gewinne des laufenden Geschäftsjahrs bewertet, Microsoft mit dem 65fachen und Cisco mit dem 200fachen. Apple ist derzeit mit dem 12,7fachen des für das laufende Geschäftsjahr erwarteten Gewinns bewertet, also deutlich niedriger. Aufgrund der extrem hohen Bewertung waren die anderen Technologieunternehmen auch sehr anfällig für eine Korrektur der Wachstumserwartungen nach dem Ende des Technologiebooms im Jahr 2000. Diese Gefahr besteht bei Apple nicht, im Gegenteil erscheint die Bewertung relativ günstig und reflektiert die Skepsis vieler Investoren, dass Apple seine Profitabilität halten kann.

Aber auch Parallelen zu Unternehmen wie Sony und Nokia wurde gezogen, die ähnlich wie Apple mit innovativen und gut gestalteten Produkten für Konsumenten lange ihr Marktsegment (Unterhaltungselektronik bzw. Mobiltelefone) dominiert haben. Die zeitweise Dominanz dieser Firmen wurde aber durch zunehmenden Wettbewerb sowie durch neue Technologien wie MP3-Spieler oder Smartphones gebrochen. Beide Unternehmen sind heute in einer existenzbedrohenden Krise, weil sie inzwischen den Anschluss an die Konkurrenz verloren haben.

Ist Apple tatsächlich ähnlichen Gefahren wie Nokia oder Sony ausgesetzt?



Die Produktstrategie von Apple ist nicht nur darauf ausgerichtet, dem Kunden bestimmte Produkte oder eine bestimmte Technologie zu verkaufen. Es geht vielmehr darum, beim Kunden einen „digitalen Mittelpunkt“ („digital hub“) von Apple zu etablieren, mit dem verschiedene andere Produkte und Dienstleistungen verknüpft werden. So kann z. B. ein Computerprodukt wie der Apple Macintosh als der digitale Mittelpunkt für andere Geräte wie dem iPod, dem iPad oder anderen elektronische Geräte wie Telefone oder Kameras fungieren. Darüber hinaus sind die Geräte mit externen Angeboten von Apple

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

wie Apps oder iTunes verbunden. In Zukunft soll vor allem der Internetspeicherdienst iCloud als ein digitaler Mittelpunkt etabliert werden.

Auf diese Weise unterscheidet sich Apple gravierend von anderen Herstellern dauerhafter Konsumgüter wie Nokia und Sony, weil es gelingt, über den Produktkauf hinaus eine dauerhafte Kundenbeziehung zu etablieren. Apple ist auch nicht von einer bestimmten Technologie abhängig. Allerdings wird es bei dem Erscheinen einer neuen Technologie für Apple darauf ankommen, diese funktional in das eigene System zu integrieren.

Zentral für den Erfolg von Apple ist aber vor allem, dass durch den Gebrauch von Apple Produkten eine bestimmte Erfahrung vermittelt wird: Die Geräte sind immer sehr innovativ, aber gleichzeitig zuverlässig und sehr benutzerfreundlich. Das Design ist ansprechend und vermittelt den Eindruck von Hochwertigkeit. Über Schnittstellen sind Apple-Geräte leicht miteinander zu kombinieren und vermitteln ein ähnliches Gebrauchserlebnis.

Hinzu kommt eine Marken-Strategie, die beim Kunden die Emotionen anspricht. Mit der Marke Apple wird ein bestimmter Lebensstil verbunden. Werte wie Kreativität, Freiheit, Fortschritt, Leidenschaft sowie Mut zur Verwirklichung von Hoffnungen, Träumen und Sehnsüchten werden vermittelt. Apple steht als Marke für eine Vereinfachung des Lebens von Menschen, weil die Komplexität von Technologie für den Anwender deutlich reduziert wird.



Apple hat es also geschafft, sich eine einzigartige Marktposition aufzubauen. Damit aus den durch die Produkte generierten Wettbewerbsvorteilen auch ein überragender wirtschaftlicher Erfolg wurde, waren vor allem zwei Faktoren notwendig:

- Konsequente Ausnutzung der Wettbewerbsvorteile: Verleger, die Zeitungen über Apps anbieten oder Medienkonzerne, die Musikaufnahmen über iTunes verkaufen wollen, müssen ähnlich wie Zulieferer und Vertriebspartner hinnehmen, dass Apple ihnen die Bedingungen diktiert. Darüber hinaus werden rechtliche Mittel wie z. B. Patentklagen aggressiv eingesetzt, um Wettbewerbern den Marktzugang zu erschweren.
- Fokus auf Kernkompetenzen: Apple hat sich auf das Design und Marketing seiner Produkte konzentriert. Die Produktion wurde weitestgehend outgesourct und damit Risiken aus einer hohen Kapitalbindung vermieden.

Doch kann Apple die bisherige Position halten oder sogar ausbauen? Entscheidend für die weitere Entwicklung werden folgende Faktoren sein:

- Abhängigkeit von neuen Produkten: Apple hat in den vergangenen Jahren in regelmäßigen Abständen neuartige Produkte eingeführt, die jeweils einen kräftigen Absatzschub ausgelöst haben. Hierbei wurden aber nie vollständig neue Technologien eingeführt, sondern bestehende Technologien so in Produkte integriert, dass sie ihren Nutzern ganz neue Möglichkeiten eröffneten. Es erscheint durchaus vorstellbar, dass Apple dies auch bei weiteren Anwendungen – wie z. B. dem Fernsehen – schafft. Dabei ist es gar nicht notwendig, einen Erfolg in den Dimensionen zu wiederholen, wie er bei dem iPhone oder dem iPad gegeben war. Jedes neue Produkt erweitert durch die Interkonnektivität die kommerziellen Möglichkeiten für alle Apple

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Angebote. Wichtig ist, das Image permanenter Innovation, das zentral für die mit der Marke verbundenen Emotionen verbunden ist, aufrechtzuerhalten.

- Wettbewerbsintensität: Apple hat es in den vergangenen Jahren verstanden, sich dem selbstzerstörerischen Preiswettbewerb der Konsumgüter- und Computerbranche weitestgehend zu entziehen. Inzwischen versuchen viele Unternehmen Apple zu imitieren und ihre Angebote als Lifestyle-Produkte zu vermarkten. Vor allem Samsung hat sich als ernsthaftester Wettbewerber etabliert. Technisch gesehen stellt der Koreanische Mischkonzern inzwischen auch vergleichbar gute Produkte her, kann aber mit seiner Marke bisher nicht die gleichen Emotionen ansprechen und hat auch kein integriertes Gesamtkonzept, um seine Wettbewerbsvorteile so wie Apple nutzen zu können.
- 
- Neue Geschäftsfelder: Apple könnte die Stärke der eigenen Marke auch dazu nutzen, um Produkte oder Dienstleistungen anzubieten, die über Computer und Unterhaltungselektronik hinausgehen. Dies ist aber mit erheblichen Risiken verbunden, weil der Markenwert hierdurch verwässert werden kann. Bisher gibt es keine Indikationen, dass das Management einen solchen Schritt wagen würde, auch wenn in der Presse zuletzt stark über den Einstieg von Apple in das Segment der Finanzdienstleistungen spekuliert wurde.
  - Erweiterung der Kundenbasis: Von wenigen Ausnahmen abgesehen spricht Apple im Moment vor allem Privatkunden an, während Geschäftskunden nach wie vor andere Systeme vorziehen. Dies hat sehr stark damit zu tun, dass in diesem Segment Emotionen und Design weniger wichtig sind und dafür Kostenüberlegungen eine große Rolle spielen. Dennoch erfreut sich gerade das iPad steigender Beliebtheit für professionelle Anwendungen und könnte die Ausgangsbasis für eine Erschließung dieses Segments darstellen.
  - Internationalisierung: Einen wesentlichen Beitrag zum hohen Wachstum von Apple hat die zunehmende Globalisierung der Umsätze geführt. Wurden 2007 noch 60% aller Umsätze in den USA erzielt, ist der Anteil des Heimatmarktes auf 2011 auf 39% gesunken und wird weiter abnehmen.
  - Aktienrückkäufe: Apple hat derzeit Liquidität in Höhe von ca. 10 Mrd. US\$ und hält Wertpapiere im Umfang von ca. 100 Mrd. US\$. Angesichts des enormen freien Cashflows kommen täglich ca. 150 Mio. US\$ hinzu. Die angekündigte Dividendenzahlung wird das Wachstum der Liquidität nicht abschöpfen. Aktienrückkäufe könnten insbesondere dann für das Management interessant werden, wenn sich die operative Dynamik abschwächt.
  - Erfolgsmanagement: Ein grundsätzliches Problem aller erfolgreichen Menschen oder Organisationen ist, dass sie auf die Dauer selbstgefällig und träge werden. Der unlängst gestorbene Firmengründer Stephen Jobs hat einen sehr direkten und entscheidungsfreudigen Managementstil gepflegt und auf flache Hierarchien geachtet. Es bleibt abzuwarten, ob seine Nachfolger ähnlich agieren oder der Verführung erliegen, sich auf den Erfolgen der Vergangenheit auszuruhen. Möglicherweise hilft Apple sogar, dass mit Samsung ein ernst zu nehmender Wettbewerber herangewachsen ist und Management und Mitarbeitern ständig vor Augen führt, dass man sich keine Fehler leisten kann.
  - Glaubwürdigkeit der Marke. Die von der Marke Apple vermittelten Werte stehen offensichtlich im Widerspruch zu einigen Geschäftspraktiken des Konzerns. So wird in Verhandlungen die dominante Marktmacht

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

aggressiv ausgenutzt; Missstände bei den Arbeitsbedingungen von Zulieferern wurden bisher nur oberflächlich verfolgt. Bei Rankings zur Nachhaltigkeit und ethischem Unternehmensverhalten ist Apple – wenn überhaupt – i.d.R. nur mit schlechten Werten verzeichnet. Hier besteht dringender Handlungsbedarf. Das neue Management unter Tim Cook scheint das Problem erkannt zu haben, ob es hier aber wirklich ernsthafte Änderungen vornehmen wird oder sich vor allem auf PR-Aktionen zum „Greenwashing“ von Apple beschränkt, bleibt abzuwarten.

Grundsätzlich kann unserer Einschätzung nach die Erfolgsgeschichte von Apple weitergehen, auch wenn sich das Wachstum mittelfristig sehr wahrscheinlich abflachen wird, da die Wiederholung eines Erfolges wie des iPad unwahrscheinlich erscheint. Gegenwärtig ist jedoch kein Nachlassen des Momentums zu erkennen. Im 1. Halbjahr des Geschäftsjahrs 2012 (endet am 24.9.) wurden bereits 80% des Umsatzes und 95% des Gewinns des gesamten Geschäftsjahrs 2011 erzielt. Der enorme freie Cashflow, der generiert wird, liefert zumindest weiteren Spielraum für eine Höherbewertung. Selbst wenn Apple das gegenwärtige Niveau bei der Schaffung von freiem Cashflow nur beibehalten kann, wäre das Unternehmen nach gängigen Discounted Cashflow-Bewertungsmodellen massiv unterbewertet.

| Übersicht Finanzkennzahlen |              | Geschäftsjahresende jeweils 24.9. |        |        |        |         |           |
|----------------------------|--------------|-----------------------------------|--------|--------|--------|---------|-----------|
|                            |              | 2007                              | 2008   | 2009   | 2010   | 2011    | 2012 1Hj. |
| Umsätze                    | in Mio. US\$ | 24.578                            | 37.491 | 42.905 | 65.225 | 108.249 | 85.519    |
| Operatives Ergebnis        | in Mio. US\$ | 4.407                             | 8.327  | 11.740 | 18.385 | 33.790  | 33.009    |
| Operative Marge            | in %         | 17,9%                             | 22,2%  | 27,4%  | 28,2%  | 31,2%   | 38,6%     |
| Nettogewinn                | in Mio. US\$ | 3.495                             | 6.119  | 8.235  | 14.013 | 25.922  | 24.686    |
| Free Cash Flow             | in Mio. US\$ | 4.502                             | 8.285  | 8.976  | 16.474 | 30.077  | 28.593    |

Angesichts der hohen Dynamik bei Apple sind Gewinnschätzungen besonders schwierig. Wir haben bei unseren Schätzungen das Szenario unterstellt, dass 2012 die Gewinne mit 60% steigen (eine Annahme, die nach dem sehr guten ersten Halbjahr bereits konservativ erscheint) und danach mit 20% weiterwachsen.

Auf Basis der für das kommende Jahr geschätzten Gewinne ist die Aktie von Apple mit einem Kursgewinnverhältnis von 10,6 deutlich niedriger bewertet als

| Gewinn- und<br>Dividendenentwicklung |         | Schätzungen |       |       |
|--------------------------------------|---------|-------------|-------|-------|
|                                      |         | 2012        | 2013  | 2014  |
| Gewinn je Aktie                      | in US\$ | 44,29       | 53,15 | 63,77 |
| Dividende je Aktie                   | in US\$ | 2,65        | 10,60 | 12,72 |

der US-Aktienmarkt oder andere Technologiewerte. Diese niedrige Bewertung reflektiert das enorme Ausmaß an Vorsicht, mit dem die weitere Entwicklung derzeit durch die meisten Investoren eingeschätzt wird.

## Anlageeinschätzung der Aktie:

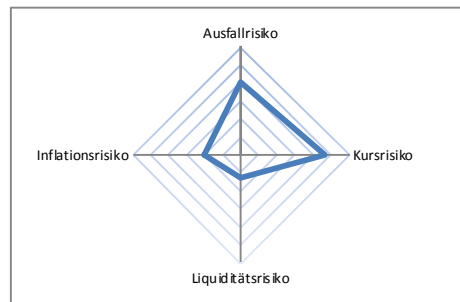
| Apple       |   |                          |
|-------------|---|--------------------------|
| Website:    | <a href="http://investor.apple.com/">http://investor.apple.com/</a> | Kurs: 1.6.2012: \$560,99 |
| Hauptbörse: | Nasdaq  | Land: USA                |
|             |   | WKN: 865985              |
|             |   | ISIN: US0378331005       |

Grundsätzlich sollte man bei einem Investment in Apple-Aktien keinen Wert auf die Einhaltung ethischer Investmentkriterien legen, da das Unternehmen in Hinblick auf eine nachhaltige Gestaltung von Geschäftsprozessen noch einige Hausaufgaben zu manchen hat.

# Mit ruhiger Hand

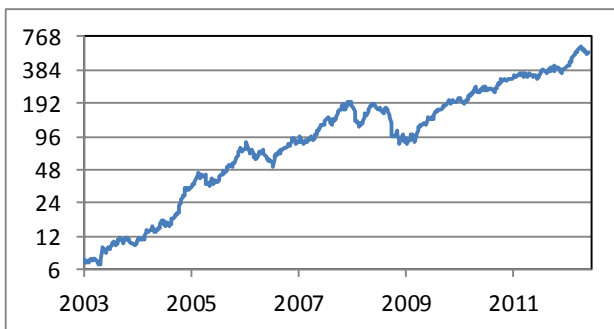
Informationen für die langfristige Kapitalanlage

| Gewinnänd. bis 2014e p.a.: |          | 33%        |
|----------------------------|----------|------------|
| Bewertungskennziffern      |          |            |
| KGV                        | KGV      | KBV        |
| 2012e                      | 2013e    | aktuell    |
| 12,7                       | 10,6     | <b>6,9</b> |
| Divrend.                   | Divrend. | Unt.wert   |
| 2012e                      | 2013e    | zu Umsatz  |
| 0,47%                      | 1,89%    | <b>3,0</b> |

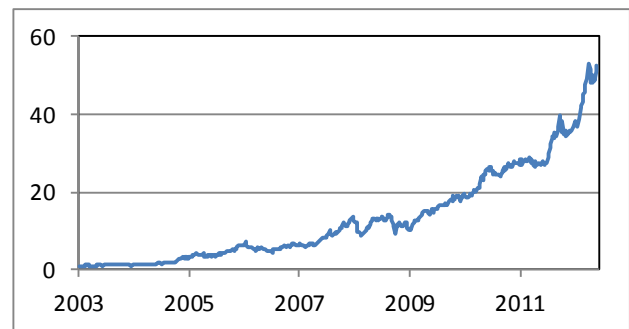


| Nachhaltigkeit: mangelhaft |                   |
|----------------------------|-------------------|
| Risikokennziffern          |                   |
| Ausfallrisiko              | Liquiditätsrisiko |
| 4,00                       | 1,30              |
| Kursrisiko                 | Inflationsrisiko  |
| 4,70                       | 2,00              |

Langfristige Kursentwicklung (US\$):



Kursentwicklung relativ zu Aktien Global:



Anmerkung: Die Angaben für die erwartete Gewinnänderung und die Bewertungskennziffern basieren auf eigenen Prognosen. Kursdatenquelle: eigene Datenbanken auf der Basis amtlicher Börsenkurse (Erläuterungen im Anhang)

Langfristiger Hauptrisikofaktor ist derzeit vor allem, dass Apple an sich selbst scheitert. Insbesondere die Zunahme von Rechtsstreitigkeiten von Apple mit Konkurrenten in den vergangenen Monaten sowie an die Öffentlichkeit kommende Berichte über exzessive Vergütungsprogramme für Führungskräfte können als Warnsignal dafür gesehen werden, dass sich der Fokus des Managements in eine ungute Richtung verschiebt.

In unserer Risikobewertung kommen wir insgesamt beim Ausfallrisiko mit einer 4 auf eine für Aktien durchschnittliche Bewertung. Positiv sind die hervorragende Marktposition, eine schuldenfreie Bilanz sowie eine sehr gute Profitabilität. Dem stehen vor allem Risiken aus dem Management und der möglichen Beschädigung der Marke gegenüber. Das Kursrisiko ist mit 4,7 überdurchschnittlich, weil für die Aktie immer wieder Phasen stark erhöhter Volatilität zu beobachten sind. Die Aktie wird mit sehr hohen Volumina an der Heimatbörse Nasdaq gehandelt, in Deutschland reichen die Umsätze für den Handel von Privatanlegern aus. Das Liquiditätsrisiko wird deshalb sehr gering mit 1,3 bewertet. Aufgrund niedriger Kapitalintensität und hoher Pricing Power ist das Inflationsrisiko relativ gering und wird mit 2 bewertet.

Die Apple-Aktie ist vor allem etwas für mittelfristig orientierte Investoren, die an eine Fortsetzung der Aufwärtsdynamik glauben und hiervon profitieren wollen. Langfristige Investoren müssen sehr genau die Unternehmensentwicklung mitverfolgen und bei Warnzeichen für eine Erosion der Wettbewerbsposition bereit sein zu verkaufen. Die Aktie von Apple ist unserer Einschätzung nach daher nur geeignet für:

- chancenorientierte Investoren als Depotbeimischung (0%-2% Portfoliogewicht)
- risikobewusste Anleger als Basisinvestment (2%-4% Portfoliogewicht)

Empfehlungshistorie: bisher keine Empfehlungen.

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

## Ist der Euro noch zu retten?

Von Karl-Heinz Thielmann

Auch wenn viele der derzeitigen Pressekommentare etwas anderes vermuten lassen: Die Euro-Krise ist nicht die erste und nicht die schwerste Wirtschaftskrise auf dieser Welt. Insbesondere einige Parallelen zur Krise des Europäischen Währungssystems 1992 sind offensichtlich. Die Währungsstabilität innerhalb des europäischen Interventionssystems hatte in Ländern wie Großbritannien, Spanien und Italien die wirtschaftlichen Schwächen verstärkt. Italien litt unter den Folgen langjähriger korrupter Regierungen, in Spanien gab es eine Immobilienkrise. Vor 20 Jahren konnten die damaligen Krisenstaaten ihre Probleme allerdings durch Abwertungen mildern. Diese Möglichkeit besteht nicht mehr.

Die Euro-Krise ist nur oberflächlich betrachtet eine Staatsschuldenkrise. Unsolide Staatsfinanzen waren nur in Italien die primäre Ursache der derzeitigen Schwierigkeiten. In Griechenland und Portugal sind sie nur eines von vielen Problemen. In Spanien und Irland hingegen sind die außer Kontrolle geratenen Budgetdefizite Resultat der Tatsache, dass der Staat in diesen Ländern einen durch Immobilienspekulationen überschuldeten Privatsektor auffangen muss.

Allen Krisenländern gemeinsam ist, dass sie sich in den ersten 10 Jahren des Euros von ausländischen Kapitalzuflüssen abhängig gemacht haben. Wenn das ausländische Kapital nicht mehr fließt oder sogar abgezogen wird, haben diese Länder ein Problem. Derzeit gleicht die EZB die Kapitalflüsse aus, doch sie fühlt sich in dieser Rolle zunehmend unwohl.

| <b>Leistungsbilanzsaldo in %<br/>des Bruttoinlandsprodukts:<br/>Durchschnittswerte über 10 Jahre</b> |                                |                                 |
|--|--------------------------------|---------------------------------|
|  | <b>vor dem €<br/>1992-2001</b> | <b>nach dem €<br/>2002-2011</b> |
| <b>Deutschland</b>   | -0,9                           | 5,1                             |
| <b>Frankreich</b>  | 1,5                            | -0,7                            |
| <b>Griechenland</b>  | -3,5                           | -9,7                            |
| <b>Irland</b>  | 1,8                            | -2,2                            |
| <b>Italien</b>   | 1,1                            | -1,7                            |
| <b>Niederlande</b>   | 4,1                            | 6,2                             |
| <b>Österreich</b>  | -1,6                           | 2,7                             |
| <b>Portugal</b>  | -4,9                           | -9,4                            |
| <b>Spanien</b>   | -1,8                           | -6,1                            |
| <b>zum Vergleich: Nicht Euro-Länder in Europa</b>  |                                |                                 |
| <b>Schweiz</b>   | 8,3                            | 11,6                            |
| <b>Schweden</b>  | 2,5                            | 7,1                             |

Datenquelle: IMF

Eine weitere Gemeinsamkeit aller Krisenländer ist, dass sie in den vergangenen Jahren relativ zu stärkeren Euroländern wie Deutschland, den Niederlanden oder Österreich kontinuierlich an Wettbewerbsfähigkeit verloren haben. Dies wird insbesondere deutlich, wenn man sich die Entwicklung der Leistungsbilanzsalden in den europäischen Ländern vor und nach der Einführung des Euros ansieht.

Frankreich, Italien und Irland sind von Überschussnationen zu Defizitnationen geworden. Die Abhängigkeit vom Ausland hat sich also verschlechtert. Allerdings erscheint diese Entwicklung nicht so dramatisch, dass sie nicht umgekehrt werden könnte.

Die Ausgangsposition von Österreich und Spanien war vor der Einführung des € ähnlich. Beide Nationen hatten Probleme im Außenhandel. Nach der Einführung des € hat sich das Bild eindeutig gewandelt. Während Österreich sich in den Folgejahren stark verbessern konnte; stieg die Abhängigkeit Spaniens von ausländischen Importen dramatisch an.

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Portugal und Griechenland waren schon vor der Einführung des € international nicht wettbewerbsfähig; ihre Situation hat sich in den vergangenen 10 Jahren noch einmal deutlich verschlechtert.

In allen südeuropäischen Ländern hat zudem eine ausufernde Bürokratie unternehmerische Initiativen behindert und den Verfall der Wettbewerbsfähigkeit beschleunigt. Insbesondere in Griechenland hat es einen dramatischen Verfall der industriellen Basis gegeben.

Der Schlüssel für eine Lösung der Eurokrise liegt deshalb nicht nur in Sparprogrammen. Die strukturellen Unterschiede zwischen den Euroländern müssen durch eine Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit vermindert werden. Sonst nehmen die Ungleichgewichte weiter zu und sprengen trotz aller Stabilisierungsbemühungen irgendwann einmal zwangsläufig die Gemeinschaftswährung.

Doch wie stehen die Chancen in den einzelnen Problemstaaten auf eine Verbesserung ihrer Situation?

Griechenland und Portugal haben eine extrem niedrige Arbeitsproduktivität (ca. 50% bzw. 45% des deutschen Niveaus) und sind auf massive Kapitalimporte angewiesen (bei beiden Ländern ca. 10% des Bruttoinlandsprodukts jährlich). Sie waren nie reif für den Euro und werden es wahrscheinlich auf absehbare Zukunft nicht sein. Sie im Euro zu belassen, heißt für das übrige Europa, diese Länder dauerhaft mit Transfers zu subventionieren. Allerdings sind beide Länder im Vergleich zum restlichen Kontinent wirtschaftlich nicht so bedeutsam, dass dies zu dramatischen Belastungen für den Rest der europäischen Wirtschaft führen muss. Beide Länder brauchen vor allem eine Politik, die darauf abzielt, den Abstand den anderen europäischen Ländern nicht noch größer werden zu lassen. Portugal hat sich hierauf eingelassen und die Vorgaben von EU, IWF und EZB zur Sanierung gewissenhaft umgesetzt. Im den jüngsten Außenhandelszahlen zeigt sich auch schon eine deutliche Besserung. Griechenland hingegen scheint im Chaos zu versinken.

Italien hat eine sehr hohe Staatsverschuldung und schwaches Wirtschaftswachstum. Darüber hinaus hat sich die Arbeitsproduktivität in den letzten Jahren graduell verschlechtert und liegt nur noch bei 77% des deutschen Niveaus. Andererseits hat Italien kein ausuferndes Sozialsystem und eine grundsätzlich gesunde industrielle Basis in Norditalien. Die Verschuldung der privaten Haushalte und des Unternehmenssektors sind im internationalen Vergleich sehr gering. Darüber hinaus hat die Konsolidierung der Staatsfinanzen schon unter Berlusconi begonnen. Das Hauptproblem von Italien sind derzeit fehlende Wachstumsimpulse. Die Sanierung des Staatshaushaltes muss primär durch eine Erhöhung der Einnahmen geschehen; d. h. Steuererhöhungen bzw. eine Bekämpfung der Steuerhinterziehung. Der Fokus der im Dezember 2011 von der Regierung Monti verkündeten Maßnahmen zu Haushaltssanierung liegt daher auch auf einer Verbesserung der Staatseinnahmen und der Wirtschaftsförderung. Unserer Einschätzung nach hat Italien damit den richtigen Weg eingeschlagen, wenn auch in Hinblick auf Bürokratieabbau und Wachstumsförderung noch mehr passieren muss, damit das Land den Anschluss an das übrige Europa nicht noch weiter verliert.

Vor der Einführung des Euro galt Irland als der „keltische Tiger“, eine dynamische Wachstumsnation mit großer Zukunft. Mit dem Euro wurde der Tiger allerdings fett und überheblich, das „Financial Engineering“ des Finanzplatzes Dublin wurde zunehmend zum Motor der wirtschaftlichen Entwicklung. Die Exportnation Irland wurde zur Importnation und erhielt massive Zuflüsse spekulativen Kapitals. Das Kartenhaus einer finanzgetriebenen Volkswirtschaft brach mit der Krise 2008 zusammen. Die Banken gerieten in Schwierigkeiten und mussten in der Folge 2010 vom Staat gerettet werden. Dies wiederum hatte zur Folge, dass wiederum



# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

der irische Staat mit so hohen Verbindlichkeiten konfrontiert war, dass er ohne ein Hilfspaket der Eurostaaten nicht mehr zahlungsfähig gewesen wäre.

In der Zwischenzeit sind die Exporte wieder erstarkt, die Arbeitsproduktivität hat sich deutlich erhöht. Allerdings haben sowohl irischer Staat wie auch Privatpersonen und Unternehmen eine im internationalen Vergleich immer sehr noch hohe Gesamtverschuldung. Der Abbau dieser Altlast wird eine lange Zeit in Anspruch nehmen, ist aber nicht unmöglich.

Spanien ist derzeit Problemfall Nummer eins in der Eurozone. Und dies, obwohl die Zahlen für das staatliche Haushaltsdefizit im europäischen Vergleich noch relativ gut aussehen und Spanien über einige sehr erfolgreiche multinationale Konzerne verfügt. Kern des Problems ist eine im internationalen Vergleich sehr hohe Verschuldung des privaten Sektors, die in den vergangenen Jahren zunehmend von ausländischen Kapitalzuflüssen finanziert wurde. Spanien ist deshalb wie kein anderes großes Land der Eurozone von Kapitalimporten abhängig. Denn die erfolgreichen spanischen Unternehmen haben vor allem im Ausland investiert und dort Arbeitsplätze geschaffen, während sich die Wettbewerbsfähigkeit Spaniens während der Eurozeit deutlich verschlechtert hat.

Ähnlich wie Italien hat Spanien im letzten Herbst eine neue Regierung bekommen. Im Gegensatz zu Italien agiert die konservative Regierung in Madrid aber relativ zögerlich und ungeschickt. Die seit Herbst 2011 beschlossenen Maßnahmen zur Budgetsanierung haben bisher nur ungefähr das halbe Volumen wie in Italien, beim dringenden Problemfeld Bankensanierung fehlt auch ein halbes Jahr nach Regierungsantritt ein überzeugendes Konzept. Darüber hinaus wird die Sparpolitik durch den spanischen Föderalismus erschwert. Das Ausgabenverhalten der spanischen Regionalregierungen, die ca. 50% aller Staatsausgaben ausmachen, hat sich als intransparent und schwer zu kontrollieren erwiesen. Zwar hat die Zentralregierung reagiert und Verschuldungsgrenzen sowie Sanktionen bei Zielabweichungen eingeführt, dennoch muss sich erst erweisen, ob dies ausreicht.

Bremsklotz der Wirtschaftsentwicklung ist derzeit vor allem die instabile Lage im Bankensystem. Schätzungsweise 1/3 des Bankensektors sind praktisch bankrott. Vor allem lokale Sparkassen sind hiervon betroffen, weil sie auf maroden Immobilienkrediten sitzen. Die spanische Regierung hat bisher eine groß angelegte Rekapitalisierung des Bankensektors abgelehnt, weil die zu erwartende Staatsbeteiligung hieran ein extremes Loch in die ohnehin schon labilen Staatsfinanzen reißen würde. Stattdessen wurden Fusionen gefördert und nur mit Kapitalspritzen eingegriffen (wie zuletzt bei Bankia), wenn es absolut unvermeidbar war. Es ist jedoch unvermeidlich, dass der marode Teil des spanischen Bankensektors mit massiven Kapitalspritzen saniert wird, sei es durch spanische Regierungsgelder, europäische Finanzhilfen oder Zwangsbeteiligungen solider spanischer Finanzinstitute. Ein weiteres Hinausschieben des Problems erschwert zunehmend eine Lösung und ist derzeit der Hauptgrund für den Vertrauensverlust von Spanien an den internationalen Finanzmärkten.

Das seit Jahrzehnten schwer wiegendste strukturelle Problem Spaniens ist die Regierung Rajoy inzwischen angegangen. Aufgrund eines sehr restriktiven Kündigungsschutzes war der Arbeitsmarkt bisher sehr unflexibel. Während Inhaber eines Arbeitsplatzes auch bei mangelnder Leistung kaum von ihm zu entfernen waren, wurde es zunehmend selbst für hoch qualifizierte Berufsanfänger unmöglich, einen angemessenen Job zu finden. Konsequenzen waren eine im internationalen Vergleich immer stärker zurückgehende Arbeitsproduktivität und damit ein Verlust an Wettbewerbsfähigkeit, eine Zunahme der Schwarzarbeit und eine sehr hohe Jugendarbeitslosigkeit (bei unter 25jährigen derzeit ca. 50%). Mit der Senkung von Anforderungen für

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Abfindungen sowie Fördermaßnahmen für die Neueinstellung und die Qualifikation von Jugendlichen geht die Regierung den richtigen Weg. Allerdings wurden die Reformen vor ihrer Verabschiedung verwässert, insbesondere was die Privilegien von Staatsbediensteten betraf. Zudem sind keine schnellen Erfolge zu erwarten, die positiven Effekte werden sich erst in einigen Jahren bemerkbar machen.

Die Probleme Spaniens sind nicht unlösbar, allerdings müssen sie konsequenter angegangen werden als bisher. Zudem bleibt das Land mittelfristig von Kapitalimporten abhängig und damit praktisch von der Bereitschaft europäischer Institutionen, sei es die EZB oder sei es der Rettungsfonds, das Land zu finanzieren.

Wie kann es also in der Eurokrise weitergehen?

- Bei Griechenland und Portugal muss klar sein, dass sie auf Dauer von Transfers aus dem Rest von Europa angewiesen sein werden. Zwei Grundvoraussetzungen hierfür müssen aber gegeben sein: der politische Wille der Geberländer und die Bereitschaft der Nehmerländer zu Strukturreformen, damit die Probleme zumindest nicht ausufern. Bei Portugal scheint dies der Fall, bei Griechenland steht dies zunehmend infrage.
- In Italien ist bereits sehr Vieles auf den Weg gebracht worden. Erst bei einer konjunkturellen Erholung wird das Land aber erst wieder den Anschluss an das übrige Europa finden können. Es ist daher unbedingt notwendig, dass sich das Augenmerk der Politik von der Haushaltssanierung hin zur Wirtschaftsförderung verschiebt.
- Irland ist auf dem richtigen Weg, wird allerdings noch lange benötigen, um die Gesamtverschuldung der Volkswirtschaft in den Griff zu bekommen.
- Spanien muss seine strukturellen Probleme endlich umfassend angehen, um wieder ein vollwertiges Mitglied der Eurozone zu werden. Dies ist möglich, wird aber mehrere Jahre in Anspruch nehmen und erfordert ein konsequentes Vorgehen der spanischen Regierung. Indem sie selbst auf offensichtliche Probleme im Bankensektor und bei den Regionalregierungen nur spät und halbherzig reagierte, hat sie viel Vertrauen verspielt. Insbesondere muss endlich ehrlich eingestanden werden, dass die bisherigen Defizitziele zumindest für 2012 unrealistisch sind. Auch Finanzhilfen der europäischen Partner – sei es durch EZB-Kredite oder durch den Rettungsschirm – sind notwendig, solange Spanien stark von Kapitalimporten abhängig ist.
- Die starken Länder der Eurozone können eine Angleichung der Wettbewerbsfähigkeit beschleunigen, in dem sie ihre eigene Kostenbasis schwächen, z. B. durch massive Lohnerhöhungen. Auch wenn dies offiziell kategorisch bestritten wird, so zeigt die Unterstützung der Politik für die jüngsten Lohnforderungen der IG Metall, dass zumindest in Deutschland dieser Weg jetzt beschritten wird.
- Eine weitere Abwertung des Euro gegenüber US\$ und chinesischem Renminbi könnte insbesondere der Exportindustrie in Irland, Spanien und Italien helfen, würde allerdings die inflationären Tendenzen in Deutschland noch weiter verstärken.

Ein Fortbestand des Euro ist also nur möglich, wenn die Ungleichgewichte zwischen den einzelnen Volkswirtschaften durch Strukturreformen in den Krisenländern vermindert werden. Die Anpassungslast kann dabei aber nicht nur bei den Problemstaaten liegen, auch Deutschland wird sehr wahrscheinlich eine Inflationierung hinnehmen müssen.

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Will ein kleines Mitgliedsland, wie z. B. Griechenland, die Belastungen nicht tragen, ist seine Beteiligung weder für den Bestand noch den Erfolg des Euro zwingend notwendig. Angesichts der in Zukunft zu erwartenden Transferzahlungen an Griechenland ist auch fraglich, ob die derzeit von vielen Politikern beschworenen Kosten eines Ausstiegs im Vergleich zu den Kosten eines Verbleibs Griechenlands wirklich so hoch sind.

Die Euro-Krise ist für Südeuropa nicht nur sehr schmerzhaft, sie ist auch eine Chance für die Zukunft. Vor 14 Jahren wurde Südostasien von einer weit schweren Schuldenkrise durchgeschüttelt. Vom Aufschwung der Weltwirtschaft in den 80er und 90er Jahren hatten die Länder in dieser Region besonders profitiert, nach Jahren stürmischen Wachstums hatten sie aber an Wettbewerbsfähigkeit verloren und ihre Auslandsverschuldung erhöht. Ähnlich wie in Europa wurde ein Land nach dem anderen von der Krise erfasst, Sparprogramme wurden verabschiedet und scheiterten, IWF-Hilfspakete wurden gegeben, Banken verstaatlicht und rekapitalisiert. Die internationale Presse berichtete über soziale Unruhen und beschwor die Gefahren eines Kollaps für die gesamte Weltwirtschaft. Irgendwann stabilisierte sich die Situation aber wieder, und die betroffenen Länder konnten sich nicht nur erholen, sie wuchsen teilweise stärker als je zuvor. Insbesondere besonders stark betroffene Länder wie Südkorea, Thailand oder Indonesien profitierten im Nachhinein besonders von den Reformen. Südkorea hat vom Pro-Kopf-Bruttoinlandsprodukt inzwischen das Niveau eines durchschnittlichen EU-Staates erreicht und schickt sich an, zu den wohlhabendsten Nationen der Welt aufzusteigen.

Insofern sind auch die Perspektiven für die Euroländer und die Gemeinschaftswährung langfristig besser, als derzeit vielfach vermutet wird. Zumindest in Irland, Italien, Spanien und Portugal hat die Krise die richtigen Anpassungsprozesse in Gang gesetzt. In einigen Jahren können diese Länder wieder erfolgreiche Mitglieder einer wiedererstarkten Eurozone sein. Der Weg dahin wird allerdings nicht einfach.

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

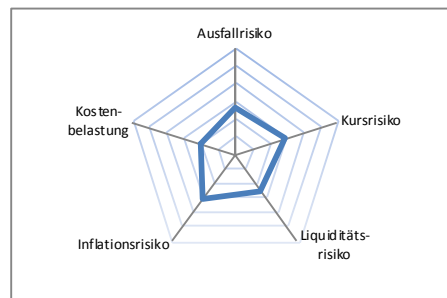
## Investmentfonds für Langfristanleger

Von Karl-Heinz Thielmann

| Robeco High Yield Bonds DH EUR |   |                |              |
|--------------------------------|---|----------------|--------------|
| Website:                       | <a href="http://www.robeco.com/">http://www.robeco.com/</a> | WKN:           | 988158       |
| KAG:                           | Robeco Luxembourg S.A.                                      | Kurs 1.6.2012: | 102,66 €     |
|                                |   | ISIN:          | LU0085136942 |

Der Robeco High Yield Bonds EH EUR – Rentenfonds investiert weltweit in hochverzinsliche Unternehmensanleihen. Hierbei können sowohl Anleihen mit Investmentgrade wie auch solche mit einer niedrigen Bonität – sogenannte Junk Bonds – erworben werden. Die einzelnen Titel werden in einem vierstufigen Anlageverfahren ausgewählt: 1. Marktanalyse nach dem Top-down-Prinzip; 2. Auswahl von Largecap-Emittenten und Leveraged Buyouts; 3. Auswahl von Smallcap-Emittenten; 4. Anlage bei Sondersituationen wie etwa Neuemissionen. Hierbei werden sowohl fundamentale wie auch quantitative Research-Methoden kombiniert. Alle Währungsrisiken werden gegen den Euro abgesichert. Zur Verminderung des Ausfallrisikos sind die Anlagen mit gegenwärtig mehr als 200 Titeln über Emittenten, Sektoren und Länder sehr breit gestreut. Derzeit liegt der Anlageschwerpunkt des Fonds bei Investmentgrade-Anleihen, die die zu hochzinsähnlichen Spreads gehandelt werden.

|              |            |                 |
|--------------|------------|-----------------|
| Börsenhandel | Indexfonds | Kostenbelastung |
| ja           | nein       | 2,00            |
| Ausschüttend | Volumen    |                 |
| nein         | ca. Mio. € |                 |
|              | 43,30      |                 |



| Risikokennziffern |                   |
|-------------------|-------------------|
| Ausfallrisiko     | Liquiditätsrisiko |
| 2,70              | 2,50              |
| Kursrisiko        | Inflationsrisiko  |
| 3,00              | 3,00              |

Hochzinsanleihen liefern derzeit global im Durchschnitt eine um ca. 600 Basispunkte höhere Rendite als Staatsanleihen gleicher Laufzeit. Aufgrund des erhöhten Ausfallrisikos in diesem Segment ist eine genaue Analyse der einzelnen Emittenten und ihres wirtschaftlichen Umfeldes von zentraler Bedeutung für den Anlageerfolg. Der von uns analysierte Fonds hat im Segment der Fonds für Hochzinsanleihen historisch zwar eine überdurchschnittliche, aber nicht immer die beste Performance gehabt. Allerdings überzeugt der Fonds durch den konsequenten Ansatz beim Risikomanagement und durch vergleichsweise niedrige Kosten (Total Expense Ratio von 1,17%). Er eignet sich für Investoren, die die Renditevorteile des hochverzinslicher Unternehmensanleihen nutzen wollen, ohne dabei zu hohe Risiken einzugehen.

Der Robeco High Yield Bonds EH EUR – Rentenfonds ist unserer Einschätzung nach geeignet für:

- konservative Anleger als Depotbeimischung (0%-2% Portfoliogewicht)
- chancenorientierte Investoren als Kerninvestment (4%-8% Portfoliogewicht)
- risikobewusste Anleger als Basisinvestment (2%-4% Portfoliogewicht)

Empfehlungshistorie: bisher keine Empfehlungen.

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

## Impressum:

LONG-TERM INVESTING Research AG - Institut für die langfristige Kapitalanlage

Vorstand: Karl-Heinz Thielmann

Aufsichtsrat: Dr. Gregor Seikel (Vorsitzender)

Weinbrennerstr. 17, 76135 Karlsruhe

Tel.: +49 (0)721 – 6293 9773, Fax.: +49 (0)322 2376 4968

E-Mail: [info@long-term-investing.de](mailto:info@long-term-investing.de)

Inhaltlich verantwortlich: Karl-Heinz Thielmann

Weinbrennerstr. 17, 76135 Karlsruhe

Bildnachweis: Seite 4: [www.handelsbanken.com](http://www.handelsbanken.com); Seite 10-12: [www.apple.com](http://www.apple.com)

## Anhang:

a) Unser System der Unternehmensanalyse:

1. Mit der **qualitativen Analyse** werden Erfolgsfaktoren identifiziert, durch die Unternehmen eine anhaltende Fähigkeit zur Generierung von freiem Cashflow bzw. Überschusskapital haben: Weil sie a) aufgrund von dauerhaften Wettbewerbsvorteilen über eine überdurchschnittliche Marktposition verfügen; b) ein am langfristigen Unternehmenserfolg ausgerichtetes Management haben; c) den Erfolg nicht auf Kosten der Mitarbeiter oder der Umwelt erzielen (Corporate Governance; Nachhaltigkeit) bzw. d) von globalen Megatrends profitieren.
2. **Finanzstatusanalyse**: Bilanz, Gewinn-und-Verlust-Rechnung sowie Cashflow Rechnungen aus den aktuellsten Geschäftsberichte werden mit Bilanzkennzahlen ausgewertet.
3. Die **Bewertungsanalyse** wird auf der Basis eigener Prognosen mittels allgemein anerkannter und weitverbreiteter Methoden der fundamentalen Analyse wie dem DCF-Modell; der Kennzahlenanalyse (insbesondere Kurs-Gewinn-Verhältnis; Dividendenrendite; Kurs-Buchwert; Unternehmenswert zu Umsatz) sowie von Peergroup-Vergleichen durchgeführt.
4. Bei der technischen Analyse untersuchen wir langfristige Trendverläufe sowohl in der absoluten Kursentwicklung wie auch in der relativen Kursentwicklung zu einem Vergleichsindex. Sofern nicht anders bezeichnet, ist für europäische Aktien dieser Vergleichsindex der STOXX® Europe 600 Preisindex; für außereuropäische Aktien der STOXX® Global 1800 Preisindex.
5. Darüber hinaus erfassen wir auch die **Risikofaktoren**, die einem langfristigen Anlageerfolg entgegenstehen. Dabei werden folgende Risiken einzeln bewertet:  
Ausfallrisiko (Renten: das angelegte Geld wird nicht oder nur unvollständig zurückgezahlt; Aktien: Aufgrund von unternehmerischem Misserfolg kommt es zur dauerhaften Wertminderung der Anlage). Die Kriterien für das Ausfallrisiko sind: bei Unternehmen Bonität, Verschuldung (bilanziell und außerbilanziell),

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

freier Cashflow, Produktvielfalt, Marktzutritt-Schranken, etc.; bei Ländern Budgetdefizite, Schattenhaushalte, Leistungsbilanzsalden, Währungssystem, Stabilität.

Kursrisiko (eine Kapitalanlage kann aufgrund von Kursschwankungen nur zu einem ungünstigen Kurs verkauft werden). Kriterien für das Kursrisiko sind Volatilitätskennzahlen wie die Standardabweichung oder  $\beta$ , etc.

Liquiditätsrisiko (eine Kapitalanlage kann mangels Nachfrager nicht oder nur unter Wert verkauft werden). Kriterien für das Liquiditätsrisiko sind: Tiefs bei Börsenumsätzen; Bid Ask Spread; Transaktionskosten, etc.

Inflationsrisiko (eine Kapitalanlage wird durch Steigerungen des allgemeinen Preisniveaus entwertet). Kriterien für das Inflationsrisiko sind: Duration, Kapitalintensität, Zinssensitivität, Preiselastizität der Nachfrage, etc.

Die Risikoarten werden nach Schulnoten eingestuft. Im Einzelnen vergeben wir folgende Bewertungen:

- 1: sehr gut (minimales Risiko)
  - 2: gut (praktisch kein Risiko; erhöhtes Risiko nur unter sehr unwahrscheinlichen theoretischen Extremumständen)
  - 3: befriedigend (normalerweise geringes Risiko; unter Extremumständen erhöhtes Risiko)
  - 4: ausreichend (normalerweise leicht erhöhtes Risiko; unter Extremumständen stark erhöhtes Risiko)
  - 5: mangelhaft (hohes Risiko, für Langfristanleger nicht geeignet; möglicherweise aber für Spezialisten mit kontinuierlicher Risikokontrolle oder kurzfristige Anleger noch geeignet)
  - 6: ungenügend (unverantwortlich hohes Risiko)
6. Bei Investmentfonds wird zusätzlich noch die Kostenbelastung bewertet. Hierbei wird ein Schulnotensystem analog zur Risikobewertung verwandt.

## b) Empfehlungssystem:

Die Empfehlungen richten sich an einen Anleger mit einem Anlagehorizont von 5-10 Jahren und werden je nach der Risikoausrichtung der Investoren (risikoavers, konservativ, chancenorientiert, risikobewusst) differenziert. Hierbei gibt es 4 Abstufungen: Nicht empfehlenswert (0% Portfoliogewicht); zur Depotbeimischung geeignet (0%-2% Portfoliogewicht); Basisinvestment (2%-4% Portfoliogewicht); Kerninvestment (4%-8% Portfoliogewicht). Ein Anleger sollte bei der Auswahl einzelner Investments auf Risikozusammenhänge zwischen den einzelnen Finanzinstrumenten achten und einen qualifizierten Anlageberater hinzuziehen.

## Rechtliche Hinweise:

### Hinweise gemäß FinAnV:

Die LONG-TERM INVESTING Research AG – Institut für die langfristige Kapitalanlage erstellt Finanzanalysen im Sinne der „Verordnung über die Analyse von Finanzinstrumenten (Finanzanalyseverordnung - FinAnV)“.

### Hinweis gemäß § 4 FinAnV:

1) Wesentliche Informationsquellen: Hauptinformationsquelle sind Geschäfts- und Quartalsberichte des Emittenten sowie von der Investorenbetreuung des Emittenten auf Webseiten, Investorenkonferenzen oder Analystenveranstaltungen zur Verfügung gestellte Informationen. Diese Quellen wurden bei den in dieser Ausgabe veröffentlichten Analysen nur passiv genutzt, die Emittenten haben nicht aktiv Informationen beigesteuert. Darüber hinaus werten wir auch Beiträge der seriösen Wirtschaftspresse sowie Nachhaltigkeitsreports über den jeweiligen Emittenten aus.

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Umsatz-, Gewinn- und Dividendenschätzungen basieren auf eigenen Bewertungsmodellen. Volkswirtschaftliche Zeitreihen beziehen wir - sofern nicht anders angegeben - bei der Deutschen Bundesbank. Die dieser Ausgabe verwendeten Zahlen zum Außenhandel kommen vom IWF, die Zahlen zur Arbeitsproduktivität von der OECD.

Für Kursdaten haben wir eine eigene Datenbank aufgebaut, die - sofern nicht anders angegeben – die amtlichen und um Kapitalmaßnahmen bereinigten Kurse von der jeweiligen Hauptbörse enthält. Hauptbörsen sind: Aktien Deutschland & ETF's: Xetra; Renten: Börse Stuttgart; USA: NYSE bzw. Nasdaq; Niederlande & Frankreich: Euronext; Spanien: Börse Madrid; Italien: Börse Mailand; internationale Technologieaktien: Nasdaq. Bei nicht als ETF's gehandelten Investmentfonds werden die von der KAG veröffentlichten Rücknahmekurse genommen.

Finanzanalysen werden vor ihrer Veröffentlichung dem Emittenten normalerweise nicht zugänglich gemacht und danach geändert. Abweichungen von dieser Praxis werden gesondert gekennzeichnet.

2) Zur Erstellung genutzte Bewertungsgrundlagen und Methoden: siehe Seite 21.

3) Das Datum der ersten Veröffentlichung unserer Analysen ist – sofern nicht anders gekennzeichnet – der auf der ersten Seite angegebene Erscheinungstag von „Mit ruhiger Hand“; für diese Ausgabe also der 2. Juni 2012.

4) Datum und Uhrzeit der darin angegebenen Preise von Finanzinstrumenten entsprechen – sofern nicht anders gekennzeichnet – dem Schlusskurs vom Vortag des Erscheinungsdatums an der genannten Hauptbörse des jeweiligen Finanzinstruments.

5) Aktualisierungen: Für Aktualisierungen der bestehenden Analysen aus der aktuellen Ausgabe ist kein fester Zeitrahmen vorgesehen und besteht auch keine Verpflichtung.

6) Hinweis auf eigene Finanzanalysen aus den der Veröffentlichung vorausgegangenen zwölf Monaten, die sich auf dieselben Finanzinstrumente oder Emittenten beziehen: keine Veröffentlichungen.

Hinweis gemäß § 5 FinAnV:

**Interessenkonflikte:** Umstände oder Beziehungen werden im Folgenden angegeben, die Interessenkonflikte begründen können, weil sie die Unvoreingenommenheit der Mitarbeiter, die die Analysen in dieser Ausgabe erstellt haben, der LONG-TERM INVESTING Research AG – Institut für die langfristige Kapitalanlage als das für die Erstellung verantwortliche Unternehmen sowie sonstiger an der Erstellung mitwirkenden Personen oder Unternehmen gefährden könnten.

Mitarbeiter an dieser Ausgabe haben oder waren in Bezug auf ein in dieser Ausgabe erwähntes Finanzinstrument bzw. mit einem genannten Emittenten:

- 1) Anteile im Besitz: keine
- 2) in den vergangenen 12 Monaten an Transaktionen beteiligt: Handelsbanken-Aktien
- 3) eine vertragliche Beziehung eingegangen: nein
- 4) an einer Emission oder Sekundärmarktplatzerung eines Finanzinstruments beteiligt: nein

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

## **Disclaimer:**

Die in dieser Publikation enthaltenen Informationen dienen ausschließlich informativen Zwecken. Sie stellen auf keinen Fall Werbung oder ein Angebot, insbesondere einen Prospekt oder eine Aufforderung zum Handel, der Zeichnung, dem Kauf oder dem Verkauf von Wertpapieren bzw. zur Teilnahme an einer Handelsstrategie, dar.

Obwohl unsere Informationen aus Quellen stammen, die wir für zuverlässig halten und der Inhalt dieser Publikation mit großer Sorgfalt zusammengestellt wurde, können wir keine - weder ausdrückliche noch stillschweigende - Gewähr für die Richtigkeit oder Vollständigkeit der Angaben übernehmen.

Wir behalten uns das Recht vor, jederzeit und unangekündigt Änderungen oder Aktualisierungen der in dieser Publikation enthaltenen Informationen vorzunehmen. Weder die LONG-TERM INVESTING Research AG – Institut für die langfristige Kapitalanlage noch irgendwelche Aufsichtsräte, Vorstandsmitglieder oder Mitarbeiter dieser Gesellschaft können direkt oder indirekt für in dieser Publikation enthaltenen Informationen und/oder Empfehlungen haftbar oder verantwortlich gemacht werden.

Die in dieser Publikation enthaltenen Informationen sind auf keinen Fall als Erbringung einer Investmentdienstleistung zu verstehen und sind kein Ersatz für eine persönliche Anlageberatung. Die Verwendung der in dieser Publikation enthaltenen Informationen erfolgt ausschließlich auf eigene Gefahr. Wir sind weder direkt noch indirekt für irgendwelche Verluste oder Schäden, die dem Leser durch die Verwendung dieser Publikation oder durch eine darauf basierende Entscheidung entstehen, haftbar.

Investitionen sind mit Risiken verbunden. Bitte beachten Sie, dass der Wert der Anlage steigen oder sinken kann und die Wertentwicklung in der Vergangenheit nicht notwendigerweise aussagekräftig für die Wertentwicklung in der Zukunft ist und in keinem Fall als aussagekräftig betrachtet wird.

Diese Publikation und die darin enthaltenen Informationen sind streng vertraulich und dürfen zu keinem Zeitpunkt ohne unsere vorherige Zustimmung kopiert, vervielfältigt, verbreitet oder Dritten zugänglich gemacht werden. Jegliche Ansprüche, die sich aus oder im Zusammenhang mit den Bedingungen dieses Haftungsausschlusses ergeben, unterliegen deutschem Recht.

Die in dieser Publikation enthaltenen Analysen und alle darin aufgezeigten Informationen sind nur zur Verbreitung in den Ländern bestimmt, nach deren Gesetz dies zulässig ist. Diese Analyse richtet sich ausdrücklich nicht an Anleger in den USA, Japan und Kanada. In Großbritannien ist sie nur für Personen bestimmt, die in Art. 11 (3) des Financial Services Act 1986 (Investments Advertisements) (Exemptions) Order 1996 (in der jeweils geltenden Fassung) beschrieben sind. Es wird darauf explizit hingewiesen, dass insbesondere auch die Weiterleitung dieser Publikation in die USA und an US-Personen sowie in alle Länder, in denen der Vertrieb dieser Publikation beschränkt ist, nicht zulässig ist.

Allein verbindliche Grundlage für den Erwerb von Investmentfonds sind die jeweiligen Verkaufsprospekte mit Risikohinweisen und ausführlichen Informationen, die Sie kostenlos bei Investmentgesellschaft unter auf ihrer Internetadresse erhalten.

Die Entlohnung der Mitarbeiter von „Mit ruhiger Hand“ hängt weder in der Vergangenheit, der Gegenwart noch in der Zukunft direkt oder indirekt mit den Einschätzungen oder den Sichtweisen, die in dieser Publikation geäußert werden, zusammen.