

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Nummer 54 / 4. Quartal 2017

Experten – starke Marken – Hotelimmobilien



Inhalt dieser Ausgabe:

Seite 2

Klartext: Eine Experten-Warnung

Die Medien sind voller Warnungen durch Experten, gleichzeitig werden diese immer weniger ernst genommen. Es gibt zwei Anforderungen an Experten, die unterschiedlich gut erfüllt werden können: die Unsicherheit über die Zukunft zu nehmen oder aufgrund spezieller Fähigkeiten etwas besonders zu gut machen. Genaue Vorhersagen über die Zukunft werden zur Reduzierung der Unsicherheit verlangt, sind i.d.R. aber nicht möglich. Experten mit klaren Zukunftsaussagen werden in der Öffentlichkeit beachtet, liegen damit zumeist falsch. Experten, die differenziert analysieren, haben oft zumindest ungefähr recht, wirken aber wenig selbstsicher und haben nur geringe Resonanz in der Presse.

Seite 10

Klasse statt Masse: starke Marken

Marken erzeugen für den Käufer einen Wert, der über den rein materiellen Nutzwert eines Produktes hinausgeht. Bei starken Marken ergibt sich hieraus ein andauernder Wettbewerbsvorteil, der eine hohe und sichere Profitabilität ermöglicht. Allerdings ist es keineswegs einfach, die Stärke einer Marke zu etablieren und auch dauerhaft beizubehalten.

Seite 14

Starke Marken an der Börse

Unter den börsennotierten Unternehmen sind viele Inhaber bekannter Marken. Wirklich starke Marken sind allerdings nicht so häufig. Als Beispiele werden Apple, Nestlé, Ferrari oder Hermès International vorgestellt. Einerseits wird gezeigt, was die Firmen und ihre Marken besonders stark macht, andererseits aber auch Schwachstellen und Herausforderungen identifiziert.

Seite 22

Hotelmärkte in Skandinavien und Osteuropa: am Rand, aber nicht im Abseits

Internationale Immobilien-Investoren richten ihr Augenmerk zunehmend auf Märkte in Zentral- und Osteuropa (CEE) sowie Skandinavien. Einem wachsenden Städtetourismus sowie der erhöhten Mobilität internationaler Geschäftsreisender steht vielerorts noch ein unzureichendes Angebot gegenüber. Dies eröffnet Wachstumschancen bei gleichzeitig noch interessanten Renditen.

Seite 30

Anhang: Quellen, Impressum, rechtliche Hinweise

Seite 35

Disclaimer

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Klartext: Eine Experten-Warnung

Liebe Langfristanleger,

kaum eine Fernsehinformationssendung, keine seriöse oder unseriöse Zeitung, und auch kein Sachbuchverlag kommen mehr ohne Warnungen eines Experten vor „den katastrophalen Folgen“ von irgendetwas aus. Ob Raketen aus Nord-Korea, EZB-Geldpolitik, Präsident Trump, Flüchtlinge, Gentechnik, Bankenpleiten, Rechtsradikale, Klimawandel, Reformstau, Mietpreisbremse, soziale Ungleichheit oder etwas anderes: Kein Thema kann mehr diskutiert werden, ohne dass uns Experten davor warnen, dass aktuelle Entwicklungen oder wichtige Entscheidungen aufgrund ihrer Prognosen unweigerlich zu irreparabel negativen Konsequenzen führen müssen. Glücklicherweise sind die Warnungen fast immer maßlos übertrieben oder komplett unberechtigt.



Die Brexit-Abstimmung 2016: ein Musterbeispiel dafür, was bei Experten alles schief gehen kann

Speziell die britische Abstimmung über den Brexit vor einem Jahr war ein Debakel für das Expertentum. Die meisten Ökonomie-Experten hatten eindringlich vor gravierenden negativen Folgen eines Brexit für die britische Wirtschaft gewarnt; so gut wie kein Meinungsforscher-Experte hat mit einem Erfolg der Europagegner gerechnet.

Noch ärgerlicher für die Expertengemeinschaft ist aber, dass sich viele Brexit-Befürworter in ihrer Meinung von der Ablehnung durch die Experten sogar ermutigt sahen. Sie haben ganz bewusst gegen den Expertenrat gehandelt, weil sie ihm nicht glaubten. Der konservative Politiker Michael Gove brachte die Anti-Expertenstimmung vor dem Brexit auf den Punkt, indem er formulierte: *„Die britische Öffentlichkeit hat genug von sogenannten Experten, die sowieso immer alles falsch prognostizieren.“* Die Brexit-Warnungen tat er als ideologisch beeinflusste Gefälligkeitsgutachten ab, und viele Wähler folgten seiner Einschätzung.¹

Tatsächlich haben sich insbesondere die Prognosen eines sofortigen ökonomischen Desasters nach dem EU-Austrittsvotum nicht bestätigt, was die Brexit-Befürworter in ihrer Ablehnung von Experten erneut bestärkt hat. Die Wirtschaft wuchs zunächst kräftig. Zwar ist dies vor allem der Bank of England zu verdanken, die unmittelbar nach der Bekanntgabe des Referendumsergebnisses den Geldhahn aufdrehte. Dies löste eine deutliche Abwertung der Währung aus und begünstigte ein starkes Wachstum der Konsumentenkredite. Diese kurzfristige Stimulanz konnte zumindest für ein paar Monate die Belastungen kompensieren. Die Investitionen sind tatsächlich eingebrochen, z. B. in der Autoindustrie 2017 um ca. $\frac{3}{4}$ gegenüber 2015.² Die wichtige Finanzindustrie bereitet ihren Rückzug nach Dublin, Frankfurt oder Paris vor. Die endgültige Belastung wird aber erst nach Beendigung der Austrittsverhandlungen feststehen. Großbritannien wird als Brexit-Folge leiden, allerdings deutlich geringer und viel später, als von fast allen Experten-Warnern prognostiziert.

Eigentlich hätten die warnenden Ökonomen damit rechnen müssen, dass die britische Notenbank oder die Finanzpolitik in irgendeiner Form versuchen würden, die unmittelbaren Folgen des Brexit-

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Votums abzumildern. Doch dies haben sie lieber zugunsten von Panikmache verdrängt. Der Grund, warum sie dies gemacht haben, ist ganz simpel: Mit moderaten und seriösen Statements wären sie kaum in die Presse gekommen, die nach aufmerksamkeitswirksamen Schlagzeilen sucht. Also meinten sie, dass ihnen gar nichts anderes übrig blieb, als maßlos zu übertreiben. Und zumindest damit hatten sie recht: Hätten sie sich differenzierter und realistischer geäußert, wären sie zwar glaubwürdig geblieben, aber kaum in der Öffentlichkeit wahrgenommen worden.

Was ist die Aufgabe eines Experten?

Seit Anbeginn der Zivilisation gibt es Experten. Ebenfalls seit Urzeiten gibt es zwei Arten hiervon: solche, die etwas besonders gut machen können; und solche, die Unbekanntes erforschen und die Welt erklären sollen. Vor über zehntausend Jahren brachte die beginnende Arbeitsteilung die ersten Landwirte sowie Bergmanns- und Handwerkerberufe mit sich – Experten dafür, aufgrund spezifischer Fachkenntnisse etwas besser zu machen als andere. Und es bildete sich eine Schicht von Experten, die sich über unsere Existenz und das allgemeine Nichtwissen hierüber Gedanken machten. Hierzu gehörten Priester, Zauberer und Wahrsager, aber auch die Philosophen des alten Griechenlands, die als Erste eine wissenschaftliche Vorgehensweise bei ihren Gedanken über die Welt anwandten.

Unsere moderne Welt ist voll von den verschiedenartigsten Experten. Doch ihre Aufgaben sind im Prinzip die gleichen geblieben: Dinge besonders gut machen, die Welt besser verstehen helfen und Voraussagen zu treffen. Die Experten „um Dinge besonders gut zu machen“ sind i. d. R. nach wie vor hoch angesehen, wie Musiker, Ärzte oder Ingenieure. Doch den Experten für das Weltverstehen wird hingegen von vielen Menschen mit immer stärkerem Misstrauen und Ablehnung begegnet. Doch dies liegt nicht allein an der mangelhaften Qualität von Experten. Denn unrealistische Anforderungen an sie haben dazu geführt, dass speziell den relativ guten Experten oft besonders misstraut wird.

Die Zukunft ist ganz sicher nicht so wie vorhergesagt

„Das Gehirn kommt nicht besonders gut mit Unsicherheit zurecht“ stellte der Neurowissenschaftler Dean Burnett in seinem Buch „The Idiot Brain“ fest.³ Unser Verstand hat ein natürliches Sicherheitsbedürfnis und kommt mit der Tatsache nicht klar, dass wir nicht wissen, was uns in der Zukunft erwartet. Daher haben wir verschiedene Mechanismen entwickelt, die uns entweder eine Reduktion oder eine Verdrängung dieser Unsicherheit erlauben. Aufgrund der Angst vor der Unsicherheit gibt es schon seit Anbeginn der Zivilisation das Bemühen, mittels Experten die Zukunft schon in der Gegenwart erkennbar zu machen. Weiterhin sollten diese im Fall einer negativen Zukunftsprognose Handlungsanweisungen für die Menschen ableiten, um Unheil zu verhindern.

Bis zum Zeitalter der Aufklärung war dies ganz einfach: Es gab kaum greifbares Wissen über die Welt und ihre Kausalketten. Propheten, Orakel, Magier oder Priester der jeweils vorherrschenden Religionen gaben vor, über geheimes Wissen zu verfügen, das ihnen genaues Weltverständnis und Vorhersagen erlaubte. Sie interpretierten unerklärliche Ereignisse entweder als unabänderliches Schicksal oder als „Gottes Wille“, d. h. göttliche Reaktion auf menschliche Handlungen (z. B. Sühne von Sünde). Insofern schien auch die Zukunft vorhersehbar, sowie – falls nicht durch das Schicksal unverrückbar vorherbestimmt – in eindeutiger Weise steuerbar: Gottgefälliger Lebenswandel wurde be-

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

lohnt, Sünden wurden bestraft. Man musste nur dem folgen, was die Priester oder Zauberer als Interpretation von Gottes Willen ausgaben, dann wurde jede Unsicherheit über die Zukunft beseitigt. In der Moderne ist man hiervon abgekommen. Statt der Auslegung religiöser Lehren sorgen inzwischen wissenschaftliche Methoden für ein verbessertes Weltverständnis. Leider ist hiervon aber die Zukunft an sich nicht klarer und vorherbestimmbarer geworden. Seriöse genaue Vorhersagen sind noch genauso unmöglich wie vor 10.000 Jahren. Denn wie uns die Chaos-Theorie gezeigt hat, können kleinste und nicht erwartbare Ereignisse gewaltige Auswirkungen haben.

So konnte beispielsweise niemand ahnen, dass der Bakteriologe Alexander Fleming 1) aus Versehen im Jahr 1928 eine Bakterien-Nährkultur mit Schimmelpilzen verunreinigte; 2) dann einen Monat in Urlaub fuhr und 3) nach der Rückkehr die verdorbene Nährkultur nicht einfach wegwarf, sondern genau analysierte. Durch den zwischenzeitlich entstandenen Schimmel waren die Bakterien zurückgedrängt worden. Diese Entdeckung führte zur Entwicklung von Penicillin und rettete unzähligen Menschen das Leben. Schlamperei in Kombination mit individuellem Genie führte zu einer der größten Revolutionen in der Medizin – ein in keiner Weise vorherzusehendes Ereignis.⁴

Nichtsdestotrotz erwarten die Menschen jetzt von Experten nicht nur, dass sie Zusammenhänge aufdecken und Wirkungsmechanismen beschreiben, sondern auch, dass sie diese Kenntnisse zum Erstellen von relativ exakten Prognosen benutzen. Weil man inzwischen so Vieles genau messen und erfassen kann, sollen auch die Vorhersagen und Empfehlungen noch präziser sein als die Prophezeiungen von Gottesdienern, Magiern und Wahrsagern.

Speziell von Experten, die etwas besonders gut können oder in einem Fachbereich besonders erfolgreich geforscht haben, wird oft erwartet, dass sie deswegen auch besonders genau prognostizieren können. Dies kann jedoch ein krasser Fehlschluss sein: In einer komplexen Welt, wo Menschen in gegenseitigen Abhängigkeiten interdependent entscheiden und Innovationen unsere Umwelt permanent verändern, sind Prognosen von Experten mit einer hohen Fehlerwahrscheinlichkeit behaftet.

Bei komplexen Problemen sind etablierte Experten oftmals Querdenker-Experten und aufmerksamen Laien unterlegen

Michael J. Maboussin hat schon vor einigen Jahren darauf hingewiesen, dass die Treffsicherheit von Experten-Vorhersagen ganz stark davon abhängt, mit was von einer Art von Problem sie konfrontiert sind.⁵ Bei klar strukturierten Problemen mit eindeutigen Wirkungszusammenhängen und einer überschaubaren Anzahl von Lösungsmöglichkeiten sind Experten klar im Vorteil. Ihr Fachwissen hilft ihnen dann, viel schneller und sicherer die richtige Lösung zu finden als der Laie.

Anders sieht es bei nichtlinearen komplexen Problemen aus. Hier irren sich Experten oft und gravierend, weil sie einem sog. reduktiven Bias unterliegen: Sie behandeln komplexe Probleme so, als seien sie durch simple lineare Modelle zu beschreiben. Dies führt dazu, dass sie i.d.R. alte Trends fortschreiben. Damit ignorieren sie aber auch Veränderungen in den Umweltbedingungen, unterschätzen evolutionären Wandel und übersehen Strukturbrüche. Sie sind oftmals in alten Denkmustern gefangen, was das Erkennen von Neuem besonders schwierig macht. Aufmerksamen Laien hingegen fehlt die „Betriebsblindheit“ von Experten, sie können wichtige Veränderungen früher erkennen.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Experten für komplexe nichtlineare Probleme sind beispielsweise Klimaforscher, Ökonomen und Aktienanalysten. Sie können für die Zukunft höchstens grobe Aussagen treffen, die sich i.d.R. aus der Fortschreibung historischer Trends ergeben. Gerade bei ökonomischen oder sozialen Themen ist es selbst für hoch qualifizierte Experten komplett unmöglich, alle relevanten Einflussfaktoren zu kennen und richtig zu bewerten. Und wenn irgendetwas Disruptives geschieht, sind Experten mit ihrem Erfahrungswissen oftmals völlig aufgeschmissen. Gerade bei Disruption sind etablierte Experten besonders benachteiligt und geben zumeist ganz schlechte Prognosen ab: Denn hier ist fatal, dass sie in alten – und bisher bewährten – Denkmustern feststecken, was sie blind für das Neue machen kann. Aufmerksame Laien hingegen können dann trotz mangelnden Fachwissens aus Veränderungen eher die richtigen Konsequenzen ziehen bzw. bessere Prognosen abgeben.

Zwar sind nicht alle Experten intellektuell unflexibel und können Veränderungen aufspüren. Sie werden dann allerdings oftmals als „Querdenker“ von ihren Fachkollegen erbittert bekämpft, weil sie bestehende Lehrmeinungen infrage stellen. Als der Arzt John Snow 1854 empirisch zeigen konnte, dass Cholera mit durch Fäkalien verschmutztem Trinkwasser zusammenhing und die damalige Lehrmeinung über die Verbreitung von Cholera falsch war, wurde er massiv von anderen Ärzten angefeindet. Erst Jahrzehnte nach seinem Tod wurden seine Erkenntnisse allgemein akzeptiert und führten zur Entwicklung der modernen Epidemiologie.⁶

Leider hat sich bis heute wenig geändert: Auf der Notenbankersitzung in Jackson Hole im August 2005 störte Raghuram Rajan, der indische Chefökonom des IWF, die allgemeine Freude an der stabilen Aufwärtsentwicklung der Weltwirtschaft. Seiner Ansicht nach bauten sich gravierende Risiken im globalen Finanzsystem auf. Insbesondere störte er sich daran, dass durch die damaligen Finanzinnovationen Risiken verschleiert bzw. auf schwache Schultern umverteilt wurden. Bei den anderen Sitzungsteilnehmern stieß Rajan auf einmütige Ablehnung. Man beschuldigte ihn, dass er die Funktionsweise moderner Finanzmärkte nicht verstanden habe. Larry Summers, der spätere Chief Economic Adviser der Obama-Regierung, warf Rajan sogar vor, dass seine Ideen denjenigen von Maschinenstürmern des 19. Jahrhunderts glichen und er nur das Rad der Geschichte zurückdrehen wolle.⁷

Wie sich später zeigte, war Rajan einer der wenigen Ökonomen, die 2005 die Probleme des Weltfinanzsystems tatsächlich begriffen hatten. Die unmittelbare Konsequenz für ihn war allerdings, dass er seinen Job beim IWF verlor. Stattdessen machten neben Larry Summers insbesondere diejenigen Ökonomen Karriere, die Rajan in der Diskussion niedergemacht hatten: Ben Bernanke wurde Chairman der US-Notenbank, Don Kohn wurde sein Vice Chairman und Tim Geithner US-Finanzminister.

„Einhändige“ Ökonomen sind beliebt bei Medien und Politikern, liegen aber meistens schief

Dummerweise sind gerade diejenigen Experten in der Politik und auch in der Öffentlichkeit oftmals schlecht angesehen, die sich der Problematik komplexer Situationen bewusst sind. Denn sie vermeiden klare Festlegungen auf bestimmte Zukunftsszenarien und revidieren ihre Meinung, wenn sie merken, dass sie falsch liegen. In der Ökonomie war lange ein eher vorsichtiger Umgang mit eindeutigen Zukunftsaussagen üblich. Ökonomen wollten vor allem Wirkungsketten analysieren und darstellen, unter welchen Bedingungen in der Zukunft Veränderungen passieren. So stellte der Mainzer Volkswirt Ulrich van Suntum fest: *„Die Lieblingsantwort eines Ökonomen ist [...] ‚Kommt darauf an‘“*.⁸

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Bei den Empfängern ökonomischer Analysen kam eine solche Vieldeutigkeit bei Antworten i.d.R. aber gar nicht gut an. So lästerte einmal der ehemalige US-Präsident Harry Truman über Ökonomen: *“Give me a one-handed economist. All my economists say, ‘on the one hand...on the other’”*.⁹ Einer seiner Nachfolger – Ronald Reagan – machte den Witz, man solle eine Ökonomen-Ausgabe von Trivial Pursuit erfinden; mit 100 Fragen und 3.000 Antworten.¹⁰

Seit einigen Jahren haben sich deshalb einige Ökonomen – wie z. B. Paul Krugman und Hans Werner Sinn – vom traditionellen „kommt drauf an“ gelöst. Sie machen in der Öffentlichkeit klare Aussagen über die Gegenwart und die Zukunft sowie prognostizieren konkret, wie sich Wirtschaftsdaten und Wertpapierkurse entwickeln werden. Weiterhin geben sie zumeist eindringliche Warnungen vor zukünftigen Entwicklungen ab, die im Widerspruch zu ihren eigenen Überzeugungen stehen. Sie werden deshalb auch oft in Anlehnung an Harry S. Truman als „einhandige Ökonomen“ bezeichnet.¹¹

Mit ihren drastischen Vorhersagen erreichen diese Einhand-Ökonomen einen hohen Grad an öffentlicher Aufmerksamkeit. Einfache und klare Aussagen sind bei Pressevertretern beliebt; insbesondere, wenn sie schockieren und so auflagesteigernd platziert werden können. Auch Sachbücher mit Krisenszenarien lassen sich bestens verkaufen. Paul Krugman hat es durch seine regelmäßigen Kolumnen in der New York Times zum meistgelesenen Ökonomen der Welt geschafft. Auch Politiker und Interessenverbände mögen einfache Expertenaussagen und Prognosen, zumindest, wenn sie in ihr ideologisches Weltbild passen und als „wissenschaftliche“ Rechtfertigung für die eigenen Meinungen herangezogen werden können. Ob sich Prognosen dann als richtig erweisen, erscheint irrelevant.

Tatsächlich ist längst empirisch belegt, dass Medien in ihren Publikationen vor allem auf Experten setzen, deren Analysen besonders oberflächlich sind und bei denen Prognosen im Nachhinein besonders weit danebenliegen.¹² Glücklicherweise gibt es aber trotzdem noch viele andere hoch qualifizierte Experten, auch wenn sie nahezu unbemerkt von der Öffentlichkeit sind. In Hinblick auf die Ökonomie zeigt dies jedenfalls Jahr für Jahr das FAZ-Ökonomenranking.¹³ Hierbei werden Ranglisten für die Bedeutung von Ökonomen ermittelt: eine Gesamtliste sowie einzelne Listen auf der Basis von wissenschaftlicher Wirkung, auf der Basis von Medienresonanz sowie aufgrund von politischem Einfluss. Auf der Liste für Bedeutung in der Wissenschaft stehen fast immer andere Namen als auf den Listen für Einfluss in den Medien und der Politik. Durch die Medien bekannte und in der Politik einflussreiche Experten sind zumeist in der Forschung unbedeutend. Wirtschaftswissenschaftler, die in der Forschung wirklich etwas geleistet haben, sind in ihren Aussagen hingegen zumeist wenig plakativ und werden in der Öffentlichkeit und Politik fast immer ignoriert.

An Finanzmärkten ist es Norm geworden, Nicht-prognostizierbares präzise vorherzusagen ... und dies dann auch noch zu messen und zu bewerten

Noch absurder als in der Ökonomie haben sich die Anforderungen an die Sell-Side-Analysten von Investmentbanken entwickelt, die Unternehmen oder Finanzmärkte analysieren und hieraus Anlageempfehlungen ableiten. Denn ihre Leistung wird oftmals danach bewertet, wie präzise sie neben Unternehmensgewinnen auch Kurse vorhersagen. So verspricht beispielsweise Thomson Reuters, dass mit der Methodik für die „Analyst Awards“ die Qualität von Analysten objektiv eingeschätzt werden kann: Unterschieden nach 14 Regionen der Welt wird die Performance von Sell-Side-

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Analysten nicht nur auf der Basis der Genauigkeit ihrer Gewinnschätzungen bewertet, sondern auch aufgrund der Performance ihrer Kauf/Verkauf-Empfehlungen relativ zu einer Branchen-Benchmark.¹⁴ Das Handelsblatt maß bei seinen bis 2016 verliehenen Analysten-Awards nur die Kursentwicklung: Der Analyst, der diejenigen Aktien empfiehlt, die hinterher am stärksten steigen, ist der beste – so lautete die dahinterstehende Logik.¹⁵

Doch speziell Kurse an Wertpapiermärkten lassen sich noch viel weniger prognostizieren als grundlegende ökonomische Entwicklungen. Denn Finanzmärkte sind hochkomplex, verarbeiten neue Information sehr schnell (wenn auch nicht immer richtig) und reagieren oft auch hochemotional. Analysten wie Anleger bilden ihre Erwartungen in Abhängigkeit von Verhaltensannahmen für andere Finanzmarktteilnehmer; Herdenverhalten spielt eine große Rolle bei der Bewertung sowie der Entwicklung von Angebot und Nachfrage von Wertpapieren. Selbst wenn Analysten ein Unternehmen sehr gut kennen und völlig richtig bewerten, können sie i.d.R. markttechnische Faktoren schlecht einschätzen. Insofern ist es praktisch unmöglich, dass sie eine richtige Kursprognose abgeben.

Zudem kommt in den Kurszielen der Analysten oft nicht ihre wahre Meinung zum Ausdruck. Sie sind in ihren Voten durch die Geschäftspolitik ihres Arbeitgebers beeinflusst und wagen es in der Regel nicht, allzu kritisch zu sein. Auch fürchten viele beruflich negative Konsequenzen, wenn sie zu stark von der Konsensusmeinung am Markt abweichen: Denn wenn sie sich damit irren, stehen sie hinterher individuell besonders dumm da.

Insofern ist es nicht verwunderlich, wenn empirische Untersuchungen immer wieder zeigen, dass Analysten-Voten und insbesondere die damit zusammenhängenden Kursprognosen zumeist völlig falsch sind. Insbesondere in Situationen, wo der Analysten-Konsensus entweder sehr optimistisch oder sehr pessimistisch ist, eignen sie sich deshalb – wenn überhaupt – nur als Kontra-Indikator: So ermittelte eine Analyse von AJ Bell für den britischen Aktienmarkt in 2016, dass von den TOP-10 Kaufempfehlungen der Analysten zu Beginn des Jahres nur 3 besser als der Markt waren, 7 hingegen schlechter.¹⁶ Im Durchschnitt war die Performance +2,1% vs. 12,5% beim Gesamtmarkt. Noch krasser war aber das Ergebnis bei den 10 unpopulärsten Aktien: Sie legten durchschnittlich um satte 56,2% zu, nur 3 hatten tatsächlich eine negative Kursentwicklung.

Gerade bei den anfangs negativ eingeschätzten Titeln kam es im Jahresverlauf zu strukturellen Veränderungen (Übernahmen, Managementwechsel etc.), die ein Analyst vielleicht erahnen, aber nicht in eine Punkt-Kursprognose oder simple Kauf/Verkauf-Aussage hineinarbeiten konnte. Solche strukturellen Veränderungen sind bei Krisen-Unternehmen nicht die Ausnahme, sondern die Regel. Insofern zeigt sich bei „Hopp oder Top“-Situation deutlich, wie unsinnig konkrete Kursprognosen sind.

Analysten aufgrund der Genauigkeit ihrer Kursprognosen zu bewerten, ist daher irreführend. Sonst könnte man auch Roulettespieler als „besonders treffsicher“ auszeichnen, die mehrfach hintereinander gewinnen. Allerdings hat sich bei Roulettegewinnen inzwischen herumgesprochen, dass sie aus einem Zufallsprozess resultieren.

Richtige Kursprognosen sind reine Zufallstreffer, die über die Fähigkeiten eines Analysten nicht das Geringste aussagen. Wenn etablierte Informationsanbieter wie Thomson Reuters oder Fachzeitungen wie das Handelsblatt auf einer solchen Basis Auszeichnungen vergeben, erscheint dies sehr

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

fragwürdig. Zumindest das Handelsblatt hat im Jahr 2017 bisher darauf verzichtet, vielleicht hat man hier ja etwas gelernt.

In komplexen Situationen sollte man Prognostikern vertrauen, denen man instinktiv misstraut

Bei klar strukturierten Problemen mit eindeutigen Wirkungszusammenhängen und einer überschaubaren Anzahl von Lösungsmöglichkeiten – was vor allem für naturwissenschaftliche, künstlerische, handwerkliche und technische Fragen zutrifft – gibt es eigentlich kein Problem mit Experten: Sie sind i.d.R. kompetenter und finden schneller und sicherer eine richtige Lösung als ein Laie.

Bei gesellschaftlichen, ökologischen, ökonomischen und speziell den Finanzmarkt betreffenden Fragen haben wir es hingegen mit nicht linearen komplexen Problemen zu tun. Hierfür gibt es grundsätzlich zwei Arten von Experten: 1) diejenigen, die aufgrund ihres reduktiven Bias ein klares Bild der Zukunft vermitteln und dabei fast immer völlig falsch liegen; sowie 2) denjenigen, die sich versuchen, einer komplexen Realität anzunähern, indem sie verschiedene Zukunftsvarianten entwickeln und ihre Prognosen immer wieder revidieren.

Der erste Typus von Experten wird von Politik, Medien und Interessenverbänden bevorzugt. Dennoch ist es der Öffentlichkeit nicht verborgen geblieben, dass sie *„sowieso immer alles falsch prognostizieren“*, wie es Michael Gove formuliert hat. Viele Menschen haben inzwischen aus vielen spektakulär missglückten Prognosen gelernt, dass man Experten grundsätzlich nicht trauen sollte.

Dummerweise misstrauen wir aber auch dem anderen Typ von Prognostikern, und zwar instinktiv. Ein Grund hierfür liegt in einem Phänomen der Verhaltenspsychologie begründet, welches auch immer wieder Betrug begünstigt: Menschen glauben selbstsicher auftretenden Personen automatisch eher als unsicher wirkenden, völlig unabhängig von der Qualität ihrer Aussagen.¹⁷ Wer seine Prognosen vieldeutig und differenziert formuliert, wirkt aber leider automatisch unsicher. Sicher auftretende Scharlatane überzeugen hingegen auch ohne gute Argumente.

Ein weiterer Grund für das Misstrauen liegt in der Missachtung von unsicher wirkenden Experten durch die Medien. Dies führt dazu, dass in Rundfunk, Zeitungen und dem Fernsehen fast nur Experten auftreten, die klare, aber falsche bzw. zu oberflächliche Statements abgeben. Menschen vertrauen automatisch eher Personen, die sie oft wahrnehmen; und misstrauen genauso automatisch Unbekanntem.¹⁸ „Bekannt aus Funk und Fernsehen“ ist vielfach ein Gütesiegel, das nicht nur für Schlagerstars gilt, sondern leider auch für Experten. Ähnlich wie Konsumenten meist zumeist einer durch Werbung bekannten Marke vertrauen und sie kaufen, anstatt etwas Unbekanntes auszuprobieren, stehen sie Experten gegenüber: Denjenigen mit hoher Medienpräsenz wird eher vertraut als unbekanntem. Selbst wer gegenüber Experten generell skeptisch ist, traut im Zweifelsfall denjenigen mit hoher öffentlicher Wahrnehmung instinktiv immer noch eher als unvertrauten.

Sichere Erwartungen an eine unsichere Zukunft leiten ganz sicher in die Irre

„Prognosen sagen uns mehr über den Prognostiker als über die Zukunft“ schrieb Warren Buffett vor genau 40 Jahren in seinem berühmten Essay *“How inflation swindles the equity investor“*.¹⁹ Hieran hat sich bis heute nichts geändert. Je genauer uns ein Prognostiker die Zukunft vorhersagt, umso weniger ist er als Experte ernst zu nehmen und desto wahrscheinlicher liegt er komplett daneben.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Dennoch sind Prognosen nicht sinnlos, speziell für Kapitalanleger: Denn wir müssen uns auf Chancen und Risiken der Zukunft einstellen, und hierzu benötigen wir Wirtschaftsvorhersagen als Orientierungsmarken. Allerdings muss beachtet werden, dass jede Prognose nur eine von unendlich vielen möglichen zukünftigen Weltzuständen beschreibt. Daher wäre es für einen seriösen Experten eigentlich Pflicht, bei Prognosen immer verschiedene Varianten anzugeben, die Annahmen klar darzulegen und sie im Zeitverlauf immer wieder Revisionen zu unterziehen. Gerade Kapitalmarkexperten vermeiden dies aber, weil Kunden die mangelnde Präzision als unsicher und daher wenig vertrauenswürdig empfinden könnten.²⁰

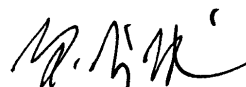
Stattdessen hat sich am Kapitalmarkt eine besondere Spezies von Pseudoexperten entwickelt: der Investment-Guru. Hierbei handelt es sich fast immer um einen medienwirksamen älteren Herren (eine Ausnahme war Elaine Gazzarelli, die Crash-Prophetin von 1987), der zu extremen Aussagen neigt – und damit in der Vergangenheit auch gelegentlich sogar schon mal recht gehabt hat. Allerdings beruht dieses „Recht bekommen“ i.d.R. auf Zufall, was den jeweiligen Guru aber nicht daran hindert, aus jedem Zufallstreffer überlegene Prognosequalitäten für immer und ewig abzuleiten. Ihre Selbstinszenierung schließt zumeist die Herausstellung ganz besonderer und einmaliger persönlicher Fähigkeiten ein. Abgesehen vom seriösen Anzug, der normalerweise getragen wird, erinnert dies Gehabe stark an Magier oder Priester dubioser Kulte. Im Ergebnis produzieren die Gurus auf die Dauer aber nur Enttäuschungen und tragen dazu bei, dass Experten noch weiter in Verruf geraten.

Gurus – wie auch die „einhändigen Ökonomen“ – warnen auch gerne vor konkreten Krisen oder Katastrophen, die unmittelbar bevorstehen. Wenn seriöse Experten vor künftigen Gefahren warnen, so vermeiden sie allerdings i.d.R. Festlegungen auf katastrophale Zukunftsszenarien. Raghuram Rajan warnte 2005 nicht vor der Finanzkrise, weil er eine solche nicht konkret vorhersehen konnte. Er versuchte aber, die Risikofaktoren im Finanzsystem zu identifizieren und zu zeigen, dass es nicht mehr so weitergehen konnte wie bisher. Dies ist entscheidend für eine ernst zu nehmende Experten-Warnung: nicht die Vorhersage einer Katastrophe, sondern das „es kommt drauf an“ zu zeigen: das Herausfinden und die Analyse von Gefahrenquellen.

Die notwendige Ungenauigkeit und Variabilität von seriösen Prognosen geht gegen unseren Instinkt. Unser Anforderungsprofil ist traditionell daraufhin programmiert, dass wir automatisch lieber selbstsicher auftretenden Experten mit klarem Weltbild und eindeutigen Vorhersagen vertrauen. Sie scheinen uns die Unsicherheit über die Zukunft zu nehmen, genau wie früher die Priester, die mit „Gottes Wille“ oder „Schicksal“ alles zu erklären versuchten.

Sichere Erwartungen an eine unsichere Zukunft leiten uns ganz sicher in die Irre. Vertrauen wir lieber den unsicher wirkenden Experten, die sich zögerlich in die Zukunft vorantasten, und auch mal zurückgehen, wenn der falsche Weg eingeschlagen wurde. Mit ihnen hat man zumindest die Chance, dass man langfristig ungefähr auf dem richtigen Pfad bleibt. Und hiermit hätte man schon sehr viel erreicht.

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



Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Klasse statt Masse: starke Marken

Von Karl-Heinz Thielmann

Einer der Schlüsselfaktoren für die erfolgreiche Langfristanlage ist das Investment in hochprofitable Unternehmen mit dauerhaften Wettbewerbsvorteilen. Im Geschäft mit dem Endverbraucher spielen Marken eine entscheidende Rolle dabei, Vorteile vor der Konkurrenz zu sichern und einem Unternehmen für eine sehr lange Frist die Erzielung relativ hoher Margen zu ermöglichen. Sie können einen dauerhaften Wettbewerbsvorteil bilden, vorausgesetzt, ihre Markenstärke hebt sie deutlich von Konkurrenten ab. Denn Marken erzeugen für den Käufer einen Wert, der über den rein materiellen Nutzwert eines Produktes hinausgeht. Bei starken Marken ist eine signifikante Anzahl von Kunden bereit, für diesen immateriellen Mehrwert einen deutlich über die Produktions- und Vertriebskosten hinausgehenden Preis zu zahlen.

Allerdings sind nicht alle Marken gleich: Es gibt starke und schwache Marken. Die Stärke einer Marke drückt sich aus in:

- 1) der Bereitschaft von bestimmten Kunden aus, für das Markenprodukt einen Preis zu zahlen, der deutlich über demjenigen von anderen Angeboten mit vergleichbarem Gebrauchswert liegt;
- 2) einer hohen Loyalität der Kunden.

Nur bei Unternehmen mit wirklich starken Marken kann erwartet werden, dass sie die Zahlungsbereitschaft und Loyalität ihrer Kunden in eine dauerhaft hohe Profitabilität umsetzen können.

Die hohe Kundenloyalität stellt zudem in Krisensituationen einen wichtigen Absicherungsfaktor dar: Wenn ein Unternehmen und aufgrund – tatsächlicher oder vermeintlicher – Versäumnisse Probleme bekommt, wird es oft in den Medien scharf angegriffen, von Aufsichtsbehörden besonders geprüft oder in längere Rechtsstreitigkeiten verwickelt. Anbieter mit starken Marken überstehen solche Krisenphasen meist relativ glimpflich – wie z. B. Nestlé beim Skandal um aggressives vertriebenes Milchpulver, dass in Entwicklungsländer aufgrund des dort verunreinigten Wassers oft Krankheiten mitverursachte.¹ Bei schwachen Marken hingegen kann der Absatzeinbruch in Folge öffentlicher Aufregung die Existenz des Unternehmens gefährden – wie z. B. beim Nudelhersteller Birkel, der nach dem Flüssigei-Skandal Mitte der 1980er Jahre binnen weniger Monate vom Marktführer zum Nischenanbieter schrumpfte.²

Bekannte Marken sind nicht unbedingt starke Marken

Die Stärke einer Marke ist nicht unbedingt gleichbedeutend mit ihrer Popularität oder ihrer Verbreitung. Marken, die mit Modetrends zusammenhängen, sind oft kurzfristig sehr populär, verschwinden aber auch wieder schnell in der Versenkung. Sie erleben starke Absatzeinbrüche und schmerzhafteste Verluste, sofern sich der Zeitgeist wandelt. Beispiele hierfür finden sich insbesondere in der Bekleidungsbranche (Jil Sander, Escada) oder im Technologiebereich (Atari, Nokia). Andere Marken – wie z. B. Microsoft – sind bekannt und stark verbreitet, der Wettbewerbsvorteil des Unternehmens hat aber nichts mit den Markenqualitäten zu tun, sondern mit technischen bzw. Markt-strukturellen Faktoren. Beim Beispiel Microsoft ist die dominante Marktposition bei Betriebssystemen – bzw. das völlige Fehlen vergleichbarer Wettbewerber – für die hohe Profitabilität weit wichtiger ist als die Marke.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Der Automobilbereich ist ein Beispiel dafür, dass es viele bekannte und auch gut angesehene Marken geben kann, denen es trotzdem an Stärke fehlt. Selbst bei Premium-Marken wie Audi, Mercedes und BMW gibt es einen intensiven Preiswettbewerb. Sie können nur bei ihren Top-Produkten hohe Margen durchsetzen und auf Stammkunden vertrauen, bei den günstigeren Modellen unterliegen sie dem gleichen Wettbewerbsdruck wie Massenhersteller. Lediglich bei Luxusportwagen-Anbietern wie Porsche oder Ferrari kann angesichts ihrer sehr hohen Profitabilität und der zahlreichen loyalen Kunden eindeutig von starken Marken gesprochen werden.

Von Marktforschungsunternehmen bzw. Medienunternehmen werden gerne Rankings über den Wert einer Marke ermittelt. Am bekanntesten sind die Listen der wertvollsten Marken der Welt von Forbes oder Brand Z. Allerdings werden diese Rankings mit relativ inkonsistenten Methodologien errechnet und kommen zu teilweise sehr unterschiedlichen Ergebnissen. Die Dominanz von US-Konsumgüterkonzernen in allen Rankings spricht für einen generellen US-Bias.

Zudem haben die von Marketingforschern veröffentlichten Markenwerte zumeist nur sehr indirekt etwas mit der Stärke einer Marke aus Anlegersicht zu tun. Die angeblichen Markenwerte basieren stark auf dem Umsatz-Volumen und damit zusammenhängenden Faktoren, weniger auf der Profitabilität von Marken. Insofern haben Luxus-Marken i.d.R. schlechte Platzierungen in Markenrankings, trotz sehr hoher Margen und Kundenloyalität. Massenmarken bzw. Industriemarken werden hingegen bei einer hohen Verbreitung überschätzt, selbst wenn die Loyalitäten der Kunden gering bzw. die Margen niedrig sind.

Image, Risikoreduzierung und Informationseffizienz bestimmen die Qualität einer Marke

Starke Marken zeichnen sich dadurch aus, dass sie für die Kunden ein starkes und glaubwürdiges Wertversprechen abgeben. Die Wertigkeit einer Marke hat drei Ausprägungen. Sie bietet dem Nutzer Image, Risikoreduzierung und Informationseffizienz.³

1) Image

Beim Image wird die Emotionalität des Kunden angesprochen. Hierbei geht es vor allem um drei Faktoren: Selbstverwirklichung, Identifikation und Repräsentation.

- a) Bei Selbstverwirklichungsthemen geht es um Produkte, die vor allem zur Steigerung des eigenen Wohlbefindens dienen und die man nicht (oder nur selten) nach außen präsentieren kann, zum Beispiel hochwertige Nahrungsmittel oder bestimmte Kosmetika.
- b) Bei Identifikation werden Marken gewählt, die mit einer sozialen Gruppe oder einem bestimmten Lebensstil verbunden sind, mit denen der Kunde sich verbunden fühlt. Hierbei dienen Marken als Projektionsflächen für eigene Wünsche und Sehnsüchte. Ein Beispiel hierfür sind Käufer von Geländewagen, die ihr Fahrzeug praktisch nie im Gelände nutzen, hiervon aber träumen.
- c) Marken zur Selbstdarstellung nach außen sollen vor allem die Zugehörigkeit zu einer bestimmten sozialen Gruppe oder einem bestimmten Lebensstil für andere demonstrieren. Beispiele hierfür sind Premium-Automobile, Uhren usw.

Allerdings ist gerade bei Marken, die vorwiegend für die Identifikation und die Selbstdarstellung nach außen stehen, die Verwechslungsgefahr von starken Marken mit kurzlebigen Modemarken

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

relativ groß. Deshalb ist zur Bewertung dieser Aspekte wichtig, ob die Muster der Identifikation bzw. Selbstdarstellung auf relativ stabilen sozialen Kontexten beruhen oder auf kurzfristigen Trends.

- 2) Bei der **Risikoreduzierung** geht es um Sicherheit, Beständigkeit und Vertrauen. Hier steht die Funktion der Marke als Symbol für hohe Qualität im Vordergrund. Kunden wählen lieber Produkte, deren Marken sie entweder selbst kennen, oder die bei anderen bekannt sind. Unbekannte Marken hingegen werden als unsicher empfunden.

Insbesondere bei komplexen und langlebigen Produkten ist der Bereich der Risikoreduzierung durch die Marke besonders wichtig. Hierbei sind die Konsequenzen des Gebrauchs für den Kunden relativ undurchschaubar, weil er die Effizienz und die Nebenwirkungen normalerweise nicht beurteilen kann. Ein Beispiel hierfür ist das Automobil, dessen Verlässlichkeit, Sicherheit und Umweltbelastung sich nur bei längerem Gebrauch bzw. durch Expertenmessungen ermitteln lassen.

- 3) Bei **Informationseffizienz** geht es um eine klare Orientierung des Kunden, schnelle Interpretation und vor allem um Wiedererkennung. Bekannte Produkte müssen sich und ihren Zweck nicht lange erklären. Der Käufer weiß durch die Marke unmittelbar, worum es geht.

„Everybody's darling is everybody's fool“ – starke Marken sind nicht für jeden

Wichtig für das Verständnis einer starken Marke ist, dass das Wertversprechen dieser Marke auf eine bestimmte – zahlungskräftige – Zielgruppe zugeschnitten ist. Weiterhin muss sich dieses Wertversprechen eindeutig von denjenigen der Konkurrenten unterscheiden. Vor allem aber bezieht sich das Wertversprechen ganz oder vorwiegend auf die Qualität, weniger auf den Preis.

Die Fokussierung auf spezifische – und möglichst stabile – Zielgruppen ist für die Profitabilität einer Marke von entscheidender Bedeutung. Denn es gibt kein Produkt, mit dem man es jedem recht machen kann. Für die meisten Menschen taugliche Massenprodukte sind zudem oft durch einen extremen Preiswettbewerb gekennzeichnet. Eine der Grundregeln des Marketings lautet deshalb auch: „Everybody's darling is everybody's fool.“ Nur die zielgruppengerechte Ansprache des Kunden ermöglicht es, seinen spezifischen Qualitätsanforderungen sehr nahe zu kommen – und damit seine Bereitschaft, einen hohen Preis zu zahlen, zu wecken.⁴

Eine ausgeprägte Produktdifferenzierung ist deshalb ein Merkmal aller starken Marken. Sie erlaubt es zum einen, spezifischen Kundenbedürfnissen näher zu kommen. Andererseits erhöht sie auch die Unterscheidbarkeit zu Konkurrenzprodukten. Diese ist wichtig, da die Einmaligkeit eines Produkts dem Anbieter in gewissen Rahmen Monopolmacht einräumt, die er für die Erzielung überdurchschnittlicher Margen nutzen kann.

Manche starke Marken leben auch davon, dass sie die Differenzierung zwischen Kundengruppen nicht nur herstellen, sondern auch noch verstärken. Dabei kann es im Extremfall sogar hilfreich sein, einige Zielgruppen zu verschrecken, um andere noch mehr anzuziehen. Ein Beispiel hierfür ist Porsche, dessen teure Wagen von einigen Menschen regelrecht gehasst werden. Der „Sozialneid“ der Porsche-Hasser scheint die Verehrung der Fahrer für ihre Fahrzeuge und ein damit einher gehendes elitäres Bewusstsein aber eher zu verstärken als zu stören.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Porsche ist auch ein gutes Beispiel dafür, dass sich die Stärke einer Marke gerade daraus ergibt, dass sie als das Gegenteil von billig oder selbst preiswert wahrgenommen wird. Marken, die als preiswert gelten, mögen vielleicht bei vielen Kunden beliebt sein, sind aber oft ertragsschwach und instabil. Denn diese Beliebtheit führt nicht zu Loyalität oder verbessert die Zahlungsbereitschaft; sobald ein günstigerer Wettbewerber auftritt, wechseln bei schwachen Marken die Kunden.

Auch starke Marken kann man ruinieren

Wie erläutert haben Inhaber starker Marken erhebliche Vorteile gegenüber ihren Konkurrenten. Allerdings darf man starke Marken nicht mit eierlegenden Wollmilchsauen verwechseln. Die Stärke einer Marke kann sich verändern – entweder aufgrund sozialer Veränderungen oder durch Managementfehler. Gerade die Stärke der Marke kann auch zur Gefahr werden: Denn sie kann dazu verleiten, dass ein Management träge wird, organisatorische Ineffizienzen zunehmen und Veränderungen im Marktumfeld ignoriert werden.

Es gibt zahlreiche Beispiele von Unternehmen mit starken Marken, die in der Vergangenheit gescheitert sind. Kodak und Polaroid konnten sich nicht an den Wandel durch die Digitalfotografie anpassen. Goldpfeil scheiterte an dem Popularitätsverlust von Lederwaren und andauerndem Mismanagement. Abercrombie & Fitch positionierte sich als Modemarke für coole, gut aussehende Menschen; ruinierte den Ruf aber durch die fortgesetzte Diskriminierung von weniger gut aussehenden Mitarbeitern und Kunden. Der Elektrokonzern AEG verlor aufgrund bürokratischer Strukturen und Mängeln bei der Produktqualität zunehmend an Wettbewerbsfähigkeit. AEG passierte sogar das Schlimmste, was mit einer Marke geschehen kann: ein Bedeutungswandel vom Qualitätssymbol hin zum Akronym für Mangelhaftigkeit (AEG = Aufstellen – Einschalten – Geht nicht).

Die Hauptgefahren für Inhaber starker Marken sind:

- Der Hauptmarkt wird aufgrund von technischen Innovationen oder gesellschaftlichen Veränderungen bedroht.
- Selbstüberschätzung des Managements führt zu unrentablen Investitionen und ineffizienten Strukturen.
- Mangelnde Sensibilität hinsichtlich Kosten.
- Vernachlässigung der Markenpflege sowie der Anpassung an einen sich wandelnden Zeitgeist.
- Die Verwechslung von Modetrends mit strukturellen Veränderungen.
- „Reputation Mining“, der Verkauf von minderwertigen Produkten unter einem renommierten Markennamen, um kurzfristig die Profitabilität zu erhöhen.

Die Managements langfristiger erfolgreicher Marken-Firmen sind sich dieser Gefahren bewusst und steuern aktiv dagegen. Sie wissen, dass sie sich langfristig nicht alleine auf eine momentane Stärke verlassen können, sondern versuchen müssen, a) Selbstgefälligkeit zu vermeiden; sowie b) Marken vorsichtig zu modernisieren. Insbesondere die laufende Anpassung einer Marke an soziale Veränderungen – die immer auch einen Wertewandel bedeuten – ist hierbei besonders schwierig. Allerdings sind wirklich starke Marken nur schwer kaputtzumachen: Managementfehler bei Inhabern starker Marken sind zumeist korrigierbar. Für Anleger können diese sogar eine Chance sein, wenn aufgrund kurzfristiger Probleme das Marktsentiment negativ wird und günstige Einstiegschancen resultieren.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Starke Marken an der Börse

Von Karl-Heinz Thielmann

Viele börsennotierte Unternehmen sind Inhaber bekannter Marken. Wirklich starke Marken sind allerdings nicht so häufig. Eine ausgeprägte Kundenloyalität verbunden mit der Bereitschaft, relativ hohe Preise zu bezahlen, findet sich insbesondere bei den Verbrauchsgütern des täglichen Bedarfs (z. B. Nestlé) und Luxusartikeln (z. B. Ferrari oder Hermès International). Bei langlebigen Konsumgütern wie in der Unterhaltungselektronik oder im Automobilbau gibt es zwar viele bekannte Marken, aber nur wenige wirklich starke Marken (wie z. B. Apple).

	Betriebsergebnis		Free Cashflow	
	in Mio.	in % vom Umsatz	in Mio.	in % vom Umsatz
Apple (Q1-3 2016/17) (1)	\$48.224	27,3%	\$38.899	22,0%
Nestlé (1. Halbjahr 2017)	CHF 6.798	15,8%	CHF 1331 (2)	3,1%
Ferrari (1. Halbjahr 2017)	379 €	21,8%	129 € (3)	7,4%
Hermès International (1. Halbjahr 2017)	931 €	34,3%	631 €	23,3%

(1) Geschäftsjahresende jeweils letzter Samstag im September

(2) Durch Sondereffekte beeinflusst; Vorjahr CHF 3.343 Mio. (7,7% vom Umsatz)

(3) incl. Finanzaktivitäten / industrieller Free Cashflow 163 Mio € (9,4% vom Umsatz)

Apple, Ferrari und Hermès International zeichnen sich durch hohe Kundentreue aus und haben Margen, die teilweise deutlich über denjenigen von Konkurrenten liegen. Bei Nestlé hingegen sind die Margen trotz vieler sehr erfolgreicher Produkte im Moment nur mittelmäßig. Im Folgenden werden diese Firmen beispielhaft analysiert, um einerseits zu zeigen, was sie und ihre Marken besonders stark macht, andererseits aber auch um die Schwachstellen und Herausforderungen zu identifizieren.



Apple ist unter den starken Marken in vieler Hinsicht eine Ausnahmeerscheinung. Das Unternehmen hat es geschafft, im Bereich der langlebigen Konsumelektronik dauerhaft erfolgreich zu sein; einem Segment, das ansonsten durch extrem harten Verdrängungswettbewerb gekennzeichnet ist. Namhafte Firmen wie z. B. Nokia, BlackBerry, Sony oder Philips haben es im Gegensatz zu Apple in diesem Segment nicht vermocht, zeitweise Wettbewerbsvorsprünge dauerhaft zu sichern und sich langfristig eine hohe Profitabilität zu erhalten.

Ein Grund für die Kontinuität bei Apple ist, dass es gelang, über den Produktkauf hinaus dauerhafte Kundenbeziehungen zu etablieren. Apple hat sich im Gegensatz zu den weniger erfolgreichen Wettbewerbern nicht von einer bestimmten Technologie abhängig gemacht, sondern es bisher geschafft, bei dem Erscheinen einer neuen Technologie diese funktional in das eigene System zu integrieren.

Hierbei haben sich drei Faktoren als besonders wichtig erwiesen: 1) eine hochwertige Konsumerfahrung; 2) die Inkompatibilität mit Konkurrenzprodukten; sowie 3) der starke Fokus auf Effizienz bei der Gestaltung der Wertschöpfungskette.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Apple Produkte vermitteln i.d.R. eine gute Konsumerfahrung: Die Geräte sind immer sehr innovativ, aber gleichzeitig zuverlässig und sehr benutzerfreundlich. Das Design ist modern, ansprechend und vermittelt den Eindruck von Hochwertigkeit. Über Schnittstellen sind Apple-Geräte leicht miteinander zu kombinieren und vermitteln ein ähnliches Gebrauchserlebnis.

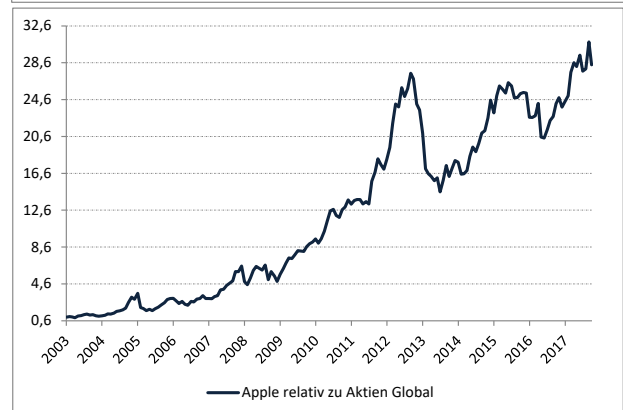
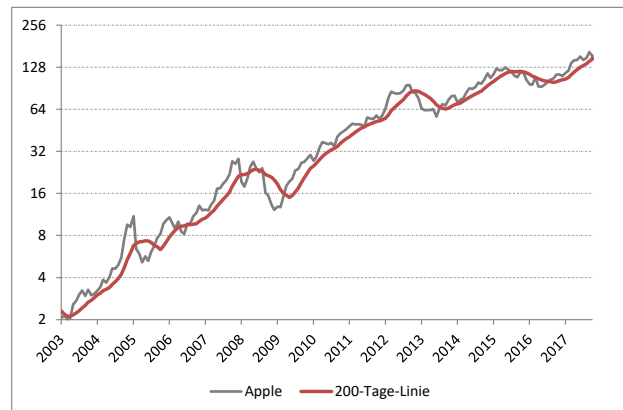
Hinzu kommt eine Marken-Strategie, die beim Kunden die Emotionen anspricht, die mit einem modernen und aufgeschlossenen Lebensstil verbunden sind. Werte wie Kreativität, Freiheit, Fortschritt, Leidenschaft sowie Mut zur Verwirklichung von Hoffnungen, Träumen und Sehnsüchten werden vermittelt. Apple steht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

Wichtig für den kommerziellen Erfolg ist aber auch, dass Kunden – sofern sie Apple präferieren – durch ihre Kaufentscheidung einen „digitalen Mittelpunkt“ („digital hub“) etablieren, mit dem verschiedene andere Produkte und Dienstleistungen von Apple (und nur von Apple) verknüpft werden können. So kann z. B. ein Computer wie der Apple Macintosh als der digitale Mittelpunkt für andere

Geräte wie das iPhone, dem iPad oder externe Angebote von Apple wie iCloud, Apps oder iTunes dienen. Verknüpfungen mit anderen Marken sind hingegen schwierig oder unmöglich. Hat sich ein Apple-Kunde einmal für ein Gerät entschieden, so sollte er für ein optimales Konsumerlebnis auch seine übrigen Geräte oder Dienste von Apple beziehen.

Die einzigartige Marktposition wird von Apple aggressiv ausgenutzt und verteidigt. Anbieter von Apps, Zulieferer und Vertriebspartner müssen hinnehmen, dass Apple ihnen die Bedingungen diktiert. Darüber hinaus werden gerne rechtliche Mittel wie z. B. Patentklagen eingesetzt, um Wettbewerbern den Marktzugang zu erschweren. Die Effizienz ist weiterhin durch einen konsequenten Fokus auf Kernkompetenzen sehr hoch: Apple hat sich auf das Design und Marketing seiner Produkte konzentriert, die Produktion wurde weitestgehend outgesourct. Damit werden die Risiken aus einer hohen Kapitalbindung vermieden und das Eigenkapital sehr effizient eingesetzt.

Am Beispiel Apple wird auch deutlich, dass für es wirklich starke Marken nicht so wichtig ist, möglichst viele Kunden zu haben. Wichtiger ist es, den zahlungskräftigen Teil der möglichen Kunden richtig anzusprechen. So lag der Marktanteil von iPhones bei den weltweit verkauften Smartphones in den vergangenen Jahren nur bei etwas über 10%. Allerdings wurden hiermit 80%-90% aller Gewinne in diesem Segment erzielt.¹



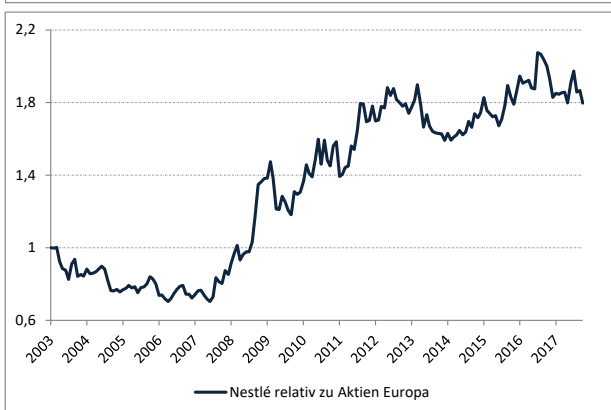
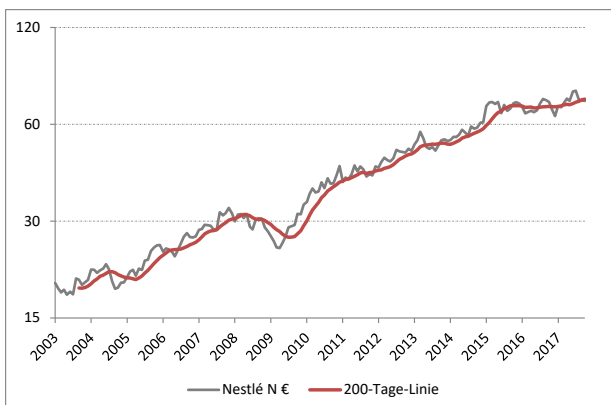
Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage



Mit einem Umsatz von 89,5 Mrd. SFr (2016) ist Nestlé der größte Lebensmittelkonzern der Welt. Das Angebot umfasst Babynahrung, Mineralwasser, Frühstückszerealien, Kaffee, Süßigkeiten, Milchprodukte, Speiseeis, Tierfutter und Snacks. Darüber hinaus besteht noch eine Beteiligung von ca. 23% am führenden Kosmetikanbieter L'Oréal. Schwellenländer haben 42% Umsatzanteil und weisen eine höhere Profitabilität und bessere Wachstumschancen auf. Dort hat sich Nestlé bisher besser auf regionale Besonderheiten einstellen können als viele andere multinationale Konsumkonzerne.

Der Erfolg des seit 1866 bestehenden Konzerns beruht auf der Konzentration auf attraktive Geschäftsfelder, einer erfolgreichen Pflege und Weiterentwicklung der Marken sowie einem sehr disziplinierten Finanzmanagement. Hierbei hat man viele Konkurrenten hinter sich gelassen. Dies zeigte sich bisher z. B. daran, dass der freie Cashflow in % des Umsatzes deutlich über den Werten für Konkurrenten lag (2016: 11,3%). Mit Weltmarktanteilen von 27% bei Kaffee, 23% bei Tiernahrung sowie 27% bei Babynahrung besitzt Nestlé in diesen Segmenten eine dominante Größenordnung. Bei Mineralwasser gehört Nestlé mit einem Weltmarktanteil von 10% zu den beiden Marktführern.



Der Nestlé-Konzern vereinigt verschiedene Marken, die für guten Geschmack sowie einen gesunden und ausgewogenen Lebensstil stehen sollen. Zudem sind viele Produkte sehr praktisch und bringen für Kunden eine Zeitersparnis bei der Zubereitung, wie z. B. beim Kaffee Instantpulver oder Nespresso-Kapseln.

Für die meisten Nahrungsmittel, Babynahrung, Kaffee und Mineralwässer wird eine Dachmarkenstrategie verfolgt. Die Markennamen für die einzelnen Produktkategorien sind entweder „Nestlé“ selbst, Variationen des Konzernnamens (z. B. Nescafé oder Nespresso), oder akquirierte Marken wie „Lion“. Letztere werden deutlich als Produkte von Nestlé gekennzeichnet. Bei Pflegeprodukten wie „Bübchen“ oder der Tiernahrung von „Purina“ ist hingegen nicht ohne Weiteres zu erkennen, dass sie zum Konzern gehören.

Angesichts des hohen Zuckergehalts vieler Genussmittel-Produkte ist zumindest der gesundheitliche Anspruch von Nestlé sehr fragwürdig. Zudem war das Unternehmen in der Vergangenheit wegen angeblich bedenklicher Geschäftspraktiken vielfach Zielscheibe von Umwelt- und Menschenrechtsaktivisten.²

Seit einigen Jahren bemüht sich Nestlé allerdings um deutliche Verbesserungen und hat die Lieferketten inzwischen viel nachhaltiger gestaltet. Aktuell wird die Firma von verschiedenen Researchinstitutionen in Hinblick auf Nachhaltigkeit als überdurchschnittlich eingestuft. Allerdings ist die bisher

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

zu geringe Recyclingquote bei Nespresso-Kapseln immer noch ein Problem.³ Nichtsdestotrotz haben die Nestlé-Marke sowie Submarken wie Nespresso die öffentliche Kritik bisher relativ unbeschadet überstanden und besitzen bei ihren Zielgruppen eine relativ hohe Loyalität.

In den vergangenen Jahren hat sich darüber hinaus die Kritik gemehrt, dass Nestlé nicht genug aus der Stärke seiner Marken macht, sondern zu behäbig agiert und damit Marktchancen verschenkt. So lag das organische Umsatzwachstum im 1. Halbjahr 2017 bei 2,3%, die Volumensteigerungen betragen nur 1,4%. Zudem steht das Kapitalmanagement infrage, weil Portfoliobereinigungen nur zögerlich erfolgen und das Potenzial für Aktienrückkäufe nicht ausgeschöpft wird. Zum Wortführer der Kritiker hat sich der aktivistische Investor Dan Loeb gemacht, dessen Hedgefonds Third Point vor Kurzem 1,3 % der Aktien von Nestlé erwarb und damit zum achtgrößten Einzelaktionär wurde.⁴

Auf die Kritik hat das neue Management unter Mark Schneider reagiert, indem es am 26. September einen Strategiewechsel zu mehr Profitabilität und Wachstum bekannt gab. Bis zu 10% (gemessen am Umsatz) des Konzerns steht für Portfoliobereinigungen zur Disposition. Das organische Wachstum soll auf 4% - 6% p.a. erhöht werden. Erstmals wurde mit 17,5% bis 18,5% für 2020 ein konkretes Margenziel veröffentlicht, sowie einige Restrukturierungen angekündigt. Allerdings liegen die angestrebten Ziele noch deutlich unter den Forderungen von Loeb (Komplett-Verkauf der L'Oreal-Beteiligung, Margenziel 20%). Aber selbst wenn diese nur teilweise erfüllt werden, ist festzustellen, dass alleine die Initiative von Dan Loeb die Dynamik beim Nestlé-Management deutlich erhöht hat.

Dies ist gerade momentan wichtig, weil Nestlé – wie auch alle anderen Konsumgüterkonzerne – vor einer gewaltigen Herausforderung steht: Die als Konsumenten immer wichtiger werdenden „Millenials“ (Geburtsjahr 1980-2000) stehen traditionellen Marken oft skeptisch gegenüber. Weiterhin wird von Markenartiklern zunehmend verlangt, dass die Produkte gesundheitlich unbedenklich sind sowie nachhaltig und sozial verträglich hergestellt werden. Andererseits ergeben sich neue Marktchancen, weil die Millenials zu Flexibilität und Bequemlichkeit tendieren, was insbesondere für „Convenience“-Produkte neue Potenziale ergibt. Weiterhin besteht die Bereitschaft, für „gesunde“ Produkte hohe Preise zu bezahlen, was ihnen (lt. Nestlé) derzeit eine ca. 1,5fach höhere Profitabilität gibt.⁵

Vor wenigen Wochen wurde die Kaffeehauskette „Blue Bottle“ für 700 Mio. US\$ akquiriert. Sie ist bei Millenials sehr beliebt, weil der Kaffee mit frisch gerösteten Bohnen gebrüht wird.⁶ Hiermit wurde ein wichtiger Schritt gemacht, um das Kerngeschäftsfeld Kaffee in Hinblick auf eine neue Konsumentengeneration besser zu positionieren. Weitere Schritte müssen aber folgen, damit Nestlé bei Glaubwürdigkeit, Rentabilität und Wachstum wieder in die traditionelle Erfolgsspur zurückkommt.



Ferrari

Ferrari ist ein Hersteller für Sportwagen und Formel-1-Fahrzeuge mit Rechtssitz in Amsterdam und Verwaltungssitz in Maranello (Italien). Das Unternehmen wurde 1947 vom ehemaligen Rennfahrer Enzo Ferrari gegründet. Von Anfang an wurde nicht nur auf hohe technische Leistungen, sondern auch auf ein außergewöhnliches Design Wert gelegt, was die Fahrzeuge recht schnell zum Statussymbol für die „Reichen und Schönen“ werden ließ. Berühmte italienische Design-Büros wie Pininfarina, Scaglietti, Bertone und Vignale waren mit dem Styling von Ferraris beauftragt.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

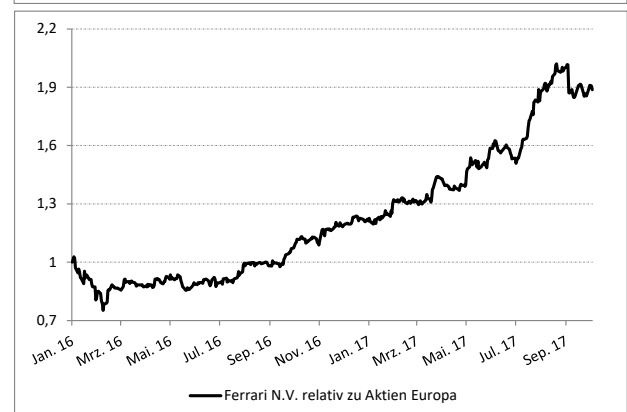
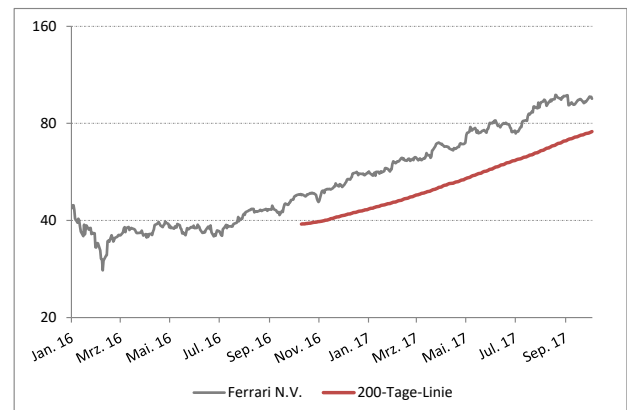
Das Emblem der Marke ist ein schwarzes Pferd auf gelbem Grund, das sich aufbäumt (Cavallino rampante). Es symbolisiert die Verbindung von Luxus, Geschwindigkeit, Stil und Erotik. Der Ex-CEO Luca di Montezemolo beschrieb den Anspruch von Ferrari in einem Spiegel-Interview einmal so: „Die Autos von Ferrari müssen meiner Meinung nach wie schöne Frauen sein. Man sollte sie begehren. Man sollte auf sie warten müssen. Luxusmarken wie Ferrari brauchen sehr viel Aufmerksamkeit. Sie müssen geschützt werden, damit sie ihren Wert behalten.“⁷

Charakteristisch für Ferrari ist weiterhin ein eigenes, stark leuchtendes „Ferrari-Rot“, durch das die erotische Ausstrahlung unterstrichen wird. Rot war seit den 1920er Jahren die traditionelle Farbe italienischer Rennwagen. Auch wenn Ferraris seit einigen Jahren auch in anderen Farben produziert werden, so ist Rot die beliebteste Farbe und unterstreicht die Markenwerte besonders. Um den sportiven Charakter der Marke nicht zu gefährden, hat es das Management bisher abgelehnt, ähnlich wie Porsche oder Maserati auch Geländewagen anzubieten.⁸ Allerdings gibt es wohl Planungen für einen „Crossover“-Ferrari nach 2021, der SUV-Elemente integriert, aber trotzdem noch den Markencharakter bewahren soll.⁹

Historische Ferrari gehören derzeit zu den teuersten Oldtimern. Ein Exemplar des mit 40 gebauten Wagen sehr seltenen Ferrari 250 GTO aus den 1960er Jahren wurde beispielsweise 2014 für 38 Mio. US\$ verkauft.¹⁰ Ein Typ 335 S Sport Scaglietti aus dem Jahr 1957 wechselte 2016 für 32 Mio. € den Besitzer.¹¹ Oldtimer-Sammler werden durch das Tochter-Unternehmen Ferrari Classiche unterstützt, das fachgerechte Restaurierungen durchführt und vor allem die Echtheit eines Exemplars zertifizieren kann. Angesichts der zahlreichen Fälschungen von seltenen Oldtimern ist insbesondere die Zertifizierung eine wichtige Maßnahme zur Wertsicherung für die Käufer.

Die Entwicklung des Unternehmens verlief in der Vergangenheit jedoch nicht geradlinig. Speziell in der Anfangszeit sorgten wechselnde Rennsportergebnisse und steigende Entwicklungskosten für neue Fahrzeuge für nur schwer zu tragende finanzielle Belastungen. Die Ölkrise in den 70er Jahren brachten die gesamte Sportwagenbranche und damit auch Ferrari an den Rand des Ruins. Von 1969 bis 2016 war Ferrari Bestandteil des Fiat-Konzerns, was in schweren Zeiten das Überleben sicherte. Andererseits war die Unternehmenskultur des auf hochwertige Luxusfahrzeuge ausgerichteten Herstellers immer ein Fremdkörper beim Massenproduzenten Fiat.

Zwischen 2015 und 2016 zog sich Fiat im Rahmen eines Börsengangs mit anschließendem Spin-off aus dem Aktionärskreis zurück. Der Free-Float der Aktien beträgt derzeit ca. 65%, die übrigen Anteile



Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

befinden sich in festen Händen der Erben von Enzo Ferrari bzw. der Familie Agnelli. Auch Fiat-CEO Sergio Marchionne ist trotz des Spin-offs weiterhin bei Ferrari Vorstandschef geblieben.

Der große Wettbewerbs-Vorteil für Ferrari ist und bleibt, dass keine Automarke die Verbindung von Motorsport und Erotik so gut verkörpert. Umso mehr wird das absehbare Ende von Verbrennungsmotoren in den nächsten Jahrzehnten eine Herausforderung. Ferrari arbeitet derzeit an einem Sportwagen mit Hybridantrieb, einer mit reinem Elektroantrieb ist aber (offiziell) noch nicht in Planung.¹² Eine weitere Herausforderung könnte langfristig sein, dass das Auto als Statussymbol bei der Millenials-Generation in den entwickelten Volkswirtschaften zunehmend an Bedeutung verliert. Noch wächst aber das Interesse an Autos und dem Motorsport in Schwellenländern. Die zunehmende Präsenz der Formel 1 in aufstrebenden Wirtschaftsnationen erscheint deshalb wichtig für den weiteren Erfolg der Marke Ferrari.



Die Geschichte von Hermès International geht auf das Jahr 1837 zurück, als der aus Krefeld stammende Thierry Hermès in Paris eine Werkstatt zur Herstellung von hochwertigem Zaumzeug und Sätteln aufmachte. Der heutige Konzern befindet sich nach wie vor überwiegend in Besitz seiner Erben und verkörpert unter allen börsennotierten Luxusherstellern noch am ehesten die traditionellen Werte der Branche.

Das Sortiment umfasst derzeit Lederwaren wie Handtaschen und Schuhe sowie Schmuck, Uhren, Kleidung, Parfüm, Accessoires – beispielsweise die berühmten Seidentücher – und Porzellan. Die Produkte sind im höchsten Preissegment angesiedelt und i.d.R. noch teurer als diejenigen von anderen Luxusherstellern. Der Vertrieb erfolgt ausschließlich über Hermès-Boutiquen, eigene Verkaufsflächen in gehobenen Kaufhäusern, dem firmeneigenen Onlineshop oder autorisierte Fachgeschäfte.

Die Marke Hermès steht für die Verbindung traditionsbewusster Handwerkskunst mit einem zeitgemäßen Styling. Einerseits wird auf höchste Produktqualität Wert gelegt. Die Fertigung erfolgt nur in Frankreich in eigenen Werkstätten und weitestgehend in Handarbeit. Andererseits sind die Angebote immer sehr modisch und zeitgemäß. Innovation spielt deshalb eine große Rolle: Ständig bringt die Firma neue Produkte oder Designs an den Markt, um aktuelle Chancen zu nutzen. Zurzeit sind 50.000 verschiedene Produkte im Angebot. Fortune setzt Hermès deshalb regelmäßig in der Liste der innovativsten Firmen auf einen der vorderen Plätze.¹³

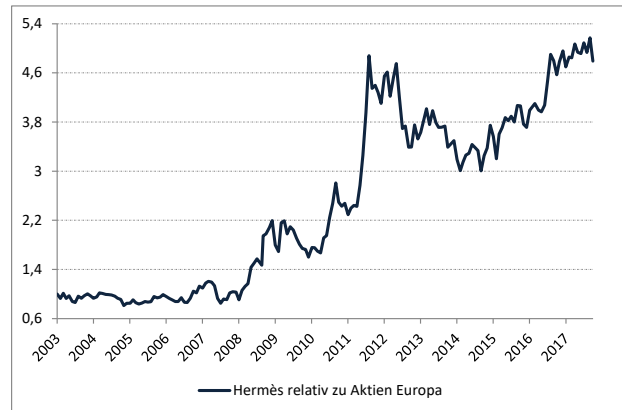
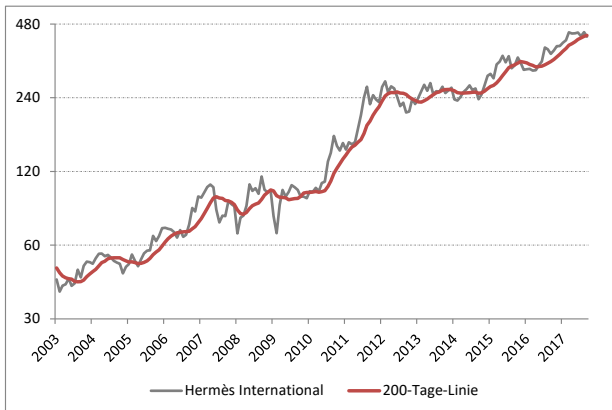
Zentral für den Erfolg von Hermès ist es dabei auch, das Angebot einiger Kernprodukte wie Handtaschen möglichst knappzuhalten. Da sich der Wert von Luxusartikeln stark aus ihrer Exklusivität ergibt, werden diese bewusst verknappt, z. B. durch „limitierte Editionen“ oder lange Bestellfristen. Durch den Fokus auf Exklusivität sind Hermès-Produkte auch sehr interessant für Sammler, was die Verknappung noch zusätzlich verstärkt.

Hermès setzt somit auf ein Gegenmodell zu der von den meisten anderen Konsumgüter-Konzernen verfolgten Strategie, die Produktionsprozesse weitestgehend zu rationalisieren, möglichst viele zu Stückzahlen verkaufen und das Image individueller Qualitätsarbeit höchstens noch als Fassade auf-

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

rechtzuerhalten. Mit der Priorisierung der Qualität ohne Rücksicht auf Kosten oder Lieferzeiten hat sich Hermès hingegen die Glaubwürdigkeit erhalten und eine treue Stammkundschaft aufgebaut. Dies hat sich gelohnt: Seit 2006 stiegen der Umsatz um durchschnittlich 13,1% p.a. und der Nettogewinn um 15,2% p.a. an. 2016 wurde ein freier Cashflow von 1,15 Mrd. € erwirtschaftet. Vom jüngsten Einbruch bei Luxusprodukten im Frühjahr 2016 war das Unternehmen im Vergleich zu den Hauptwettbewerbern relativ wenig betroffen. Diese gute Entwicklung in schwierigen Zeiten demonstriert die besondere Stärke der Marke Hermès.



Ein Versuch von LVMH, sich 2011 über den Erwerb von Aktien an der Börse die Gesellschaft einzuverleiben, wurde von der Eigentümerfamilie entschieden abgeblockt, indem sie ihre Mehrheitsanteile in eine vor Übernahmen geschützte Holdingkonstruktion einbrachte. Im Zuge des Übernahmegefechts war der Free-Float auf ca. 7,3% des Aktienkapitals gesunken, hat sich aber inzwischen durch Abgaben von LVMH wieder auf 26,6% erhöht. Angesichts der Aktionärsstruktur ist unwahrscheinlich, dass trotz äußerst solider Bilanz (die Liquidität überstieg die Verschuldung zum 30.6.2017 um 852 Mio. €) zu Aktienrückkäufen kommt. Stattdessen ist zu erwarten, dass – wie auch in der Vergangenheit – zur Ausschüttung überschüssiger Liquidität unregelmäßig Sonderdividenden gezahlt werden.

Unternehmen mit starken Marken sind hochrentabel und i.d.R. auch finanzstark. Die Qualitäten dieser Unternehmen sind aber an der Börse weitgehend bekannt, weshalb die Bewertungen der Aktien i.d.R. sehr hoch sind. So liegen die KGVs auf Basis der Konsensschätzungen für das nächste Geschäftsjahr 2018 für Hermès bei 34,9, für Ferrari 33 sowie bei Nestlé bei 21,9. Lediglich Apple ist mit einem KGV (Sep. 18) von 14 derzeit relativ moderat bewertet, worin eine gewisse Markt-Skepsis zum Ausdruck kommt, dass die Firma ihre hohe Profitabilität langfristig halten kann. Die ungewöhnlich niedrige Bewertung hat dazu geführt, dass u. A. Warren Buffetts Holding Berkshire Hathaway seit 2016 Aktien von Apple akkumuliert. Per Halbjahresabschluss zum 30.6.2017 wurde hier der Bestand mit 19,4 Mrd. US\$ bewertet, womit Apple inzwischen die zweitgrößte Position eines börsennotierten Unternehmens im Portfolio von Berkshire Hathaway ist.

Anleger, die in Inhaber starker Marken investieren, sollten angesichts normalerweise hoher Bewertungen Geduld haben, weil die Unternehmen die eingepreisten Vorschusslorbeeren erst erwirtschaften müssen. Die Aktien eignen sich deshalb vor allem für eine „Buy and Hold“-Strategie. Sie sollten

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

aber immer im Auge behalten, ob die Managements sich weiterhin verpflichtet fühlen, einerseits die Markenwerte zu pflegen, andererseits die kontinuierliche Modernisierung des Produktsegments voranzutreiben. Das Beispiel Hermès zeigt, dass dies insbesondere im Rahmen eines Familienunternehmens gut gelingt.

Bei Nestlé zeigt sich hingegen, dass es bei Publikumsgesellschaften trotz starker Marken zu einer längeren Phase mit Erosionserscheinungen kommen kann. Allerdings entstand hier starker Druck freier Aktionäre, sodass inzwischen Maßnahmen ergriffen werden, um das Unternehmen wieder zu alter Stärke zurückzubringen. Anleger bei Nestlé müssen darauf vertrauen, dass das neue Management tatsächlich den Konzern durch gesündere und nachhaltigere Produkte konsequenter als bisher auf die Zielgruppe der Millennials ausrichtet.

Aktuell eignen sich die Aktien von Apple, Nestlé sowie von Hermès International als Basisinvestments sowohl für chancenorientierte wie auch für konservative Anleger. Börsenneuling Ferrari ist auf KGV-Basis ähnlich wie Hermès bewertet, ist aber noch nicht ganz so rentabel und weniger wachstumsstark; diese Aktien sind daher derzeit nur für risikofreudige Anleger interessant.

Empfehlungshistorie:

Apple (Nr. 2; 2.6.2012): für chancenorientierte Investoren als Depotbeimischung und für risikobewusste Anleger als Basisinvestment (2%-4% Portfoliogewicht) geeignet. Nestlé (Nr.7; 5.11.2012): für chancenorientierte Investoren als Kerninvestment, für konservative und risikobewusste Anleger zur Depotbeimischung geeignet. Hermès (Nr. 26; 2.6.14): zur Depotbeimischung geeignet; Ferrari: bisher keine Empfehlungen.

Hotelmärkte in Skandinavien und Osteuropa: am Rand, aber nicht im Abseits

Von Karl-Heinz Goedeckemeyer

Die Aufwärtsdynamik an den europäischen Hotelmärkten hat sich im laufenden Jahr fortgesetzt. Vor dem Hintergrund der steigenden Touristennachfrage und der zunehmenden Vernetzung der Destinationen mittels Verkehrsträger, und der robusten konjunkturellen Entwicklung in weiten Teilen Europas richten internationale Investoren ihr Augenmerk aber nicht mehr nur auf die traditionellen Märkte in Kerneuropa, sondern zunehmend auf Märkte in der Peripherie wie Zentral- und Osteuropa (CEE) und Skandinavien. Vom Einbruch bei Sommerurlaub-Destinationen wie der Türkei oder Ägypten profitieren nicht nur die Mittelmeer-Destinationen, sondern auch viele Länder Südosteuropas wie z. B. Kroatien, Serbien oder Slowenien. Die nordischen Länder werden vor allem vom Städtetourismus begünstigt. Hier sind in erster Linie auf Dänemark (Kopenhagen) und Schweden (Stockholm) bevorzugte Destinationen.

Im ersten Halbjahr 2017 verzeichneten die nordischen Länder nach Spanien (+ 228%, yoy) europaweit mit einem Plus von 57% das höchste Transaktionsvolumen.¹ Zwar sank das Volumen in der CEE-Region im Vergleich zum Vorjahr um 12% - mit rund 800 Mio. Euro lag das Transaktionsvolumen höher als in Skandinavien mit etwa 700 Mio. Euro. Insgesamt wurden europaweit 8,9 Mrd. Euro in Hotels investiert, was einem Anstieg von 10% im Vergleich zum Halbjahr 2016 entspricht¹.

1) Skandinavien: Regionale Betreiber dominieren den Hotelmarkt

Angetrieben von einer starken Konjunktur und steigenden Zimmererlösen (RevPAR) erfreuen sich die Hotelmärkte Dänemarks, Schwedens, Finnlands und Norwegens bereits seit geraumer Zeit insbesondere bei Touristen wachsender Beliebtheit. Gemäß der Agentur Visit Schweden erhöhten sich die Übernachtungszahlen in Schweden in 2016 um 3% auf 13,9 Mio., in Dänemark auf 11,6 Mio., Norwegen auf 9,8 Mio. und Finnland auf 5,6 Mio. Prozentual deutlich höhere Übernachtungszahlen wurden in Norwegen mit +14% bzw. + 31% in Island verzeichnet. Diese Entwicklung wird auch von der Tatsache begünstigt, dass sich die Direktflugverbindungen nach Kerneuropa, Asien, USA erhöhten.

Die Hotelmärkte in diesen Ländern werden noch immer stark von regionalen Betreibern wie Scandic, Nordic Choice oder der Rezidor Hotel Group bestimmt². Marktführer ist Scandic Hotels. Inklusive der neu projektierten Zimmer kommt die Hotelgruppe auf rund 45.000 Zimmer. Derzeit befinden sich bei Scandic etwa 3.800 Zimmer in der Pipeline, davon 3.500 in Skandinavien. Weniger als 10 % des Hotelangebotes in den Hauptstädten Skandinaviens wird von internationalen bzw.

Skandinavien: Präsenz von Hotelketten in Innenstadtlagen		
Hotelkette	Zimmer	Standort
Scandic	14.500	ca 45% in Stockholm, ca 20% Kopenhagen
Nordic Choice	8.500	ca 68% in Stockholm Oslo, Stockholm,
Rezidor Hotel Group	6.000	Kopenhagen, Helsinki ca 50% in Oslo,
IHG	3.000	ca 40% Helsinki
Thon Hotels	3.000	Oslo
Best Western	3.000	ca 80% Stockholm
Mariott	2.500	ca 70% Kopenhagen

Quelle: Christie & Co

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

großen europäischen Marken betrieben. Diese Konstellation macht den Markt besonders attraktiv als Ziel für internationale Brands und Betreiber.²

Kopenhagen und Stockholm sind die Hots Spots

Zusammen mit Dänemark ist Schweden einer der stärksten Hotelmärkte in Nordeuropa. Ein besonders hoher Anteil an Touristen kommt entweder aus dem eigenen Land, den angrenzenden Ländern oder aus dem asiatisch-pazifischen Raum. Daher sind (bislang) sowohl regionale als auch nationale Hotelmarken in Schweden stark präsent. Zu den Städten, die stark von Touristen und Geschäftsreisende frequentiert werden, zählen in Schweden Stockholm, Göteborg und Malmö. Dagegen konzentriert sich der Tourismus in Finnland vor allem auf Helsinki. Ansonsten sind Natur- und (Winter-) Sporttourismus die beiden Hauptsäulen der finnischen Tourismusbranche, was bedeutet, dass die Preise für Übernachtungen im Laufe des Jahres relativ konstant bleiben. Der Großteil der Touristen stammt aus Russland und China.

Nach Norwegen zieht es die meisten Touristen wegen der Natur, was dazu führt, dass ähnlich wie in den anderen nordeuropäischen Ländern Ferienhäuser sehr beliebt sind. Der Hotelsektor wird auch von der Tatsache begünstigt, dass Norwegen auch ein begehrtes Land für Kreuzfahrtziele entlang der Küste ist.

Wenngleich auch der dänische Hotelmarkt an den Küstenregionen allmählich wächst, entfällt der Großteil der Übernachtungen auf Ferienhäuser oder Campingplätze. In den größeren Städten des Landes – Kopenhagen und Aarhus – gibt es neben einzelnen Luxushotels auch ein großes Angebot an Budget- und Niedrigpreishotels. Kopenhagen ist die Touristenhochburg in Skandinavien schlechthin. In 2016 wurden mehr als 10 Mio. Übernachtungen registriert, bei einer Einwohnerzahl von 760.000. Daneben wurden 850.000 Kreuzfahrt-Besucher gezählt, mehr als das Doppelte als 10 Jahre zuvor. Die nordischen Hauptstädte Kopenhagen, Oslo und Helsinki werden wegen der guten Infrastruktur, kurzer Wege, einer hohen Lebensqualität und im Hinblick auf die Freiräume erschwinglichen Wohnraum zu finden, auch „winning cities“ genannt.

RevPAR (nom.) zum Teil deutlich über dem Vorkrisenniveau in 2008

Das durchschnittliche Wachstum der Zimmererlöse (Revenue per available room, RevPAR,) und der durchschnittlichen Zimmerraten (average daily rate, ADR) konnte sich nach dem starken Einbruch im Jahr 2009 deutlich erholen, wenngleich sich dieser Trend seit dem Turnaround in 2013 abschwächte. In nominellen Zahlen liegen die RevPARs in den nordischen Ländern inzwischen 35% über dem Niveau vor dem Gipfel in 2008³. Auch das ADR-Wachstum liegt mit ca. 21% über dem Vorkrisenniveau.

EU, UK vs Skandinavien: Hotel-Kennzahlen Rückblick									
Land	Jan.-Juni 2017			Ø letzten 12 Mon. (Stand Juni)			Veränd. seit Peak in 2008		
	Auslastung	ADR	RevPar	Auslastung	ADR	RevPar	Auslastung	ADR	RevPar
UK	1,7%	4,7%	3,0%	77%	90,7€	70,9€	72%	82,8€	60,0€
Skandinavien	4,7%	1,6%	6,3%	77%	90,7€	70,9€	64%	105,9€	68,3€
Europa	2,8%	1,1%	4,0%	72%	127,8 €	92,1€	n.a.	n.a.	n.a.
EU Emerg. Europe	2,5%	0,0%	2,4%	72%	70,4€	50,9€	66%	73,5€	49,9€

Quelle: UBS

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

In realen Zahlen jedoch, also unter Berücksichtigung der Inflation, sind die Zimmererlöse mit -8% noch immer knapp unter dem Niveau von 2008. Im Vergleich dazu liegen die RevPARs in Europa M&E in realen Zahlen 2,5% über dem Stand von 2008³.

Performance 1. Halbjahr: Oslo Top – Stockholm Flop

Mit Blick auf die einzelnen Märkte ist anzumerken, dass im Vergleich zu Kopenhagen die jährlichen Wachstumsraten von Helsinki, Oslo und Stockholm relativ niedrig sind. Dennoch konnten alle drei Märkte im Halbjahr 2017 ein RevPAR-Wachstum zwischen 2% und fast 5% p.a. verzeichnen⁴. Wenn man die Performance aller Märkte miteinander vergleicht, zeigte Kopenhagen seit dem Krisenende die schnellste Erholung. Die dänische Hauptstadt konnte bei den RevPARs zum Halbjahr um 7,3% und die ADRs um 4% zulegen. Mit 78% verzeichnete Kopenhagen zudem die höchste Auslastung.

Skandinavien: Hotel-Kennzahlen Rückblick						
	Jan.-Juli 2017 ggb. Jan.-Juni 2016					
	Auslastung		ADR in Euro		RevPAR in Euro	
	2017	2016	2017	2016	2017	2016
Helsinki	66,8	66,9	110,4	101,6	73,7	68,0
Kopenhagen	76,9	73,6	138,2	132,1	106,3	97,3
Stockholm	73,8	69,1	86,1	80,3	63,6	55,1
Oslo	75,4	71,9	1.165	1.071	971	884
Europa Ø	69,3	67,3	108,0	106,8	74,8	71,9

Quellen: STR, Deka, Nordic Hotel Consulting, Oslo (Zahlen in NOK)

Beim Blick auf das zweite Quartal fällt auf, dass Oslo sowohl bei den durchschnittlichen Zimmerraten als auch bei den Zimmererlösen mit 9,8% (yoy) bzw. 12% am schnellsten gewachsen ist, während sich die Auslastung nur um 1% im Vergleich zum Vorjahr erhöhte. Dagegen war in Stockholm sowohl der RevPAR mit -4,7% als auch das ADR-Wachstum mit -2,5% rückläufig. Auch die Auslastung sank um 2,2% auf 75%. Die höchsten ADRs in der Region werden in Reykjavik 186 Euro, Kopenhagen 145 Euro, Stockholm 125 Euro und Oslo mit 120 erzielt⁴.

Kopenhagen mit niedrigsten Anfangsrenditen bei Pachtverträgen

Mit Blick auf die Rendite-Entwicklung ist festzustellen, dass Stockholm unter den nordischen Ländern mit 4% die niedrigsten Anfangsrenditen bei Pachtverträgen aufweist. Im Vergleich dazu kommen Kopenhagen und Oslo auf 4,5% und Helsinki auf 4,75%. Bei den Management-Verträgen belaufen sich die Renditen auf rund 7% in Kopenhagen und 7,5% in Oslo¹.

Steigendes Interesse seitens internationaler Investoren und Marken

In den letzten Jahren ist das Interesse seitens internationaler Investoren gestiegen, die in der nordischen Region den Markteintritt planen. Auch der Appetit auf Lifestyle- und Economy-Produkte internationaler Marken ist groß. Das dürfte dazu führen, dass auch weiterhin eine wachsende Anzahl an internationalen Touristen in diese Städte strömt und auf bereits bekannte Hotelmarken zurückgreift.² Daher dürfte der skandinavische Hotelmarkt auch in den kommenden Jahren weiter wachsen. Die Hotelbetreiber reagieren auf diesen Trend mit einer Vielzahl von Projekten, die sich in unterschiedlichen Bauphasen befinden. Bereits seit 2007 haben die nordischen Hauptstädte ihr Angebot deutlich ausgebaut: Oslo +60%, Stockholm +37%, Kopenhagen +34% und Helsinki +15%.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Aktuelle Hotelprojekte: Mischung aus Neuentwicklungen und Modernisierungen

Schätzungen zufolge werden bis 2020 rund 12.300 neue Zimmer in der Region entstehen, vorwiegend in den Großstädten Kopenhagen, Stockholm, Oslo und Helsinki. Darunter befinden sich sowohl internationale Lifestyle-Marken", wie citizenM und Moxy, als auch Budget Hotels wie z. B. CabInn. Allein in den Top-Hochburgen Stockholm und Kopenhagen sind 2.100 bzw. 5.000 Zimmer in der Pipeline (Stand: Q2 2017).⁴

In der schwedischen Hauptstadt sollen die Hotels nicht nur im Stadtzentrum, sondern auch umliegenden Bezirken wie Kista, Solna, Arlanda und Rotebro entstehen. In der City wird seit 2016 das Gebäude von Saluhall in Östermalm erweitert und renoviert. Auch das privat geführte Hotel Diplomat wird ein neues Hotel betreiben, das in einem angrenzenden Grundstück an der Saluhall oder der Food Hall gebaut wird. Im Hinterland von Stockholm wurde jüngst das Motel L - Älvsjö eröffnet, welches die Umgebung Stockholms wieder näher zum internationalen Messezentrum bringt. Zudem wurde im ersten Halbjahr eines der größten Umbauten in Stockholms Geschichte fertig: das „At Six“, Teil des Urban Escape Masterplanes. Mit 343 Zimmern, inklusive 40 Suiten und drei Stockwerken mit Penthouses, wird dieses 4* Hotel ein Hybrid aus Geschäfts- und Kunsthotel. Die nordische Marke Scandic Group führt die Liste der Neubauprojekte an. Das 4* Hotel „Downtown Camper“ mit 493 Zimmern ist derzeit im Bau und soll noch on 2017 fertig werden. Daneben ist die Erweiterung des „Scandic Hallandia“ in Halmstad um 14 Zimmer noch in der Planungsphase. Zu den größten Entwicklungen zählen ferner das Comfort Hotel Arlanda mit 460 Zimmern (2019), das Nobis Gävlegatan mit 242 Zimmern (2018), Elite Hagastaden – Hagaplan mit 222 Zimmern (2017) und das Best Western Solna (Humlegården Grow) im Jahr 2018⁴.

Neben Sheraton, dass gerade sein Hotel in Stockholm in mehreren Phasen renoviert, bekommt auch das „Grand Hotel Stockholm“ eine Rundumerneuerung. Das Datum der Fertigstellung steht noch nicht fest. Stockholm bezieht seine Attraktivität aus der besonderen Lage als schwedisches Finanzzentrum. Darüber hinaus haben rund 45% der schwedischen Unternehmen ihren Hauptsitz in der Hauptstadt.

Kopenhagen mit größter Pipeline

In der dänischen Hauptstadt will in diesem Sommer Kopenhagens größter Hotelbesitzer und Betreiber, Arp-Hansen, seine erste Luxus-Herberge "Steel House Copenhagen" eröffnen. Das Hostel-Konzept ist New York inspiriert und liegt ganz in der Nähe der Vesterport Station, die einen einfachen Zugang zum Stadtzentrum bietet. Im kommenden Jahr soll das von Scandic neu gebaute „Copenhagen Kødbyen“ mit 370 Zimmern 2018 eröffnen und sowohl Konferenzräume als auch Restaurants in Kopenhagens ‚Meatpacking District‘ bringen. Bis 2020 sind mit den Eröffnungen des Comfort Copenhagen Airport Hotel mit 500 Zimmern und des Nordic Choice Hotels (Tietgensgade 37) mit 380 Zimmern zu rechnen⁴. Als neuer Player im Budget-Segment scheint sich CabInn Metro zu etablieren.

Allein in Kopenhagen sollen im Zeitraum (2017-2018) 530 Zimmer entstehen, darüber hinaus sind weitere 1.200 Zimmer anvisiert. Auch in Aarhus will die Budget-Kette ihre Präsenz weiter ausbauen. Wenngleich die große Pipeline – rund 5.000 Zimmer (Stand: Q1 2017) - den lokalen Hotelmarkt zu-

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

mindest mittelfristig unter Druck bringen könnte, ist davon auszugehen, dass das zusätzliche Angebot eine neue Nachfrage auslöst – die insbesondere durch einen verstärkten Zustrom aus Asien weiter angeheizt werden könnte.

Chancen für Investoren sowie Betreiber

Aufgrund der guten Performance und der gestiegenen Awareness internationaler Hotelketten bietet der skandinavische Hotelmarkt auch für internationale Betreiber vielfältige Chancen. Allerdings waren die unterschiedlichen operativen Strukturen in der Vergangenheit oft ein Hemmschuh. Skandinavische Immobilienunternehmen und Hotelbetreiber bevorzugen Pachtmodelle, während die meisten internationalen Hotels Franchise oder Managementverträge favorisieren². Die Lösung, die auch in anderen Regionen mit einer Vorliebe für Pachtstrukturen – wie beispielsweise Deutschland – erfolgreich praktiziert wird, scheint in der Involvierung einer dritten Möglichkeit zu liegen, die dann einen internationalen Management- oder Franchise-Vertrag eingeht.

Um das Wachstum in den nordischen Ländern zu fördern, sollen die Flughäfen in der Region stärker als bisher als Hubs für Reisende nach und von Asien fungieren und mit neuen Routen eine weitere Nachfrage erzeugen. Da Städte wie Helsinki stark von chinesischen Touristen frequentiert werden, könnten die nordischen Hotelmärkte auch für chinesische Hotelinvestoren zusehends interessant werden.

2) Die Hotelmärkte Osteuropas (CEE)

Auch an den Hotelmärkten Osteuropas (CEE) hat sich 2017 die positive Entwicklung der letzten Jahre fortgesetzt. Vor dem Hintergrund der steigenden Touristennachfrage und des überdurchschnittlichen Wirtschaftswachstums richten internationale Investoren ihr Augenmerk zunehmend nach Zentral- und Osteuropa und beginnen deren Potenzial zu erschließen. Diejenigen, die früh auf diesen Zug aufspringen, werden von der positiven Entwicklung dieser noch relativ unreifen Investmentmärkte profitieren². Da in der letzten Zeit sich das Angebot - aufgrund diverser Deals in Top-Städten Budapest, Prag und Warschau erhöht hat - beginnen auch die regionalen Städte von diesem Kaskadeneffekt zu profitieren. Insofern könnten neue und potenziell lukrative Märkte auf dem Radarschirm der Investoren gelangen.

Märkte erhöhen Anziehungskraft für ausländisches Kapital

Branchenexperten gehen davon aus, dass der Zufluss an ausländischem Kapital dank der steigenden Nachfrage nach Hotelbetten und der höheren Mobilität internationaler Touristen und Geschäftsreisenden in den nächsten Jahren weiter steigen wird. Zu den beliebtesten Standorten für Hotelinvestments in der Region dürfte weiterhin Polen gehören. Für Investments in diese Assetklasse sprechen auch die vergleichsweise höheren Renditen. So haben sich zum Halbjahr die Anfangsrenditen z. B. in Warschau auf etwa 5,5 % belaufen – und damit spürbar höher als in den nordischen Top-Städten. Das Investoreninteresse dürfte sich auch durch die starken Cashflows, die in der Tourismus- und Hospitality-Branche in der CEE-Region zu erzielen sind, weiter erhöhen.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Hotelinvestments haben im ersten Halbjahr 2017 um 11 % auf 700 Mio. Euro angezogen

Im Vergleich zum Vorjahreszeitraum, wo sich das Gesamtinvestitionsvolumen in Polen lediglich auf 4 Mio. Euro belief, war Polen in Bezug auf das Investitionsvolumen als auch die Anzahl der Transaktionen in diesem Jahr bislang das leistungsstärkste CEE-Land. Analysen zufolge erhöhte sich das Investitionsvolumen bei 16 Transaktionen auf 350 Mio. Euro⁵. Nach Polen erzielte die Tschechische Republik zwar mit 165,5 Mio. Euro das zweitgrößte Investitionsvolumen. Gegenüber dem Vorjahr sank das Volumen jedoch um 5%. Trotz des Rückgangs hat es auf dem tschechischen Markt die größte Transaktion innerhalb der CEE-Region gegeben: die Akquisition des Marriott Hotels in Prag, das zu einem Preis von rund 90 Mio. Euro verkauft wurde⁵. An dritter Stelle der Hotelinvestments rangiert Ungarn mit einem Volumen von 99,3 Mio. Euro, was einer Verdreifachung im Vergleich zum Vorjahreszeitraum entspricht⁵.

Warschau Hotspot in Zentral- und Osteuropa

Allein in den fünf Top-Städten sind per Juli 2017 20 neue Hotels mit rund 2.600 Zimmern in der Pipeline (s. nachfolgende Tabelle). Wenngleich Warschau das Ranking mit 19 Hotels anführt, wird der Bedarf allein in Budapest bis zum Jahr 2019 auf mehr als 1.000 neue Zimmer geschätzt.

Hotel-Pipeline Osteuropa					
Städte	Existierende		Hotels in der		
	Hotels	dto, Zimmer	Pipeline	dto, Zimmer	Wachstum
Budapest	233	21.107	8	1.468	7,0%
Bukarest	104	9.619	4	735	7,6%
Prag	512	35.130	4	716	2,0%
Warschau	96	14.308	19	3.383	23,6%
Belgrad	64	5.359	4	528	9,9%

Quelle: STR

Die polnische Hauptstadt verbucht seit 2011 einen Anstieg der Hotels und Betten. Im Gegensatz zu anderen Hauptstädten in Osteuropa entfällt auf Warschau mit 64 % die Mehrzahl des gesamten Hotelangebots auf Markenhotels. Der Angebotszuwachs geht einher mit einer starken Nachfrage. In den letzten fünf Jahren sind die Ankünfte um 30 % und die Übernachtungszahlen um knapp 35% geklettert. Dies hat zu einer signifikanten Verbesserung der Kennzahlen wie Auslastung, ADR und RevPAR geführt.

Der Aufwärtstrend der Warschauer Hotelmarktperformance dürfte weiter anhalten, da die größte Stadt Polens mit mehr als 1,7 Mio. Einwohnern als wichtiges kulturelles, politisches und wirtschaftliches Zentrum in Mittel- und Osteuropa gilt. Untermauert wird dieser Trend auch durch die Investments in den ersten sechs Monaten 2017. Demnach sind mehr als 350 Mio. Euro in den polnischen Hotelmarkt geflossen.

Zu den internationalen Hotelketten, die von diesem prosperierenden Markt profitieren wollen, zählt unter anderem die Rezidor Hotel Group, die im Februar einen Vertrag für das erste Radisson Red in Mitteleuropa in Krakau unterzeichnet hat. Das Hotel wird voraussichtlich im Jahr 2019 eröffnet. Mit den Marken Radisson Blu und Park Inn by Radisson betreibt die Gruppe bereits zwölf Hotels mit über 2.700 Zimmern in Polen. Auch Vienna House hat Pläne für ein neues 164-Zimmer-Hotel im War-

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

schauer Geschäftsviertel Mokotów angekündigt. Die Eröffnung ist für den Sommer 2018 vorgesehen. In Polen hat sich allein zwischen 2012 und 2016 die Zahl der Hotels von 2.014 auf 2.463 erhöht, was einem Plus von ca. 22 % entspricht⁷. Während der Markt 2016 mit 46 % hauptsächlich vom 3-Sterne-Segment geprägt war, blieben 5-Sterne-Häuser bis dato in der Minderheit. Leicht gewachsen ist auch das Segment der oberen Mittelklasse. Bei 3-Sterne-Hotels betrug die jährliche Wachstumsrate 7,2 % und in der 4-Sterne-Kategorie sogar 12,4 %⁷.

Budapest zählt zu den am stärksten wachsenden Tourismus-Destinationen in Europa

In der ungarischen Hauptstadt soll der Hotelbestand nach Berechnungen von Horwath Consulting um fünf bis zehn Prozent wachsen. Zu den größten Projekten in der Region zählt das zur Marriott-Gruppe gehörende W-Hotel, das im Jahr 2020 eröffnet werden soll. Im Frühjahr 2018 wird zudem mit der Eröffnung eines Budgethotels der Marke Meininger und des Park Inn by Radisson Hotel in Zalakaros südlich des Balaton gerechnet. Bereits in 2016 wurde das Ritz Carlton in Budapest eröffnet. Ungarn wird weiterhin viel Potenzial im Tourismus, sowohl in den größeren Städten als in traditionellen Urlaubsgebieten z. B. am Plattensee zugetraut. Der dortige Hotelmarkt profitiert nicht nur aufgrund der Tatsache, dass Budapest bei internationalen Touristen sehr beliebt ist, sondern auch davon, dass der Flughafen in Budapest zuletzt ein signifikantes Wachstum bei Billigfliegern hervorgerufen hat. Der Flughafen stellte im Jahr 2015 mit etwa 10 Millionen Passagieren einen neuen Rekord auf und übertraf damit auch die Wachstumsraten der regionalen Wettbewerber wie Wien, Prag, Bratislava und Warschau.

Prag: führender Hotelstandort in CEE

In Bezug auf Auslastung, ADR's und RevPAR zählt Prag zu den stärksten Hotelmärkten in der Region. Im vergangenen Jahr wurden 14,7 Mio. Übernachtungen gezählt, von denen etwa über 90 % auf ausländische Besucher entfielen⁸. Die auch die Pipeline mit weiteren vier Hotels und 716 Zimmern gut gefüllt ist, dürfte die Stadt weiterhin eine attraktive Destination für Geschäfts- und Freizeitreisende sowie Hoteliers gleichermaßen bleiben und seine führende Stellung unter den Hotelmärkten der Region behaupten. Zudem wird Prag als sicherster Ort in dieser Region eingeschätzt. Mit rund 35.000 Zimmern verfügt Prag über das größte Hotelangebot in Osteuropa⁸. Die Anfangsrenditen bei Pachtverträgen beliefen sich im ersten Halbjahr 2017 auf 4,5%, die niedrigsten in der CEE-Region.

Steigende Performance-Zahlen in den osteuropäischen Regionen

Parallel zum erhöhten Investmentvolumen haben sich auch die für die Hotelbranche bedeutenden Performance-Kennzahlen wie die durchschnittliche Zimmerrate, der durchschnittliche Erlös je Zimmer sowie die Auslastung der Zimmer erhöht. Alle Kennzahlen sind durchweg seit vier Jahren kontinuierlich gewachsen. Der Grund dafür liegt in erster Linie in der zunehmenden Zahl von Touristen, die Osteuropa als Destinationen für ihren Urlaub wählen. Mit durchschnittlich 69,2% (H1 2017: 66,8%) liegen die Auslastungsraten derzeit auf ihrem bisherigen Höhepunkt, wobei Warschau und Prag mit knapp 76% bzw. 74% die höchste Auslastung verzeichneten. In Budapest lag die Belegungsrate im Juli sogar bei 86,5% (-0,7% yoy).

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Aufgrund der steigenden Nachfrage ist auch die durchschnittliche Zimmerrate im ersten Halbjahr 2017 auf 79,52 Euro gestiegen, nach 75,49 Euro im Vorjahr. Im Hinblick auf der RevPAR- konnten Bulgarien, Tschechien, Ungarn und die Slowakei in dem betrachteten Zeitraum ein zweistelliges Wachstum erzielen, wobei Belgrad prozentual am stärksten zulegen konnte. Auch Warschau und Prag verzeichneten im Vergleich zum Vorjahr RevPAR-Steigerungen von 15%. Unterdessen erhöhten sich in der ungarischen Hauptstadt die Zimmerraten bzw. Zimmererlöse im Juli sogar um 22,2% bzw. 21,4% (yoy)⁶. Bei dem Vergleich der Betrachtungszeiträume ist zu beachten, dass in den ersten Jahreshälften 2016 und 2017 nicht die Weihnachtszeit erfasst wird, daher sind Performancezahlen niedriger als im Gesamtjahresvergleich.

Osteuropa: Hotel-Kennzahlen Rückblick						
Jan.-Juli 2017 ggb. Jan.-Juni 2016						
	Auslastung		ADR in Euro		RevPAR in Euro	
	2017	2016	2017	2016	2017	2016
Budapest	73,8	68,3	79,7	73,7	58,8	50,3
Bukarest	72,1	70,2	76,6	74,3	55,2	52,0
Prag	73,8	69,1	86,1	80,3	63,6	55,1
Warschau	71,3	70,9	75,4	71,9	57,5	49,9
CEE Ø	69,2	66,8	79,5	75,5	n.a.	
Europa Ø	69,3	67,3	108,0	106,8	74,8	71,9

Quellen: STR, Deko

Bukarest, Belgrad und Zagreb gehören zu den aufsteigende Zentren

Zu den aufsteigenden Destinationen in Südosteuropa zählen Bukarest, Belgrad und Zagreb. Vor allem die rumänische Hauptstadt hat sich in den vergangenen Jahren einen Ruf als attraktiver Ort für Konferenzen und Veranstaltungen erworben. Dies, gepaart mit den bemerkenswerten Entwicklungen der städtischen Infrastruktur, führte zu einem starken Anstieg des Wachstums und einer Verbesserung aller Performancedaten.

Daneben rücken auch Belgrad und Zagreb zusehends ins Blickfeld von Investoren und Touristen. Diese Städte erreichten in den vergangenen Jahren ein hohes zweistelliges jährliches Wachstum bei der Zahl der Übernachtungen sowie eine kontinuierliche Verbesserung bei den Flugverbindungen. Mit einem RevPAR-Anstieg von fast 25% im Juli 2017 ggb. dem Vorjahresmonat konnte Belgrad das höchste Erlöswachstum in der CEE-Region verzeichnen⁵.

Eine ähnliche Entwicklung trifft auf Zagreb zu. Wenngleich die Anzahl der Hoteltransaktionen in Zagreb in jüngster Zeit überschaubar war, bieten Kroatiens Wirtschaftswachstum sowie die steigende Nachfrage gepaart mit dem derzeitigen Mangel an Markenhotels vielversprechende Chancen für Investoren. Überdies hat Kroatien in den vergangenen zwei Jahren eine besonders starke Erholung bei den tourismusbezogenen Investitionen - in Verbindung mit der Wiederbelebung der Industrie- und Handelsaktivitäten – gesehen.

Falls sich dieser Trend fortsetzt, könnten Belgrad und Zagreb zu neuen Hotspots in Europa werden. Für Hotelinvestoren bietet es sich daher an, die bestehenden Lücken in bestimmten Unterkunftsarten dieser Städte für intelligente Investitionen zu nützen.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Anhang

Quellen:

Wesentliche Informationsquellen: Hauptinformationsquelle bei Unternehmensanalysen sind Geschäfts- und Quartalsberichte des Emittenten sowie von der Investorenbetreuung des Emittenten auf Webseiten, Investorenkonferenzen oder Analystenveranstaltungen zur Verfügung gestellte Informationen. Diese Quellen wurden sofern nicht anders angegeben 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.

Spezielle Quellen für diese Ausgabe:

Quellen zu „Klartext: Eine Experten-Warnung“:

1. Vgl. Mason, Rowena (2016), **“Cameron: Gove has 'lost it' in comparing anti-Brexit economists to Nazis”**, Guardian.com Wednesday 22 June 2016; <http://www.theguardian.com/politics/2016/jun/22/cameron-gove-has-lost-it-in-comparing-anti-brexit-economists-to-nazi-experts> (zuletzt abgerufen 1.07.2016)
2. Campbell, Peter (2017), **“Investment in UK car industry plummets amid Brexit uncertainty”**, FT.com 2.7. 2017, <https://www.ft.com/content/0c3427b2-5ce1-11e7-9bc8-8055f264aa8b> (zuletzt abgerufen 11.09.2017)
3. Burnett, Dean (2017), **“The Idiot Brain: A Neuroscientist Explains What Your Head is Really Up To”**, Kindle Ausgabe Position 3189, Faber and Faber Ltd., London
4. Vgl. Biography.com Editors (2017), **“Alexander Fleming”**; The Biography.com <http://www.biography.com/people/alexander-fleming-9296894> (zuletzt abgerufen 12.05.2017)
5. Vgl. Mauboussin, Micheal J. (2008), **“Are you an Expert?”**; Kapitel 6 aus: J. Mauboussin, Michael: **“More Than You Know: Finding Financial Wisdom in Unconventional Places”**; Columbia University Press, New York
6. Fowke, F. (1885), **“On the First Discovery of the Comma-Bacillus of Cholera”**. British medical journal 03/1885; 1(1264) S. 589-92.
7. Kay, John (2016), **“New City Agenda - John Kay Lecture 15 March 2016”**; <http://newcityagenda.co.uk/wp-content/uploads/2016/12/811230-New-City-Agenda-15.03-John-Kay-Corrected.pdf> (zul. abgerufen 12.05.2017)
8. Suntum, Ulrich van (2007), **„Warum sind Ökonomen so selten einer Meinung?“**; Frankfurter Allgemeine Sonntagszeitung, 18.03.2007, Nr. 11 / Seite 56 http://www.faz.net/aktuell/wirtschaft/konjunktur/erklarer-mir-die-welt-40-warum-sind-oekonomen-so-selten-einer-meinung-1411043.html?printPagedArticle=true#pageIndex_2 (zuletzt abgerufen 12.05.2017)
9. The Economist (2003), **„The one-handed economist – Paul Krugman and the controversial art of popularising economics”** The Economist vom 13. Nov. 2003 <http://www.economist.com/node/2208841> (zul. abgerufen 12.05.2017)
10. Vgl. James Mackintosh (2014), **“When economists reach a conclusion, it is time to worry”**, Financial Times (Europe), 15. Dez. 2014; Seite FTfm13
11. The Economist (2003), **„The one-handed economist – Paul Krugman and the controversial art of popularising economics”** The Economist vom 13. Nov. 2003 <http://www.economist.com/node/2208841> (zul. abgerufen 12.05.2017)
12. Vgl. Tetlock, Philip E. (2005), **“Expert Political Judgment: How Good Is It? How Can We Know?”**; Princeton University Press Princeton N.J.
13. Vgl. Bernau, Patrick (2016), **„Ernst Fehr an der Spitze der Ökonomen“**; FAZ Online vom 02.09.2016 <http://www.faz.net/aktuell/wirtschaft/wirtschaftswissen/f-a-z-oekonomenranking-2016-ernst-fehr-gewinnt-14417933.html> (zuletzt abgerufen 12.05.2017)
14. Vgl. hierzu die Thomson Reuters Website zu den Analyst Awards <http://www.analystawards.com/> (zuletzt abgerufen 12.05.2017)
15. Vgl. Rezmer, Anke (2016), **„Lukrative Tipps“**; Handelsblatt Nr. 95 vom 19.05.2016, Seite 34
16. Vgl. Gordon, Sarah (2017), **“Buy rating miss raises research doubts”**; Financial Times 9. Feb. 2017 S. 20

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

17. Vgl. Berger, Jonah (2016), **“Monkey See, Monkey Do”** Kapitel 1 (S. 19-62) aus **“Invisible Influence”**, Simon & Schuster UK London
18. Ebenda
19. Warren Buffet (1977), **“Buffett: How inflation swindles the equity investor”**; hier zitiert nach Fortune Classics von 2011 <http://fortune.com/2011/06/12/buffett-how-inflation-swindles-the-equity-investor-fortune-classics-1977/> (zuletzt abgerufen 31.10.2015).
20. Svetlova, Ekaterina (2018, im Erscheinen), **„Financial Models and Society: Villains or Scapegoats?”** Cheltenham, UK: Edward Elgar Publishing

Quellen zu **„Klasse statt Masse: starke Marken“**:

1. Grimm, Katarina (2015): **„Diese Skandale ruinieren Nestlé das Image“**; stern.de 29. September 2015 <http://www.stern.de/wirtschaft/news/nestl%C3%A9--die-skandale-der-vergangenen-jahre-6475346.html> (zuletzt abgerufen 01.10.2017)
2. Hajo Riesenbeck (2012): **„Starke Marken“**; Kapitel 10 aus: Bonner Akademie für Forschung und Lehre praktischer Politik (BAPP) GmbH (2012): **„Politik und Medien“**, Bonn, S. 2 http://www.bapp-bonn.de/medien/downloads/publikationen_politik_und_medien/Hajo%20Riesenbeck%20Starke%20Marken.pdf (zuletzt abgerufen 05.10.2017)
3. Ebenda S. 1
4. Ebenda S. 3

Quellen zu **„Starke Marken an der Börse“**:

1. Jones, Chuck (2017): **“How Important Is Apple's iPhone Market Share?”** forbes.com vom 29.5.2017; <https://www.forbes.com/sites/chuckjones/2017/05/29/how-important-is-apples-iphone-market-share/#1f92614a19ca> (zuletzt abgerufen 06.10.2017)
2. Grimm, Katarina (2015): **„Diese Skandale ruinieren Nestlé das Image“**; stern.de 29. September 2015 <http://www.stern.de/wirtschaft/news/nestl%C3%A9--die-skandale-der-vergangenen-jahre-6475346.html> (zuletzt abgerufen 01.10.2017)
3. Daneshkhu, Scheherazade, Atkins Ralph (2017): **“Nespresso looks to raise the tempo on pod recycling”**; FT Europe 25.9.2017, S. SR 3
4. Deveau, Scott; Gretler, Corinne (2017) **“Nestle Chief's Strategic Vision Shrouded by Death at L'Oreal”**, Bloomberg 25.9.17 <https://www.bloomberg.com/news/articles/2017-09-25/nestle-chief-s-strategic-vision-shrouded-by-death-at-l-oreal>(zuletzt abgerufen 06.10.2017)
5. Sda. (Abk.) (2017): **„Millennials fordern Nestlé heraus“** Tagblatt online vom 26.9.2017 <http://www.tagblatt.ch/nachrichten/wirtschaft/nestle-will-mehr-profit;art253651,5097013> (zuletzt abgerufen 06.10.2017)
6. Massoudi Arash, Bradshaw Tim, Daneshkhu, Scheherazade, Atkins Ralph (2017): **„Nestlé aims to bottle appeal of artisan coffee“** FT Europe 30. Sep 2017 S. 14
7. Stockburger, Christoph (2017), **„Ferrari für immer“**, Spiegel.de vom 3.10.2017 <http://www.spiegel.de/auto/fahrkultur/interview-mit-luca-di-montezemolo-ferrari-fuer-immer-a-1170353.html> (zuletzt abgerufen 06.10.2017)
8. Flak Agnieszka (2017), **“Ferrari, Lamborghini say no plans yet to develop all-electric cars”**, Reuters 12.9.2017 <http://www.reuters.com/article/us-autoshow-frankfurt-sportscars-electri/ferrari-lamborghini-say-no-plans-yet-to-develop-all-electric-cars-idUSKCN1BN2MK> (zuletzt abgerufen 06.10.2017)
9. Haupt, Andreas (2017), **“Kommt der Ferrari-SUV 2021?”**, auto-motor-und-sport.de vom 4.8.2017 <http://www.auto-motor-und-sport.de/news/kurswechsel-sergio-marchionne-kommt-ferrari-suv-2021-12414422.html> (zuletzt abgerufen 06.10.2017)

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

10. Rottwilm, Christof (2014), „**Ferrari 250 GTO stellt neuen Auktions-Weltrekord auf**“, Manager Magazin online, <http://www.manager-magazin.de/finanzen/artikel/auktionsrekord-ferrari-250-gto-fuer-38-millionen-dollar-versteigert-a-986232.html> (zuletzt abgerufen 06.10.2017)
11. jok/AFP (2016), 32.075.200 Euro...zum Dritten! Spiegel.de vom 6.2.2016, <http://www.spiegel.de/auto/aktuell/ferrari-fuer-rekordpreis-von-32-millionen-euro-versteigert-a-1076023.html> (zuletzt abgerufen 06.10.2017)
12. Flak Agnieszka (2017), „**Ferrari, Lamborghini say no plans yet to develop all-electric cars**“, Reuters 12.9.2017 <http://www.reuters.com/article/us-autoshow-frankfurt-sportscars-electri/ferrari-lamborghini-say-no-plans-yet-to-develop-all-electric-cars-idUSKCN1BN2MK> (zuletzt abgerufen 06.10.2017)
13. Adams, Susan(2014), „**Inside Hermès: Luxury's Secret Empire**“, forbes.com 20.8.2014 <https://www.forbes.com/sites/susanadams/2014/08/20/inside-hermes-luxury-secret-empire/#4e3bb3fd2ad2> (zuletzt abgerufen 06.10.2017)

Quellen zu „**Hotelmärkte in Skandinavien und Osteuropa: am Rand, aber nicht im Abseits**“:

- 1 Europe Hotel Investment, H1 2017, CBRE
- 2 Nordics – A Region of Opportunity, Christie & Co, Juli 2017
- 3 Global Hotel Sector, UBS, Juli 2017
- 4 Nordic Hotel Report Q2 2017, Nordic Hotel Consulting
- 5 CEE Hotel Investment Market H1 2017, Cushman & Wakefield (C&W)
- 6 STR, Juli 2017
- 7 Hotelmarkt Polen, Christie & Co, September 2017
- 8 Investoreninteresse in CEE steigt, Christie & Co, August 2017

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. Volkswirtschaftliche Zeitreihen beziehen wir - sofern nicht anders angegeben - bei der Deutschen Bundesbank und beim IWF. Die Kursdaten für Gold kommen vom World Gold Council (<https://www.gold.org/>).

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Impressum:

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

Vorstand: Karl-Heinz Thielmann, Oliver Clasen

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

Inhaltlich verantwortlich: Karl-Heinz Thielmann

Weinbrennerstr. 17, D-76135 Karlsruhe

Bildnachweis: Seite 2 Karl-Heinz Thielmann. Seiten 1 & 14 Apple. Seiten 1 & 16 Nestlé. Seiten 1 & 17 Ferrari
Seiten 1 & 19 Hermès International

Für den regelmäßigen Bezug von „Mit ruhiger Hand“ können Sie sich unter www.Mit-ruhiger-Hand.de anmelden.

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: siehe Seite 30.
- 2) Finanzanalysen werden vor ihrer Veröffentlichung dem Emittenten normalerweise nicht zugänglich gemacht und danach geändert. Abweichungen von dieser Praxis werden gesondert gekennzeichnet.
- 3) Zur Erstellung genutzte Bewertungsgrundlagen und Methoden: siehe Abschnitt „Systematik der Anlageempfehlungen“ auf Seite 34.
- 4) 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 9.10.2017.
- 5) Datum und Uhrzeit der darin angegebenen Preise von Finanzinstrumenten entsprechen – sofern nicht anders gekennzeichnet – dem Schlusskurs vom letzten Handelstag vor dem Erscheinungsdatum an der genannten Hauptbörse des jeweiligen Finanzinstruments.
- 6) Aktualisierungen: Für Aktualisierungen der bestehenden Analysen aus der aktuellen Ausgabe ist kein fester Zeitraum vorgesehen und besteht auch keine Verpflichtung.
- 7) 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: **Nestlé**
- 2) in den vergangenen 12 Monaten an Transaktionen beteiligt: **Nestlé**
- 3) eine vertragliche Beziehung eingegangen: nein
- 4) an einer Emission oder Sekundärmarktplatzierung eines Finanzinstruments beteiligt: nein

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Systematik der Anlageempfehlungen:

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 Geschäftsberichten 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), 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 β , 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.

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.