

Nummer 7, 5. November 2012

Thema im „**Klartext: Lernprobleme**“ sind diesmal die hartnäckigen Lernschwierigkeiten der Finanzbranche und der Ökonomie, wenn es darum geht, Konsequenzen aus der jüngsten Krise zu ziehen. Bankmitarbeiter werden nach wie vor von falschen Leistungsanreizen getrieben. Risikomanager benutzen weiterhin längst widerlegte Risikomodelle. Die Wirtschaftswissenschaften vermeiden in ihrer Forschung und Ausbildung die Beschäftigung mit realen Finanzmarktproblemen und liefern keinen echten Erkenntnisfortschritt. Solange sich dies alles nicht ändert, bleiben die Kapitalmärkte inhärent instabil.

Im Beitrag „**Der Glanz des Goldes**“ werden die Argumente für und gegen eine Kapitalanlage in Gold untersucht. Gründe, die derzeit für ein Investment sprechen, sind eine wahrscheinliche Angebotsverknappung sowie eine hohe Nachfrage aus Schwellenländern. Insbesondere die russische Zentralbank sowie Privatleute aus China und Indien stehen hinter den massiven Käufen in den letzten Jahren. Gegen eine Anlage in Gold sprechen Konjunkturrisiken in ebendiesen Schwellenländern sowie mittelfristig mögliche Verkäufe der bisherigen Haupteigentümer des Edelmetalles. Dies sind die wichtigsten Zentralbanken der Industrieländer sowie supranationale Institutionen, deren Stillehalteabkommen 2014 ausläuft.

Weiterhin wurde die Wertsicherungsfunktion von Gold überprüft. Dabei ist herausgekommen, dass diese an relativ spezifische Voraussetzungen gebunden ist, die historisch gesehen nicht oft erfüllt waren. Insbesondere die Idee, sich mit Gold gegen einen Kollaps des Weltwährungssystems abzusichern, erscheint fragwürdig, da das Edelmetall als die Hauptwährungsreserve vieler Schuldenstaaten selbst zentraler Bestandteil des Systems ist.

Im Mittelpunkt der Analyse „**Gut und teuer – Aktien der Hersteller von Konsumgütern des täglichen Bedarfs**“ stehen Unternehmen aus einem besonders stabilen Bereich. Die Unterschiede dieses Segments zu anderen Konsumunternehmen werden gezeigt. Darüber hinaus werden Erfolgsfaktoren in dieser Branche analysiert. Diese sind insbesondere: Eine richtige Positionierung in Hinblick auf demografische Trends; Sensibilität gegenüber einem gestiegenen Gesundheitsbewusstsein; führende Marktpositionen in spezifischen Marktsegmenten; ein erfolgreiches Markenmanagement sowie die Möglichkeit, Rohstoffpreiserhöhungen weiterzugeben.

Folgenden Gesellschaften haben unserer Einschätzung nach mehrere dieser Faktoren erfolgreich umgesetzt und sind daher interessant für langfristig orientierte Anleger: BIC, Colgate Palmolive, Henkel, Kerry Group, Natura Cosméticos sowie Nestlé.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Klartext: Lernprobleme

Liebe Langfristanleger,

vor 4 Jahren herrschte an den Kapitalmärkten das nackte Grauen. Das Weltfinanzsystem war durch den Zusammenbruch von Lehman Brothers in seinen Grundfesten erschüttert. Vor Kurzem noch als grundsolide angesehene Finanzunternehmen wie AIG, Merrill Lynch, Royal Bank of Scotland oder Hypo Real Estate benötigten Rettungsaktionen im Umfang von Hunderten von Milliarden Euro. Die stark vom Finanzsektor abhängigen Volkswirtschaften in Westeuropa und Nordamerika mussten einen scharfen Einbruch hinnehmen, der die gesamte Weltwirtschaft in die Rezession riss.



Inzwischen hat sich die Lage mit Ausnahme von Südeuropa wieder weitgehend stabilisiert, von einer wirklichen Erholung kann aber auch keine Rede sein. Denn die der Finanzkrise zugrunde liegenden Probleme sind nicht wirklich angegangen worden. Dies ist eigentlich erstaunlich, weil schon bald nach dem Einbruch in der Öffentlichkeit eine umfassende Diskussion über die Gründe der Finanzkrise einsetzte.

Inhalt:

Seite 4: Der Glanz des Goldes

Seite 14: Gut und teuer – Aktien der Hersteller von Konsumgütern des täglichen Bedarfs

Seite 25: Impressum, Anhang

Seite 28: Disclaimer

Inzwischen ist relativ klar, warum das Desaster kam und warum es viel schlimmer war als bei vorangegangenen Schuldenkrisen. Da war zum einen der sorglose Umgang sowohl von privaten wie staatlichen Schuldnern mit einer Erhöhung ihrer Verbindlichkeiten. Weiterhin hat eine an kurzfristigen Verkaufserfolgen orientierte Bonuskultur Bankmitarbeiter zum Eingehen von unverantwortlichen Risiken ermutigt. Diese Risiken wurden mit Hilfe von neuartigen Finanzinstrumenten „umverpackt“ und damit quasi unsichtbar gemacht. Ratingagenturen und Investmentbanken vermittelten dann mit Hilfe von mathematisch komplexen Risikoansätzen eine Scheinsicherheit für viele Finanzanlagen, die einer Konfrontation mit der Realität nicht

standhielt. Eine mangelnde Kapitalisierung bei vielen Finanzinstituten führte dann dazu, dass sie einer plötzlich verschlechterten Risikosituation nicht gewachsen waren. Hinzu kam, dass eine realitätsferne Wirtschaftswissenschaft sich lieber mit abstrakten Modellen als mit konkreten Sachverhalten beschäftigt hatte und den Ereignissen in der wirklichen Welt dann völlig ratlos gegenüberstand.

Nun könnte man meinen, alle diese Erkenntnisse müssten zu grundlegenden Änderungen geführt haben. Wenn man sich aber die Konsequenzen anschaut, die bisher gezogen worden sind, muss man feststellen, dass bisher nur ein Problem angegangen wurde: die Rekapitalisierung der Banken. Damit hat man aber nur die Anfälligkeit des Finanzsektors gegenüber der nächsten Krise vermindert. Die eigentlichen Ursachen der Krise sind nach wie vor vorhanden und werden von vielen Verantwortlichen ignoriert.

Nimmt man den Umgang mit Bonusregeln als Beispiel, so zeigt sich, wie gut es der Finanzbranche bisher gelungen ist, Konsequenzen zu umgehen. Eine der erfolgreichsten Banken der letzten Jahrzehnte – Handelsbanken

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

aus Schweden – hat Boni schon vor Jahrzehnten abgeschafft. Stattdessen werden Mitarbeiter über ein spezielles Programm am langfristigen Erfolg der Bank beteiligt. Dieses Beispiel wird aber von der übrigen Branche geflissentlich ignoriert. Dafür wird immer wieder argumentiert, man benötige Bonuszahlungen, weil man nur so gute Mitarbeiter bekommen und halten kann. Warum angeblich gute Mitarbeiter aber vor allem kurzfristige Leistungsanreize benötigen, bleibt schleierhaft. Vielmehr dürfte das krampfhaftes Festhalten an Bonusprogrammen damit zu tun haben, dass sie die Selbstbedienung von Finanzmanagern erleichtern.

Ein besonderes schönes Beispiel für die Vermeidung von Lerneffekten ist das Festhalten an Risikomodelle wie „Value at Risk“ bei der Steuerung von Bilanzrisiken. Die grundsätzlichen Mängel dieses Ansatzes sind schon seit Jahrzehnten bekannt. Speziell 2008 war „Value at Risk“ für gravierende Fehleinschätzungen und enorme Verluste verantwortlich. Dies hat jedoch nichts an der Popularität dieses Ansatzes geändert, was nach wie vor die bekannten Nebenwirkungen mit sich bringt. So musste Morgan Stanley erst vor Kurzem einen Handelsverlust von mehreren Mrd. US\$ für das dritte Quartal 2012 bekannt geben, für den vor allem die Risikosteuerung per „Value at Risk“-Modell verantwortlich war. Die Konsequenz: Einige Parameter für das Modell wurden geändert, ansonsten wird weitergemacht wie bisher. Und als Bestätigung für diese Vorgehensweise hat sich das Management von Morgan Stanley auch noch die Genehmigung von den Finanzaufsichtsbehörden hierfür geholt. Die Frage muss erlaubt sein: Wie ignorant kann man eigentlich sein?

Den größten Reformstau gibt es aber wahrscheinlich in den Wirtschaftswissenschaften. Schon vor der Krise hatten viele Kritiker bemängelt, dass eine zunehmende Mathematisierung der Ökonomie auch eine wachsende Realitätsferne mit sich bringt. Und auch heutzutage noch kann ein Student seinen Abschluss in einem wirtschaftswissenschaftlichen Fach machen, ohne das Wort Finanzkrise je gehört zu haben. Stattdessen werden junge Ökonomen vorwiegend darin trainiert, aus hochkomplexen mathematischen Modellen relativ banale Aussagen abzuleiten. Nur ist leider der Erkenntniswert einer solchen Gehirnakrobatik gleich null. Diese Ausbildung führt realitätsfernen Rechenkünstlern, die von der realen Wirtschaft rein gar nichts verstehen. Allerdings sind diese „Wissenschaftler“ dann perfekt dafür geeignet, sich neue Modelle zur Verschleierung von echten Risiken auszudenken.

Eine vom Swiss Finance Institute herausgegebene Studie zeigte im vergangenen Jahr, dass die schlechtesten Banken während der Asien- und Russlandkrise 1998 auch die größten Verlierer 2008 waren. Die Prognose liegt nahe, dass genau diese unlängst mit Staatsgeld geretteten Institute auch in der nächsten Finanzkrise wieder Milliarden Gelder versenken werden.

Ob die mangelnde Bereitschaft, die richtigen Konsequenzen aus grundlegenden Erfahrungen zu ziehen, an ungenügender Lernfähigkeit oder Lernunwilligkeit liegt, weiß ich nicht. Solange man sich aber an den richtigen Schlussfolgerungen vorbeidrückt, bleibt das Weltfinanzsystem inhärent instabil. Mit restriktiveren Eigenkapitalvorschriften für die Banken wurde bisher vor allem eines erreicht: Die Kreditvergabe ist deutlich schwieriger geworden und damit auch die wirtschaftliche Erholung. Zudem werden diese kaum etwas nützen, wenn im Vorfeld der nächsten Krise verquere Risikoansätze und falsche Anreizstrukturen die Banker wieder zu den gleichen Fehlern wie im vergangenen Jahrzehnt verleiten.

Noch ist es nicht zu spät.

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



Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Der Glanz des Goldes

Von Karl-Heinz Thielmann

Die Investmentwelt ist derzeit in zwei Lager gespalten, die sich relativ unversöhnlich gegenüberstehen: das der Goldbefürworter und dasjenige der Gegner des Edelmetalls.

Die Standpunkte der beiden Lager widersprechen sich grundlegend: Für die Befürworter ist Gold der ultimative Sachwert, ein seit Jahrtausenden bewährter Stabilitätsanker in einer von immer größerem Misstrauen gegen Papiergeld geprägten Welt. Für die Gegner handelt es sich hingegen beim Goldpreis um die älteste Spekulationsblase der Welt. Gold sei unproduktiv, werfe keine laufenden Erträge ab und die Bewertung rein psychologisch begründet.

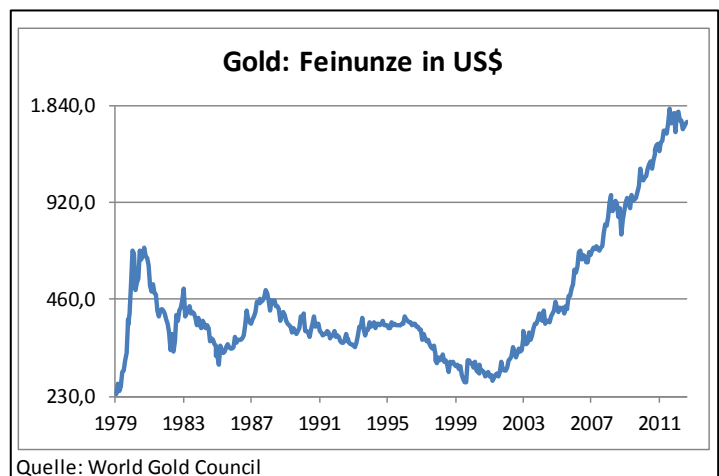


Ein paradoxes Bild zeigt das tatsächliche Anlageverhalten bei Gold. Privatanleger bringen Gold ein erstaunlich großes Vertrauen entgegen. So gab es in den vergangenen Jahren sowohl für die USA, Deutschland und die Schweiz Umfragen, die ein überraschend einheitliches Bild ergaben: In allen diesen Ländern sahen ca. 30% bis 40% der Privatanleger Gold als beste Langfristanlage an, weit mehr, als für jede andere Anlageform votierten. Allerdings weicht das tatsächliche Investmentverhalten der Investoren in allen Ländern auffällig von dieser

anscheinend so positiven Einschätzung ab. So haben die Hälfte bis zu drei Viertel der Investoren, die Gold angeblich als beste Anlage sehen, gar nicht in Gold investiert. Die übrigen Anleger haben Goldanlagen, die aber selten mehr als 10% des Gesamtvermögens ausmachen. Es ist relativ unverständlich, warum so wenige Anleger tatsächlich in signifikantem Ausmaß in das investieren, was sie angeblich als bestes Langfristinvestment ansehen.

Gold ist auch ein sehr beliebtes Thema für die Wirtschaftspresse. Unzählige Artikel erscheinen jeden Tag, in denen sich tatsächliche oder vermeintliche Rohstoffexperten über die Perspektiven für das Edelmetall äußern. Allerdings ist das Niveau dieser Schriften oft erstaunlich schwach, kaum ein Autor setzt sich mit den fundamentalen Bestimmungsgründen des Goldpreises auseinander. Stattdessen dominieren Plattitüden und teilweise völlig unsinnige Behauptungen. Symptomatisch für die wenig durchdachten Expertenaussagen zum Thema Gold ist dieses

Zitat eines Vermögensverwalters vor einigen Tagen in einer ansonsten ernst zunehmenden Publikation: „Wenn mich Kunden fragen, wohin es mit dem Preis geht, dann sage ich meistens, denkt gar nicht erst über den Preis nach, seht es als Wertanlage.“ Worum anders als um den Preis geht es bei einer Wertanlage?



Eine im September 2012 veröffentlichte Untersuchung des Handelsblatts hat herausgefunden, dass kurzfristig zwischen dem Goldpreis und der Anzahl optimistischer Publikationen über Gold ein enger Zusammenhang

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Nach Golde drängt,
Am Golde hängt
Doch alles. Ach wir Armen!

Aus: *Faust 1. Teil* von Johann
Wolfgang von Goethe

besteht. Die starken Wertzuwächse in den vergangenen Jahren lassen sich aber nicht allein durch enthusiastische Presseberichte erklären, es muss mehr dahinter stecken. Es erscheint plausibel, dass eher der Goldpreis für die Berichterstattung verantwortlich ist als umgekehrt. Und die Tatsache, dass über Gold viel Unsinn veröffentlicht wird, macht das Edelmetall nicht automatisch zur schlechten Geldanlage.

Angesichts der offensichtlichen Widersprüche scheint es angebracht, die Bestimmungsgründe des Goldpreises einer genauen Analyse zu unterziehen und zu überprüfen, in wieweit die Ansichten der Befürworter und Gegner wirklich fundamental begründet sind. Hierzu sollen die Motive genauer analysiert werden, die i.d.R. als Argument für den Erwerb von Gold angeführt werden. Doch zunächst sollen kurz einige strukturelle Bestimmungsfaktoren des Goldmarktes erläutert werden.

Im Jahr 2011 wurden netto knapp 4575 Tonnen Gold verkauft. Ungefähr $\frac{3}{4}$ hiervon wurde für Schmuck, Goldbarren und Münzen verwendet und ging vorwiegend an private Käufer. Von dem übrigen Gold gingen ca. 10% in die industrielle Verwendung; weitere 10% wurden von Zentralbanken erworben. 4% wurden von Investmentfonds absorbiert, die auf Gold spezialisiert sind.

Gold Nachfrage 2011	in Tonnen	in % Welt
Schmuck	1973,9	43,2%
Industrie	452,7	9,9%
Barren & Münzen	1504,6	32,9%
Investmentfonds	185,1	4,0%
Zentralbanken	457,9	10,0%
Gesamt	4574,2	

Quelle: World Gold Council

Im Wesentlichen lassen sich 6 Gründe identifizieren, die immer wieder als Bestimmungsfaktoren für die Nachfrage genannt werden:

- Eine zu erwartende Angebotsverknappung
- Die wachsende Rolle von Gold in der Hochtechnologie
- Sozial-kulturelle Gründe für Goldanlagen
- Gold als Absicherung gegen Inflation und sonstige Krisen
- Gold als Portfoliodiversifikator
- Die steigende Bedeutung als Währungssubstitut

Im Folgenden soll überprüft werden, inwieweit diese Einflussfaktoren den Goldpreis in Zukunft tatsächlich beeinflussen werden.

1) Gold als knapper werdendes Gut

Gold ist an sich nicht selten: Ca. 30 Mio. Tonnen soll es auf der Erde geben. Allerdings ist die Konzentration meistens so extrem gering – normalerweise weniger als ein millionstel Prozent –, dass sich die Gewinnung fast immer wirtschaftlich nicht lohnt. Diese praktische Unmöglichkeit der Extraktion des Edelmetalls macht es wiederum rar: Seit Beginn der Menschheit sind nur ca. 170.000 Tonnen gefördert worden, davon ca. 80% nach 1900. Könnte man alles bekannte Gold der Erde zusammenpressen, würde man einen Würfel mit jeweils ca. 21 Meter Kantenlänge erhalten. Der Marktwert dieses Goldes beträgt derzeit ca. 7 Billionen €. Dies ist eine unvorstellbare Summe, die z. B. in Deutschland ungefähr dem 7fachen des Marktwertes aller börsennotierten Aktien oder in etwa dem 2,7fachen des Bruttoinlandsprodukts entspricht.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Und es kommt nicht mehr viel dazu: Die Minenproduktion lag in den Jahren zwischen 2002 und 2009 relativ konstant um die 2.500 Gold Tonnen im Jahr. Erst seit Kurzem konnte die Produktion mit 2709 (2010) bzw. 2806 (2011) Tonnen etwas ausgeweitet werden.

An den großen Fördergesellschaften ist der Goldpreisboom der letzten Jahre allerdings vorbeigegangen. Die bestehenden Vorkommen sind technisch immer schwerer zu fördern. Zudem sind die Kosten – wie bei anderen Rohstoffunternehmen auch – in den vergangenen Jahren explodiert. Zwischen 2004 und 2009 ging die Entdeckung neuer Goldfelder dramatisch zurück. In den vergangenen zwei Jahren wurden zwar vor allem in Kolumbien, Australien und Westafrika einige neue Vorkommen entdeckt. Ob ihre Erschließung jedoch ausreicht, um eine Produktionsausweitung zu ermöglichen, erscheint jedoch mehr als fraglich.

Gold Angebot:		
2011	in Tonnen	in % Welt
Förderung	2832,1	61,9%
Recycling	1665,2	36,4%
Institutionen; sonst.	76,9	1,7%
Gesamt	4574,2	

Quelle: World Gold Council

Einige große Minenbetreiber wie vor kurzem Barrick Gold haben inzwischen auf die Profitabilitätsprobleme reagiert und eine Verminderung von Förderung und Investitionen angekündigt. Beim derzeitigen Preisniveau ist daher eine Verknappung der Produktion sehr wahrscheinlich. Sehr langfristig gesehen ist es aber nicht auszuschließen, dass technische Innovationen die Fördermöglichkeiten für Gold wieder verbessern oder die Gewinnung von mikroskopisch kleinen Partikeln auf ökonomische Weise ermöglichen.

Eine große Rolle beim Ausgleich des Nachfrageanstiegs spielte im letzten Jahrzehnt das sog. Goldrecycling, also die wieder Nutzbarmachung von bereits verbrauchtem Gold. 2009 erreicht das Recycling mit 1695 Tonnen einen Höhepunkt und geht seitdem wieder zurück.

Gold wird vor allem aus drei Quellen wiedergewonnen: 1) das Einschmelzen von altem Schmuck, Zahngold, alten Goldmünzen, und zerkratzten Barren; 2) das Recycling von Elektronikschrott, indem Gold wieder extrahiert wird, das in den Kontakten von Computerplatinen, in Chips, Elektroniksteckern, Relais und elektronischen Bauteilen enthalten ist; 3) die Aufbereitung von Produktionsrückständen aus der Gold verarbeitenden Industrie, die z. B. beim Aufdampfen von Gold anfallen.

Während noch vor einigen Jahren Asien das Recyclinggeschäft dominierte, hat sich der Schwerpunkt inzwischen nach Europa und Nordamerika verlagert. Noch ist unklar, ob hinter dem Rückgang des Recyclings in Asien eine bewusste Zurückhaltung vieler Altgoldbesitzer steht, die auf steigende Preise spekulieren, oder ob das Angebot strukturell schrumpft. Zumindest Letzteres würde für eine weitere Verknappung des Angebotes sprechen.

Vor 1999 gehörten die Notenbanken der entwickelten Volkswirtschaften zu den aktiven Verkäufern am Goldmarkt und trennten sich regelmäßig von größeren Beständen. Im September 1999 wurde allerdings das „Washington Agreement on Gold“ (WAG) vereinbart, in dem sich die Notenbanken von 19 europäischen Staaten, die USA, Japan, Australien sowie die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) sowie der Internationale Währungs-Fonds (IWF) darauf verständigten, jährlich maximal noch 500 Tonnen abzugeben. 2009 wurde diese Vereinbarung für weitere 5 Jahre verlängert, aber mit einem geringeren Verkaufslimit von 400 Tonnen.

Für die nächsten 2 Jahre ist daher nicht zu befürchten, dass die Gruppe von WAG-Notenbanken und internationalen Finanzorganisationen als massive Verkäufer an den Goldmarkt zurückkommt. Allerdings be-

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

steht für die Zeit danach die Gefahr, dass die Notenbanken Goldverkäufe als Instrument einsetzen, um die derzeit stark aufgeblähten Geldmengen der wichtigsten Währungen wieder zurückzuführen.

Zusammenfassend lässt sich sagen, dass ohne grundlegende Innovationen die Goldgewinnung immer schwieriger wird. Insofern spricht kurzfristig viel für eine Verknappung des Angebotes. Mittel- und längerfristig besteht aber das Risiko, dass die Notenbanken des WAG wieder als Verkäufer an den Markt zurückkehren und eine potenzielle Angebotslücke wieder ausgleichen.

2) Gold als Rohstoff für Technologieanwendungen

Gold hat zahlreiche Eigenschaften, die das Edelmetall als besonders geeignet erscheinen lassen für viele besondere technische Anwendungen. Eine hohe Leitfähigkeit, extreme Korrosionsbeständigkeit sowie eine unvergleichliche Dehn- und Verformbarkeit machen Gold zum bevorzugten Werkstoff für viele elektronische Anwendungen. Man kann sich mit dem Edelmetall hervorragend gegen Strahlung abschirmen. Darüber hinaus lässt sich Gold auch gut in Kleinstpartikel teilen und ist damit sehr geeignet für Anwendungen der Nanotechnologie.

Der Einsatz von Gold in der Industrie zeigte bis 2006 ein beständiges Wachstum, seitdem stagniert der Verbrauch aber – mit Ausnahme vom Krisenjahr 2009 – zwischen jährlich 450 und 480 Tonnen. Zwar wächst die Anzahl der potenziellen Anwendungen, in den Gold eingesetzt werden kann. Gleichzeitig scheint aber für die Industrie mit dem derzeit hohen Goldpreis eine Schwelle erreicht, über der sie nicht mehr bereit ist, mehr Gold als unbedingt nötig tatsächlich einzusetzen. Immer mehr Gold-Anwendungen werden durch billigere Technologien ersetzt, auch wenn diese technisch unterlegen sind. Insofern kann der industrielle Verbrauch kaum als Argument für weiter steigende Goldpreise herangezogen werden. Im Gegenteil dürfte er nur bei viel niedrigeren Preisen wieder deutlich anziehen.



3) Gold als Kulturgut

Seit den Ursprüngen der Menschheit spielt Gold eine Rolle als Symbol für Wohlstand und Macht. Traditionell schmücken sich Anführer, vom Stammesoberhaupt bis zu König und Kaiser, mit goldenen Herrschaftssymbolen. Für die Merkantilisten des 17. Jahrhunderts war die Anhäufung von Gold das Staatsziel Nummer 1. Es ist zudem das Symbol des Siegers, was sich unter anderem darin ausdrückt, dass auch heutzutage noch die Gewinner von großen Sportereignissen bei ihrer Siegerehrung selbstverständlich eine Goldmedaille erhalten.

Hieran hat sich nichts geändert, auch wenn in den westlich und nordeuropäisch geprägten Kulturen das offensichtliche Zurschaustellen von Gold keine so große Rolle mehr spielt. So beträgt der Anteil des privaten Sektors aus Europa und Nordamerika nur noch ca. 15% der weltweiten Nachfrage. Das in diesen Regionen erworbene Gold landet meist in Tresoren und wird nicht öffentlich präsentiert, vielfach auch aus Angst vor dem Neid der Mitmenschen.

Privatleute aus Indien, China und den Ländern des Nahen Ostens dominieren als Käufer von Goldmünzen, -barren und -schmuck. Hier spielt Gold eine andere soziale Rolle als in Europa oder USA. Das zur Schau stellen und verschenken von Gold hilft dem sozialen Prestige.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

In China symbolisiert Gold Zufriedenheit und Wohlstand, aber auch Erfolg und Freigiebigkeit. Für die wachsende chinesische Mittelschicht ist das Edelmetall ein wichtiges Statussymbol. Eine besondere Rolle spielt Gold bei Festtagen und wird gerne als symbolisches Geschenk weitergegeben.

Nachfrage des privaten Sektors nach Goldmünzen, -barren und schmuck 2011		
	in Tonnen	in %
Indien	933,4	27,1%
China *)	811,2	23,5%
Arabische Länder	199,8	5,8%
Türkei	144,2	4,2%
USA	194,9	5,6%
Deutschland	159,3	4,6%
Schweiz	116,2	3,4%
übriges Westeuropa	99,3	2,9%
Welt gesamt	3450	

*) incl. Hongkong und Taiwan

Quelle: World Gold Council

In Indien ist Gold eng mit dem Heiraten verknüpft. Die üppige Ausstattung einer jungen Frau mit Gold vor ihrer Vermählung ist eines der zentralen Ziele jeder indischen Familie. Manchmal fangen Eltern schon nach der Geburt an, einen Goldvorrat anzulegen, zumeist jedoch steigt die Nachfrage nach Goldschmuck vor der indischen Heiratssaison sprunghaft an. Sie geht von Oktober bis März und gilt als wichtigster saisonaler Einflussfaktor am Goldmarkt.

In arabisch geprägten Ländern spielt Goldschmuck eine große Rolle als Statussymbol bei Frauen. Männern hingegen ist es nicht erlaubt, Gold zu tragen. Das Edelmetall wird auch gerne bei Hochzeiten und Geburten verschenkt. Insbesondere auch für weniger Wohlhabende

und die Mittelschicht gilt etwas Goldbesitz als sehr wichtig.

Die Goldnachfrage in China, Indien und dem Nahen Osten ist weniger vom Goldpreis abhängig als von der Einkommensentwicklung in diesen Regionen und der anhaltenden Bedeutung ihrer traditionellen Werte. Sofern sich die Trends der Vorjahre fortsetzen, d. h. die Volkswirtschaften der Schwellenländer sich weiter sehr dynamisch entwickeln und eine statusbewusste Mittelschicht dort an Bedeutung gewinnt, wird sich hieran auch nichts ändern. Dies dürfte strukturell zu einer Zunahme der Goldnachfrage führen.

4) Gold als Absicherung gegen Krisen

Vor 2008 lag die Nachfrage nach physischem Gold in Form von Münzen, Medaillen oder Barren relativ konstant bei ca. 400 Tonnen im Jahr. Im Finanzkrisenjahr 2008 explodiert Nachfrage geradezu auf 868 Tonnen. In den nächsten Jahren stieg sie weiter auf bis auf zuletzt 1487 Tonnen (2011). Vor allem Goldbarren erfreuten sich wachsender Beliebtheit. Die bisherigen Zahlen für 2012 lassen vermuten, dass sich die Nachfrage derzeit ungefähr auf dem erreichten Niveau einpendelt.



Dass Anleger trotz der hohen Transaktionskosten lieber direkt in Gold investieren und nicht durch Fonds oder Zertifikate hat vor allem einen Grund: ein wachsendes Misstrauen in das Papiergeldsystem, das über reine Inflationsangst hinaus geht und alle Finanzinstitutionen und die mit ihnen verbundenen Finanzinstrumente einschließt.

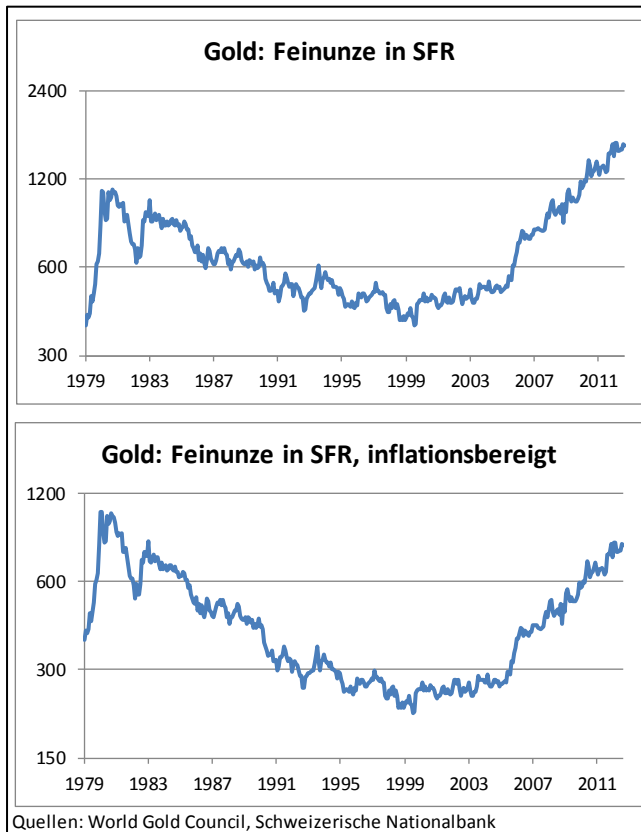
Doch hat sich Gold in der Vergangenheit wirklich als Krisenanker bewährt? Die Antwort ist, wie so oft beim Gold, widersprüchlich: manchmal ja, manchmal nein.

Gold als Aufbewahrung für die Kaufkraft hat zwar über einige sehr lange Perioden funktioniert. So zeigen viele Studien, dass sich der Goldpreis seit 1900 mehr oder minder mit dem Preisniveau entwickelt hat. Allerdings ist ein solch extrem langer Zeitraum selbst für Langfristinvestoren zu lang. Betrachtet man Gold in Hinblick auf Jahrzehnte als Investmentperioden, sieht das Bild ganz anders aus. Gold war sogar weit stärkeren

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Wertschwankungen unterworfen als die Aktienmärkte. So verlor z. B. Gold für im Schweizer Franken rechnende Anleger zwischen 1980 und 2000 ungefähr 80% an Kaufkraft. Die beste reale Wertentwicklung hatte Gold in den 70er Jahren, die allerdings von einer besonderen Situation geprägt waren: Es gab eine durch einen Angebotspreisschock ausgelöste Inflationswelle, die durch dilettantische Wirtschaftspolitik zunächst noch verstärkt wurde.



Insbesondere schwierig waren die Zeiten für Gold in Phasen moderater Inflation wie in den 50er und 60er Jahren bzw. den 80er und 90er Jahren des abgelaufenen Jahrhunderts. Hier konnte die Kaufkraft nicht nur bei relativ stabilen Währungen wie der D-Mark oder dem Schweizer Franken nicht gehalten werden. Auch Investoren mit dem US-Dollar, dem britischen Pfund oder sogar der chronisch instabilen italienischen Lira als Heimatwährung mussten mit Gold Kaufkrafteinbußen hinnehmen. Insofern muss man festhalten, dass sich historisch gesehen die Wertaufbewahrungsfunktion von Gold nur in Phasen extremer Inflation bewährt hat. In Phasen moderater Inflation ist Gold zeitweise sogar ein echter Wertevernichter gewesen.

Eine weitere historische Phase, in der sich Gold scheinbar als reale Wertsicherung bewährt hat, weil es an Kaufkraft gewinnen konnte, waren die 30er Jahre des abgelaufenen Jahrhunderts. Allerdings erfolgte der reale Wertegewinn für Gold erst, nachdem der US-Präsident Franklin D. Roosevelt 1933 seinen

Landsleuten den Privatbesitz von größeren Goldbeständen verboten und Zwangsverkäufe an die Notenbank angeordnet hatte. In Deutschland war der Goldbesitz schon seit 1923 beschränkt und im Nationalsozialismus seit 1933, von geringen Ausnahmen abgesehen, praktisch verboten. Insofern ist für die beschriebene Phase nicht ganz klar, inwieweit der Wertegewinn nicht auf die künstliche Verknappung des Goldbesitzes durch Verbote zurückzuführen ist. Zudem war man als gesetzestreuer Bürger zumindest in Deutschland und den USA gar nicht in der Lage, am Preisanstieg zu partizipieren, weil man ja kaum Gold besitzen durfte.

Aber nicht nur in Deutschland und den USA war der Goldbesitz lange beschränkt. Verbote und staatliche Requirierungen von privatem Gold hat es seit der 19. Dynastie im alten Ägypten (1292-1186 v. Chr.) in fast allen Ländern der Welt regelmäßig gegeben. Sie wurden unabhängig von der Regierungsform sowohl von Monarchien, Diktaturen und demokratisch gewählten Regierungen angeordnet. Dass die letzten 40 Jahre relativ frei von staatlichen Zwangsmaßnahmen waren, heißt nicht, dass dies auch in Zukunft so bleibt. So hat erst im März 2012 die türkische Regierung eine Zwangsregistrierung der privaten Goldbestände ihrer Bürger mit dem anschließenden Umtausch in staatliche „Goldzertifikate“ ins Gespräch gebracht.

You're indestructible
Always believe in,
because you are Gold!
Spandau Ballet: Gold

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Speziell in Krisen- und Kriegszeiten war die zwangsweise Aneignung private Goldbestände eine beliebte Finanzierungsmethode von an Geldnot leidenden Fürsten und Politikern. Insofern muss der Ruf von Gold als Absicherungsinstrument schon sehr stark infrage gestellt werden. Damit das Edelmetall seine Schutzfunktion wirklich erfüllen kann, müsste ein Verzicht von größeren staatlichen Zwangsmaßnahmen gegen Goldbesitz garantiert sein.

Eine etwas ältere Studie der britischen Finanzzeitung Investors Chronicle für die vorindustrielle Zeit zeigt für die Wertentwicklung von Gold vor allem zwei entscheidende Ereignisse: 1) Die Einführung von Golddukat in Venedig 1284, wodurch Gold als zuverlässiges Zahlungsmittel etabliert wurde. In den folgenden 2 Jahrhunderten verdreifachte sich der an der Kaufkraft gemessene Wert des Goldes. 2) Die Eroberung Mittel- und Südamerikas nach 1492 sowie die daraus folgende Verschiffung

Gold und Silber lieb ich sehr,
könnt es auch gebrauchen,
hätt ich nur ein ganzes Meer,
mich hinein zu tauchen.

Dt. Volkslied

des dortigen Goldes nach Europa. Dies führte zu einem massiven Überangebot an Gold, sodass sich der reale Wert in den darauf folgenden 300 Jahren wieder drittelte. Per saldo ergibt sich das gleiche Bild wie für die Moderne, auch wenn der Anpassungsmechanismus des Marktes sehr viel länger dauerte und die Daten nicht mit der gleichen Genauigkeit ermittelt werden konnten wir für die heutige Zeit: Phasen positiver und negativer Wertentwicklung bei Gold wechselten sich ab. Eine eindeutige Tendenz ist nicht erkennbar.

5) Gold als Portfoliodiversifikator

Im letzten Jahrzehnt hat Gold als Kapitalanlage bei vielen institutionellen Investoren an Bedeutung gewonnen. Ein Indikator für die institutionelle Nachfrage ist das Wachstum sogenannter Gold-ETFs. Dies sind Indexfonds, die in physisches Gold investieren. Sie sind sehr liquide und ermöglichen einen flexiblen und kostengünstigen Ein- und Ausstieg bei Gold auch in sehr großen Volumen. Insbesondere bis 2010 wuchs die Nachfrage nach Gold-ETFs stark an. Seitdem ist sie zwar positiv geblieben, inzwischen aber deutlich abgeflaut und machte 2011 nur noch 4% der Gesamtnachfrage aus.

Grund für die institutionelle Nachfrage ist nicht so sehr, dass die Investoren eine positive Performanceerwartung an Gold haben. Ihre Anlageentscheidung beruht auf der Eigenschaft von Gold als Anlageklasse, eine nur sehr geringe Korrelation mit anderen Anlagekategorien wie Aktien, Renten etc. zu haben. Als Grund für diese niedrige Korrelation wird eine historisch geringe Abhängigkeit des Goldpreises von der ökonomischen Entwicklung genannt.

Insbesondere aber diese Eigenschaft niedriger Korrelation ist zunehmend gefährdet, weil der Goldpreis zunehmend von den ökonomischen Entwicklungen in Asien abhängig ist. Zudem ist in dem letzten Jahrzehnt das Phänomen der sogenannten „Korrelations-Konvergenz“ zu beobachten: Sobald institutionelle Investoren massiv in Anlageklassen investieren, die bisher zu klassischen Investmentformen nicht korreliert waren, werden zunehmend die Mittelbewegungen der Investoren selbst als Bestimmungsgründe für den Kurs relevant. Da diese Mittelbewegungen aber selbst korreliert sind, überträgt sich die Wirkungsinterdependenz auch auf das zugrunde liegende Investment. Die Folge ist eine Umkehrung des Streuungseffekts, die erwünschte Risikominderung bleibt am Ende aus. Die institutionellen Investoren werden damit zunehmend von einem Element, das den Goldmarkt in den letzten Jahren stark unterstützt hat, zu einem Risikofaktor.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

6) Die steigende Bedeutung als Währungssubstitut

1816 wurde in Großbritannien mit der Einführung der Goldmünze Sovereign effektiv die Goldbindung der Währung eingeführt. Diese Maßnahme geschah, um nach der durch die Napoleonischen Kriege verursachten Inflation wieder Geldwertstabilität zu garantieren. 1844 wurde die Golddeckung der Banknoten der Bank of England gesetzlich festgeschrieben. Damit wurde die endgültige Einführung des Goldstandards vollzogen, eines Währungssystems, in dem der Wert von Papiergeld durch ein festgelegtes Austauschverhältnis in Gold gesetzlich garantiert ist. Im Laufe der folgenden Jahre wurde dieses System in allen wichtigen Volkswirtschaften der Welt übernommen.

Der Zusammenbruch des Goldstandards kam mit dem Ersten Weltkrieg. Zur Finanzierung des Krieges wurde in Europa die Umtauschpflicht der Notenbanken ausgesetzt und Geld gedruckt mit erheblichen Folgen für die Inflation. 1925 gab es in Großbritannien den Versuch, die Golddeckung zu Vorkriegsaustauschverhältnissen wieder einzuführen. Allerdings führte dies nicht mehr zu mehr Stabilität, sondern zu einer Verschlechterung der Wettbewerbsfähigkeit der britischen Industrie. Mit der Weltwirtschaftskrise 1929 brach das System der Golddeckung völlig zusammen, da immer mehr Staaten entweder das Austauschverhältnis für ihre Noten änderten oder die Konvertibilität von Gold erheblich einschränkten.

Nach dem Zweiten Weltkrieg kam es zu einem Revival von Gold als Währungsanker. Mit dem Bretton Woods Abkommen wurde festgelegt, dass der US\$ durch Gold garantiert werden sollte. Alle anderen Währungen sollten durch eine Kursbindung an die amerikanische Leitwährung quasi indirekt durch Gold gedeckt sein. Dieses System platzte aber 1971 mit dem Anstieg der US-Staatsverschuldung infolge des Vietnamkrieges.

Gold als Währungsreserve		
August 2012	in Tonnen	in % aller Reserven*)
USA	8133,5	75,4%
Deutschland	3395,5	72,4%
Italien	2451,8	72,0%
Frankreich	2435,4	71,6%
China	1054,1	1,7%
Schweiz	1040,1	11,5%
Russland	936,7	9,6%
Niederlande	612,5	59,8%
Indien	557,7	10,0%
Portugal	382,5	90,3%
Großbritannien	310,3	15,9%
Türkei	295,5	14,4%

*) Bewertung zu Marktwerten

Quelle: World Gold Council auf der Basis von Zentralbankstatistiken aus dem August bzw. Juli 2012

Als Hinterlassenschaft dieser Perioden haben viele Notenbanken von Industriestaaten noch erhebliche Goldbestände, die auch noch einen großen Anteil der Währungsreserven ausmachen. Insbesondere die USA, Deutschland, Frankreich und Italien sitzen noch auf erheblichen Altbeständen und kontrollieren zusammen ca. 10% des weltweit vorhandenen Goldes.

Seit 2009 haben viele Notenbanken von Schwellenländern mit massiven Goldkäufen begonnen. In Reaktion auf die Finanzkrise kam es nicht nur bei privaten und institutionellen Anlegern zu einem Vertrauensverlust in die bisherigen Leitwährungen US\$ und Euro. Auch die Politiker und Notenbanker der aufstrebenden Schwellenländer mussten sich fragen, wie die durch ihre Exporterfolge erwirtschafteten Devisenüberschüsse am besten anzulegen sind. In Reaktion auf die Unsicherheit haben sie damit angefangen, zumindest einen Teil ihrer Währungsreserven in Gold umzuschichten.

Eine besondere Rolle hierbei hat die Zentralbank Russlands gespielt. Angesichts hoher Ölpreise sind die Devisenreserven Russlands gerade in den letzten Jahren auf über 500 Mrd. US\$ dramatisch angestiegen. Sie machen das Land nach Saudi Arabien, China, Japan und den USA zum derzeit fünftgrößten Besitzer von Währungsreserven weltweit. Der Anteil von Gold hieran wird seit einigen Jahren kontinuierlich erhöht und beträgt derzeit ca. 9,6%. Mit Käufen für ihre Reserven von über 500 Tonnen in den vergangenen 5 Jahren hat

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Russlands Notenbank ihren Goldbestand mehr als verdoppelt und damit auch mehr erworben als die Zentralbanken von China (ca. 450 Tonnen) oder Indien (ca. 200 Tonnen) im gleichen Zeitraum. Führende russische Politiker und Notenbanker haben sich in der jüngsten Vergangenheit mehrfach für eine bedeutendere Rolle von Gold im internationalen Währungssystem eingesetzt. So wurde beispielsweise 2009 eine Aufnahme in den Währungskorb des IWF gefordert. Möglicherweise haben sie zumindest mit ihrer Überzeugungsarbeit für Gold in einigen Nachbarstaaten Erfolg gehabt: Vor einigen Monaten haben auch die Notenbanken aus der Ukraine oder Kasachstan angefangen, ihren Goldanteil an den Devisenreserven zu erhöhen.

Die wachsende Rolle von Gold als Weltreservewährung hat also in den vergangenen Jahren für einen deutlichen Nachfrageanstieg für das Edelmetall geführt, der auch noch geraume Zeit anhalten kann. Dennoch dürfen folgende Gefahren nicht übersehen werden, die mit dieser Entwicklung verbunden sind:

- Gold ist keine Alternative zum Weltwährungssystem, sondern fester Bestandteil dieses Systems. Damit wird der Preis auch anfällig für Schwächen oder abhängig von Veränderungen. So könnte sich z. B. eine Einführung einer voll konvertiblen chinesischen Währung, die sich dann auch als Reservewährung eignet, zumindest vorübergehend sehr negativ auswirken.
- Die Abhängigkeit des Goldpreises vom wirtschaftlichen Erfolg der Schwellenländer hat stark zugenommen. Gegenwärtig erscheinen sie zwar dynamischer als die USA und Westeuropa. Dennoch sollte man nicht vergessen, dass alle Länder nach wie vor erhebliche Strukturprobleme haben, die zumindest zu einer zwischenzeitlichen Unterbrechung ihrer Erfolgstory führen können. Insbesondere Indien ist derzeit in einem kritischen Zustand. Die dortige Regierung muss dringend grundlegende Reformen durchführen. Ob ihr dies gelingt, ist derzeit noch sehr zweifelhaft.
- Sowohl die USA wie auch Italien und Portugal haben ein strukturelles Schuldenproblem und gleichzeitig sehr hohe Goldbestände. Verkäufe des Edelmetalls zum Ausgleich staatlicher Schulden oder von Außenhandelsdefiziten sind derzeit ein absolutes Tabuthema. Dennoch kann bei einer weiteren Verschärfung der Defizitsituation für diese Länder nicht ausgeschlossen werden, dass Gold in erheblichem Umfang auf den Markt kommt. Gerade für das schwer gebeutelte Portugal könnte es sehr interessant sein, seine Goldreserven zumindest teilweise zum Schuldenabbau zu nutzen. In den USA decken die Währungsreserven – wenn man IWF-Einlagen, Sonderziehungsrechte und Gold abzieht – gerade einmal $\frac{1}{10}$ des jährlichen Leistungsbilanzdefizits. Insofern ist nicht auszuschließen, dass das Land im Fall einer Zahlungsbilanzkrise in einigen Jahren Gold zur Finanzierung von Importen sogar verkaufen muss. Zuletzt hat Großbritannien zwischen 1999 und 2002 ca. 400 Tonnen Gold abgestoßen, eine Entscheidung, die in diesem Zeitraum den Preis stark drückte. Insofern muss auch die weitverbreitete Empfehlung, sich mit Gold gegen eine Eskalation der globalen Schuldenkrise abzusichern, als sehr fragwürdig eingeschätzt werden. Im Gegenteil ist die potenzielle Eskalation bei nationalen Defiziten einer der Hauptrisikofaktoren für den Goldpreis.

Fazit:

Es gibt derzeit einige Gründe, zumindest auf Sicht von 1-2 Jahren von einem weiter steigenden Goldpreis auszugehen. Gegenwärtig leben wir in einer Zeit, die von großen wirtschaftlichen Problemen geprägt ist. Im Moment sind aber weder eine Eskalation der Situation noch eine grundlegende Lösung sehr wahrscheinlich. Dies ist psychologisch gesehen ein ideales Klima für Gold: Die Nachfrage aus den Schwellenländern bleibt erhalten; diejenige aufgrund von Krisenangst hält auch weiter an. Einem echten Krisentest wird das Edelmetall auf absehbare Zeit aber wohl kaum unterzogen werden.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

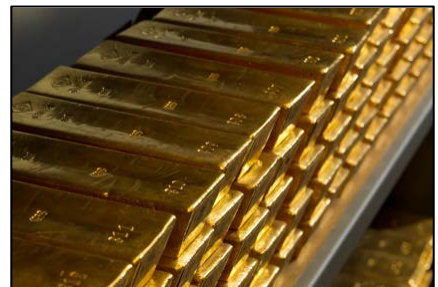
Rein fundamental gesehen steht einer zu erwartenden Verknappung des Angebots eine steigende Nachfrage von Zentralbanken sowie von Privatleuten aus Schwellenländern gegenüber. Dies ist zunächst einmal ein Argument für weiter steigende Preise.

Hauptunsicherheitsfaktor ist kurzfristig das größte Abnehmerland Indien, das sich in einer konjunkturellen Abschwungphase befindet. Möglicherweise könnte eine Eskalation der Wirtschaftsprobleme einen so großen Nachfragerückgang für Gold mit sich bringen, der die anderen positiven Faktoren überwiegt.

Einige Ökonomen stellen auch immer stärker die wirtschaftlichen Perspektiven Chinas infrage. Nach derzeitigem Stand erscheint ein Wirtschaftseinbruch im Reich der Mitte zwar nicht sehr wahrscheinlich, aber auch nicht unmöglich. Starke Konjunkturprobleme in China wären aber absolut verheerend für den Goldpreis.

Längerfristig sind die Perspektiven für Gold noch sehr viel unklarer. Vieles wird davon abhängen, ob die Notenbanken des Washington-Abkommens in 2014 ihr Verkaufslimit für Gold beibehalten oder aufgeben. Was geschieht, lässt sich derzeit noch nicht einmal ansatzweise prognostizieren. Angesichts dieser Unsicherheit lässt sich Gold derzeit nicht mit gutem Gewissen als solides Langfristinvestment empfehlen.

Eines allerdings erscheint als relativ sicher: Die Notenbanken der etablierten Volkswirtschaften werden vor allem dann ein Interesse an der Fortsetzung des Washington-Abkommens haben, wenn sie keine Goldverkäufe benötigen. Ebenfalls können die Notenbanken der Schwellenländer nur dann weiter kaufen, wenn sie mit ihren Exporten Devisen einnehmen, die dann wiederum in Gold umgetauscht werden. Auch die neuen Mittelklassen in China und Indien müssen ihr Geld für Goldkäufe erst einmal verdienen können. Insofern erscheint eine positive globale Wirtschaftsentwicklung als die Grundvoraussetzung für einen langfristigen Preisanstieg beim Gold. Mit einer Ausweitung der weltwirtschaftlichen Probleme hingegen würden auch die Risiken für den Goldpreis steigen.



Zudem hat sich Gold als Krisenabsicherung nur in Situationen bewährt, in denen es trotz inflationärer Wirtschaftskrise zu keinen staatlichen Zwangsmaßnahmen gegen den Goldbesitz gekommen ist. Historisch gesehen ist eine solche Konstellation aber eher ungewöhnlich. Insofern muss hinter der weitverbreiteten Ansicht, dass Gold eine gute Krisenabsicherung ist, ein riesengroßes Fragezeichen gemacht werden.

Deswegen eignet sich Gold als Kapitalanlage bei Neuengagements auch nur für eher spekulativ und kurzfristig ausgerichtete Anleger. Wer bereits Gold hat, kann es weiter halten, sollte aber insbesondere die Aktionen der Notenbanken sowie die Konjunkturentwicklung in China und Indien sehr sorgfältig im Auge behalten. Wer sich effektiv gegen Krisen absichern will, ist wahrscheinlich mit anderen Formen der Sachanlage wie selbst genutzten Immobilien oder mit Finanzinstrumenten wie inflationsindexierten Anleihen besser bedient.

Der beste Grund, sich Gold zu kaufen, ist nach wie vor, dass man es schön findet, z. B. als Münze oder als Schmuck. Sollte es im Wert steigen, kann man sich freuen, sollte es in Wert fallen, hat man immer noch den ästhetischen Genuss.

Gut und teuer – Aktien der Hersteller von Konsumgütern des täglichen Bedarfs

Von Karl-Heinz Thielmann

Nicht ganz zu unrecht gehörten Aktien der Hersteller von Konsumgütern des täglichen Bedarfs in den letzten Jahren zu den Börsenfavoriten. Traditionell als sehr defensiv geltend schienen sie in einer sehr stark von Unsicherheiten und unliebsamen Überraschungen geprägten Zeit eine Insel der Verlässlichkeit darzustellen. Und sie haben zumeist das in sie gesetzte Vertrauen durch eine überdurchschnittliche Wertentwicklung gerechtfertigt. Inzwischen sind die meisten Aktien im Vergleich zu ihren Heimatmärkten relativ hoch bewertet. Deswegen erscheint es gerade jetzt interessant zu untersuchen, ob sich die positive Wertentwicklung weiter fortsetzen kann.

Grundsätzlich unterscheidet man an der Börse 5 Konsumsektoren:

- Konsumgüter des täglichen Bedarfs (Nahrungsmittel, Haushaltswaren, etc.)
- Langlebige Gebrauchsgüter (Autos, Fernseher, Kühlschränke, etc.)
- Lifestyle-Artikel (Mode, Sport, etc.)
- Luxusgüter (Exklusive Accessoires, Champagner, etc.)
- Handel (Supermärkte, Fachhandel, etc.)

Für alle Konsumgüterhersteller haben ihre Marken eine besondere Bedeutung. Mit ihnen unterscheiden sich die Anbieter für ihre relevante Zielgruppe von den Konkurrenzprodukten. Die Marke ist das entscheidende Signal an den Endverbraucher über die Produkteigenschaften und die Qualität. Darüber hinaus schaffen es viele Marken, für den Konsumenten noch etwas über den reinen Gebrauchswert hinaus Gehendes zu transportieren wie sozialen Status, Lebensart, etc. Unternehmen mit starken Marken können höhere Preise und damit auch bessere Margen erzielen als ihre Wettbewerber. Gemeinsamer Erfolgsfaktor für alle Konsumsektoren ist daher das Management von Marken.



Der Sektor „Konsumgüter des täglichen Bedarfs“ umfasst Gesellschaften, die Produkte herstellen, welche Verbraucher oft in ihren täglichen Leben verwenden. Sie haben relativ niedrige Preise und werden regelmäßig erworben. Hierzu gehören Essen, Getränke, Schreibmaterial, Produkte für die persönliche Hygiene und Haushaltsreinigung. Aufgrund der relativ niedrigen Preise sind Kunden in der Regel weniger preissensitiv als bei teuren Produkten. Die Nachfragemuster ändern sich nur selten und wenn, dann sehr langsam. Nur im Ausnahmefall sind sie von modischen Zeitströmungen abhängig. Da sich Käufe teilweise aus Existenznotwendigkeiten ergeben, ist die Nachfrage zudem weniger

konjunkturellen Einflüssen ausgesetzt und damit sehr viel stabiler als in anderen Branchen.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Im Gegensatz dazu sind langlebige Konsumgüter stark von der Wirtschaftsentwicklung abhängig. Ihr Kauf hat für den Verbraucher den Charakter einer Investition über mehrere Jahre. Es handelt sich hierbei um große Anschaffungen wie Autos, Haushaltsgeräte, Möbel oder Unterhaltungselektronik, die vom Konsumenten für einen relativ großen Geldbetrag für einen längeren Zeitraum erworben werden. In wirtschaftlich schwierigen Zeiten werden sie oftmals verschoben oder ganz gestrichen. Die Produktion ist meistens relativ kapitalintensiv. Darüber hinaus gibt es permanent technische Neuerungen, die zu relativ kurzen Innovationszyklen führen. Insofern ist die Unternehmensentwicklung von Anbietern langlebiger Konsumgüter in der Regel sehr instabil und mit großen operativen Risiken behaftet.



Eine wachsende Relevanz haben in den letzten Jahren sogenannte Lifestyle-Produkte bekommen. Hierbei handelt es sich um Konsumprodukte, bei denen der eigentliche Gebrauchswert hinter den hiermit verbundenen sozialen Bedeutungen in den Hintergrund geraten ist. Dabei kann es sich um Artikel handeln, bei denen – wie bei der Mode – optische oder stilistische Elemente entscheidender Bestandteil des Gebrauchswertes sind oder bei denen der Gebrauchswert – wie bei Sportartikeln – eng mit einer bestimmten Lebensweise verbunden ist. Es kann sich aber auch um ganz andere Gegenstände wie bestimmte Getränke, Autos oder Unterhaltungselektronik drehen, die durch Werbung oder Präsenz in den Medien von den Konsumenten mit bestimmten Lebensweisen oder Einstellungen verbunden werden.

Die Nachfrage nach Lifestyle-Produkten ist von sehr unterschiedlicher Stabilität. Produkte, die mit Breitensport oder eher dauerhaften Werten verbunden sind, erfreuen sich einer relativ stabilen Nachfrage. Hier wird auch vom Anbieter vor allem Beständigkeit erwartet. Bei Trendsportarten oder Modewellen hingegen ist die Nachfrage innerhalb von kürzesten Zeiträumen extremen Schwankungen unterworfen. Kundennähe und hohe Flexibilität sind deshalb die Erfolgsfaktoren in diesem Segment.

Eine spezielle Form der Lifestyle-Produkte sind Luxusgüter. Ihr Kauf ist mit einem hohen sozialen Status verbunden. Sie sind insofern besonders, weil die Nachfrage nach ihnen mit steigendem Preis nicht abnimmt, sondern tendenziell zunimmt; es sei denn, der Preis wird in Relation zum Einkommen absurd hoch. Sie verbinden hohe Produktqualität mit charakteristischem Design. Im Gegensatz zu den modischen Lifestyle-Produkten spiegeln über längere Zeit erfolgreiche Luxusmarken i.d.R. dauerhafte Werte und eine beständige Ästhetik wieder. Auch bei Luxusmode ist Stilkontinuität sehr wichtig.

Eng mit der Konsumgüterindustrie verbunden, aber dennoch völlig anderen ökonomischen Gesetzmäßigkeiten gehorchend ist der Handel. Der Druck durch Preiswettbewerb ist in der Regel sehr hoch, Marken spielen eine geringere Rolle. Dafür sind eine effiziente Strukturierung der Logistik sowie Serviceleistungen für Kunden Unterscheidungsmerkmale und Erfolgsfaktoren. Das Umfeld für den Handel hat sich in den letzten Jahren durch das Vordringen des Internets dramatisch verändert. Einige der bisherigen Wege der Kundenansprache wie das Kaufhaus oder der mit Katalogen arbeitende Versandhandel sind stark zurückgedrängt worden. Lediglich bei Frischwaren wie Lebensmitteln, besonders beratungsintensiven Produkten wie Medikamenten oder Dingen mit persönlichem Anpassungsbedarf wie Bekleidung kann sich der traditionelle Handel noch behaupten.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

ten. Beratungsqualität wird als Erfolgsfaktor immer wichtiger, womit aber gerade viele große Handelsunternehmen oft nur schlecht zurechtkommen.

Für die Anbieter von Lifestyle-Produkten und insbesondere Luxusgütern spielen zum erfolgreichen Vertrieb eine Kontrolle von Produktionsstätten sowie der Distributionswege eine entscheidende Rolle. Zumeist werden die Produkte deshalb selbst oder bei strengstens kontrollierten Zulieferern hergestellt. Weiterhin betreiben sie deshalb exklusive Handelsketten, die eine zielgruppengenaue Positionierung mit der eigenen Marke erlauben. Allerdings erfordern eine kreative Produktgestaltung einerseits sowie effiziente Produktion und reibungsarme Strukturierung von Logistik andererseits völlig unterschiedliche Managementfähigkeiten. Ein gewichtiger Risikofaktor ist deshalb in diesem Segment, dass sich die Unternehmensleitung zu sehr auf eine Aufgabe konzentriert und die anderen vernachlässigt.

Für langfristig orientierte Anleger erscheinen vor allem drei Gruppen als Investments interessant:

- die Hersteller von langlebigen Verbrauchsgütern
- die Anbieter von Lifestyle-Produkten, sofern sie auf relativ stabile Trends setzen
- etablierte Produzenten von Luxusgütern

Bei langlebigen Konsumgütern hingegen ist die Festigung von dauerhaften Wettbewerbsvorteilen sehr schwierig. Sie sind damit für langfristige Investoren i.d.R. wenig attraktiv. Hingegen sind sie vor allem für kurz- bis mittelfristige Anleger interessant, da sich bei ihnen die höheren operativen Risiken auch in stärkeren Kurschwankungen niederschlagen. Noch kürzer, extremer und unberechenbarer verlaufen die Zyklen bei an kurzfristigen Trends orientierten Lifestyle-Produzenten, die deshalb als hochspekulativ eingeschätzt werden müssen.

Bei Handelsunternehmen hingegen ist gegenwärtig große Vorsicht angebracht. Die Branche durchläuft derzeit einen strukturellen Änderungsprozess, dessen Ergebnisse sich derzeit noch nicht anschätzen lassen. Klar ist nur, dass viele traditionelle Handelskonzepte nicht mehr funktionieren. Ob aber die neuen Internetmarktplätze in ihrer aktuellen Form eine beständige Lösung sind, bleibt abzuwarten. Auf jeden Fall erleichtern die Fortschritte in Informationsverbreitung für neue Wettbewerber den Marktzutritt und auch die Durchdringung ihres Zielsegments. Damit wird für auch für gegenwärtig etabliert scheinende Internethändler die Schaffung von dauerhaften Wettbewerbsvorteilen immer schwieriger.



In der aktuellen Analyse haben wir uns auf die Betrachtung der Hersteller von langlebigen Verbrauchsgütern beschränkt. Anbieter von Lifestyle-Produkten und Luxusgütern werden Gegenstand weiterer Artikel sein.

Für die Konsumgüter des täglichen Bedarfs sind derzeit vor allem folgende Investmentthemen relevant:

1) Demografische Trends

Verbrauchsgüter als Markenartikel gelten als typische Mittelschichtprodukte. Dies liegt daran, dass die Mittelschicht über ein gehobenes Einkommen sowie ein gewisses Status- und Qualitätsbewusstsein verfügt. Sie ist bereit, für Marken einen höheren Preis zu zahlen als für markenlose Produkte, weil sie eine gehobene Qualität wünscht und es sich diese leisten kann. Manchmal soll auch ein neuer sozialer Status durch den demonstrati-

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

ven Gebrauch von teureren Produkten manifestiert werden. Dies bietet Herstellern von Konsumgütern des täglichen Bedarfs insbesondere Wachstumschancen in Schwellenländern. Mit dem wirtschaftlichen Aufschwung entsteht hier eine neue Mittelschicht, die sich geradezu auf Markenartikel stürzt. Allerdings sind westliche multinationale Konzerne in den aufstrebenden Volkswirtschaften sehr unterschiedlich erfolgreich: Zum einen müssen globale Marken und Vertriebskonzepte an lokale Gegebenheiten angepasst werden, was nicht immer einfach ist. Zum anderen haben sich vielfach schon regionale Wettbewerber etabliert, die vielleicht weniger professionell geführt werden, dafür aber ihren Heimatmarkt viel besser kennen.

In den entwickelten Volkswirtschaften und insbesondere in den Krisenländern Südeuropas hingegen sieht man die Tendenz, dass die Mittelschicht strukturell unter Druck gerät. Dies ist eine sehr gefährliche Entwicklung für Markenartikel, da hier Kunden zunehmend auf Billigprodukte ausweichen oder kleinere Packungsgrößen verlangen. Volumensteigerungen sind in diesem Umfeld kaum zu erzielen, stattdessen wird Kostenmanagement zum Erfolgsfaktor.



2) Gesundheit

Ein Thema von zunehmender Bedeutung wird der Zusammenhang zwischen Konsumprodukten und der Gesundheit der Kunden. Zum einen versuchen Anbieter immer mehr, Produkte mit tatsächlichem oder angeblichem Zusatznutzen für Gesundheit zu verkaufen, wie z. B. verdauungsfördernde Joghurts. Nützliche Zusatzeigenschaften sollen das Erzielen höherer Margen erleichtern. Allerdings sind viele der behaupteten Zusatznutzen wissenschaftlich gesehen fragwürdig. Insofern ist abzuwarten, inwieweit diese Produkte der Glaubwürdigkeit der Nahrungsmittelindustrie nicht effektiv schaden und damit die Marken beschädigen.

Zunehmend bedeutsam werden Befürchtungen von Verbrauchern bezüglich der gesundheitlichen Wirkungen von bestimmten Inhaltsstoffen. Insbesondere der zunehmende Einsatz von Gentechnik wird von vielen Konsumenten sehr skeptisch gesehen. Hier hilft nur weitestgehende Transparenz bezüglich der Inhaltsstoffe, was das Konsumgüter-Marketing vor ganz neue Aufgaben stellt.

Eine Herausforderung für einige Unternehmen wird auch die zunehmende Diskussion über schädliche Nebenwirkungen des übermäßigen Konsums von bestimmten Nahrungsmitteln wie Snacks, Fast Food oder Softdrinks. Die Folgewirkungen des Tabak-Konsums sind schon seit längerem bekannt und haben zu gesetzlichen Verboten und einem starken Zurückdrängen des Rauchens geführt. Inzwischen verlagert sich die Diskussion mehr auf Artikel, die den übermäßigen Konsum von Fett und Zucker fördern und damit für die Verbreitung von Zivilisationskrankheiten wie z. B. der Diabetes verantwortlich sind. Hier ist die interessante Entwicklung zu beobachten, dass die Hersteller zwar inzwischen oftmals über weniger gesundheitsschädliche Produkte verfügen, diese aber von den Verbrauchern nur ungenügend akzeptiert werden. Offenbar gibt es eine relativ große Kundengruppe, die ausdrücklich ungesunde Produkte nachfragt und auch relativ resistent gegenüber Belehrungsversuchen ist.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

3) Marktstruktur

Bei Markenartikeln hat sich die Dominanz in einer bestimmten Marktnische als entscheidend für überdurchschnittliche Profitabilität erwiesen. Es gibt erhebliche Größenvorteile in Produktion, Distribution und der Ansprache von Kunden durch Marketingmaßnahmen. Man kann grundsätzlich davon ausgehen, dass die Margen um so höher sind, je größer der Marktanteil in Relation zu Konkurrenz ist. Deshalb ist es bei Verbrauchsgütern meistens richtig, auf den Marktführer zu setzen. Bei großen und stark fragmentierten Märkten kann auch der Zweitplatzierte noch interessant sein. Schlechter aufgestellte Firmen bieten nur im Ausnahmefall eine gute Anlagemöglichkeit.

4) Markenstrategie

Entscheidend für die Bereitschaft von Konsumenten, für ein Markenprodukt einen hohen Preis zu bezahlen, ist die Glaubwürdigkeit der Marke in Hinblick auf die gewünschten Eigenschaften wie Qualität, Handhabbarkeit oder Statuswirkung. Eine in Hinblick auf die jeweilige Zielgruppe angemessene Positionierung ist deshalb grundlegender Erfolgsfaktor. Der Erfolg von Marken beruht aber nicht nur auf spezifischer Kundenansprache. Konsumenten machen ihre Erfahrungen mit Markenprodukten und geben diese an andere Konsumenten weiter. Persönliche Erfahrungen sind für die Etablierung und Fortbestand einer Marke wichtiger als jede Marketingmaßnahme. Ist eine Marke dann im Bewusstsein der Konsumenten verankert, ist sie nur noch schwer zu verdrängen. Wenn das Vertrauen von Kunden aber wiederholt enttäuscht wurde und dann irgendwann einmal verspielt ist, hat es sich als praktisch unmöglich erwiesen, dieses zurückzugewinnen.

5) Rohstoffpreisabhängigkeit

Insbesondere für Nahrungsmittelhersteller haben die Preise von Rohwaren einen hohen Anteil an den Produktionskosten. Insofern sind sie anfällig gegenüber starken Preisschwankungen bei Agrarrohstoffen wie Kaffee, Weizen, Mais oder Zucker. Konsumenten von Verbrauchsgütern reagieren relativ sensitiv auf größere Anpassungen, während kleinere Preiserhöhungen oft ohne Konsequenz auf die Nachfrage bleiben. Insofern können Produktionskostensteigerungen oft nur verzögert oder nicht vollständig an die Endverbraucher überwältzt werden. Anbieter mit starken Marken haben hier einen Vorteil: Ihre Kunden sind in der Regel eher bereit, höhere Preise zu akzeptieren.



Die im folgenden vorgestellten Konsumgüterunternehmen haben sich unserer Einschätzung nach klare Vorteile gegenüber ihren Wettbewerbern herausgearbeitet. Die herausragenden Marktpositionen spiegeln sich aber auch in teilweise recht hohen Bewertungen wieder. Insofern sind die vorgestellten Aktien keine Schnäppchen, sondern relativ teuer bezahlte Qualität. Kurzfristig ist bei allen Titeln aufgrund des vorausgegangen Kursanstiegs die Korrekturgefahr groß. Ein Rückschlag würde aber bei den angesprochenen Werten auch eine gute Kaufgelegenheit bedeuten.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

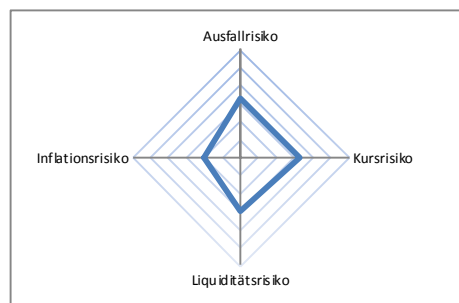
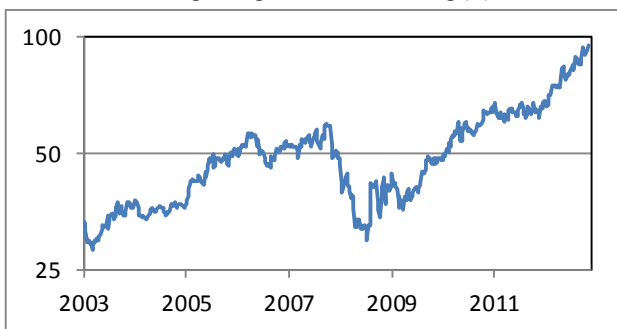
BIC S.A.			
Website: www.bicworld.com/	Kurs 2.11.2012: 94,98 €	Börsenwert (Mrd.€): 4,5	
Hauptbörse: Euronext	Land: Frankreich	WKN: 860804	ISIN: FR0000120966

BIC ist eine französische Gesellschaft, die sich auf das Angebot von Einwegprodukten spezialisiert hat. Insbesondere bekannt sind die Rasierer, Kugelschreiber und Feuerzeuge. Darüber hinaus werden noch weitere Artikel vorwiegend für den Bürobedarf angeboten. Mit dem Tochterunternehmen BIC Sport gehört man zu den führenden Herstellern von Surfbrettern. 43% der Aktien und 57% der Stimmrechte liegen bei der Familie von Firmengründer Bich.

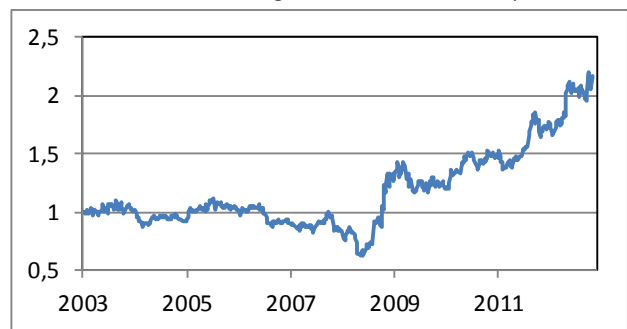
Die Marke BIC steht für einfache und zuverlässige Produkte und ist international sehr bekannt. 95% aller Umsätze werden mit Kategorien erzielt, in denen die Gesellschaft weltweit entweder Marktführer ist oder die zweite Position innehat. Während Europa mit nur noch gut ¼ Umsatzanteil in der Entwicklung derzeit eher stagniert, zeigen sowohl Nordamerika und insbesondere die Schwellenländer weiterhin gute Wachstumsraten. Grundsätzliche Problematik bei Wegwerfprodukten ist die Umweltverträglichkeit. Derzeit bemüht sich BIC, diese durch verstärkten Einsatz von organischen Materialien und verbesserte Recyclingfähigkeit zu erhöhen.

Gewinnänd. bis 2014e p.a.:		10%
Bewertungskennziffern		
KGV	KGV	KBV
2012e	2013e	aktuell
16,4	15,4	3,2
Divrend.	Divrend.	Unt.wert
2012e	2013e	zu Umsatz
2,7%	2,8%	2,6

Langfristige Kursentwicklung (€):



Kursentwicklung relativ zu Aktien Europa:



Nachhaltigkeit: ausreichend	
Risikokennziffern	
Ausfallrisiko	Liquiditätsrisiko
3,3	3,0
Kursrisiko	Inflationsrisiko
3,3	2,0

BIC ist deswegen sehr erfolgreich, weil das Unternehmen über Jahrzehnte eine vertrauenswürdige Marke etabliert hat. Damit wurden Marktnischen besetzt und diese konsequent genutzt. Trotz des starken Kursanstiegs in den letzten Monaten erscheint die Aktie aber noch nicht überbewertet. Dies hat u.a. damit zu tun, dass aufgrund der guten Entwicklung viele Analysten in diesem Jahr ihre Gewinnschätzungen deutlich erhöhen mussten, was für ein europäisches Unternehmen im schwierigen Jahr 2012 sehr ungewöhnlich war.

Größeren Engagements steht aber die nur mäßige Liquidität der Aktie entgegen. Insofern sehen wir sie derzeit nur für chancenorientierte und risikobewusste Anleger zur Depotbeimischung (0%-2% Portfoliogewicht) als geeignet an.

Empfehlungshistorie: bisher keine Empfehlungen.

Mit ruhiger Hand

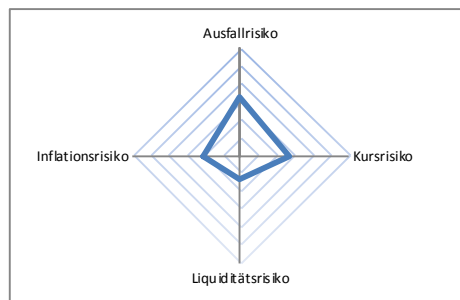
Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Colgate-Palmolive			
Website:	http://investor.colgate.com/	Kurs 2.11.2012: \$104,96	Börsenwert (Mrd.€): 39,5
Hauptbörse:	NYSE	Land: USA	WKN: 850667
			ISIN: US1941621039

Colgate hat sich seit der Gründung 1806 auf Reinigungsmittel spezialisiert. 1908 wurde das erste Mal Zahncreme verkauft. Mundpflegemittel sind mit ca. 1/3 Umsatzanteil nach wie vor wichtigste Produktgruppe neben Körperpflegeprodukten, Haushaltsreinigern, Textilpflegemitteln und Tiernahrung. Die Gesellschaft ist global in 223 Ländern aktiv. Nur noch ca. 18% der Umsätze werden im Heimatmarkt USA erzielt. Wichtigste Region ist Lateinamerika mit einem Anteil an Umsätzen und Gewinnen von ca. 1/3.

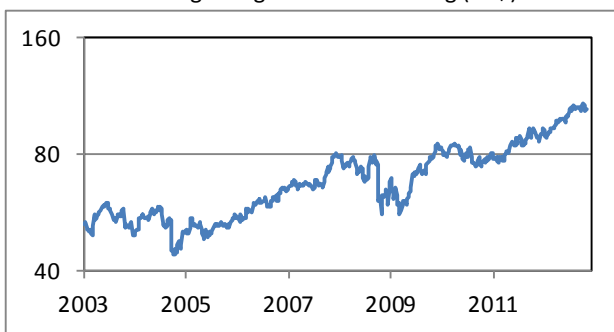
Nach eigenen Angaben hatte die Gesellschaft 2012 bei Zahncreme einen Weltmarktanteil von knapp 45% und bei Zahnbürsten von ca. 33%. Insbesondere in Schwellenländern ist die Marktposition sehr gut, in Brasilien beispielsweise soll der Marktanteil in Bezug auf Zahncreme bei 72% liegen; in Indien bei 54%. In Bezug auf die anderen Produktbereiche hat Colgate vor allem bei Reinigungsmitteln in vielen Schwellenländern führende Marktpositionen.

Gewinnänd. bis 2014e p.a.:		9%
Bewertungskennziffern		
KGV	KGV	KBV
2012e	2013e	aktuell
19,6	17,9	21,6
Divrend.	Divrend.	Unt.wert
2012e	2013e	zu Umsatz
2,3%	2,5%	3,4

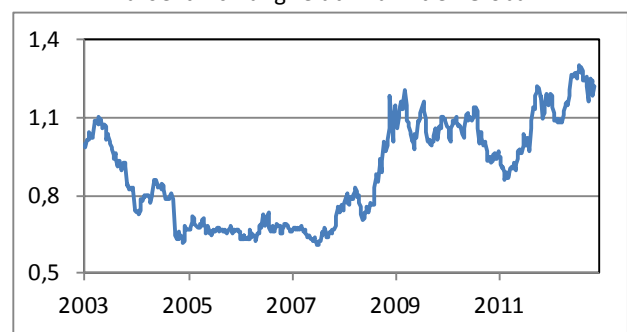


Nachhaltigkeit: gut	
Risikokennziffern	
Ausfallrisiko	Liquiditätsrisiko
3,3	1,3
Kursrisiko	Inflationsrisiko
2,7	2,0

Langfristige Kursentwicklung (US\$):



Kursentwicklung relativ zu Aktien Global:



Die Gesellschaft hat den beeindruckenden Track Record eines durchschnittlichen Wachstums des operativen Ergebnisses von jährlich 9,5% seit 1991. Seit einigen Jahren stagniert jedoch die Bruttomarge auf einem Niveau von 58%, sodass sich das nominale Ergebniswachstum eher abflachen sollte. Allerdings sind die Kapitalrentabilität und die Fähigkeit zur Generierung von freiem Cashflow sehr hoch, sodass viel freie Liquidität für Aktienrückkäufe und Dividendenerhöhungen generiert wird. Insofern sind die Aussichten für eine Fortsetzung des stabilen Wachstumspfadens sehr gut.

Die Aktie erscheint insbesondere für chancenorientierte Anleger als Basisinvestment (2%-4% Portfoliogewicht) geeignet. Als stabilisierender Faktor kann sie aber für risikoorientierte Investoren zur Beimischung (0%-2% Portfoliogewicht) interessant sein. Sie erscheint ebenfalls für konservative Investoren zur Beimischung geeignet, sofern diese in US\$ rechnen.

Empfehlungshistorie: bisher keine Empfehlungen.

Mit ruhiger Hand

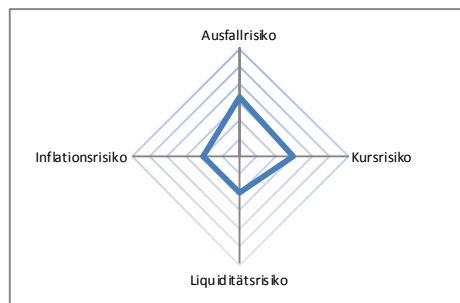
Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Henkel Vz.					
Website:	http://www.henkel.de/	Kurs 2.11.2012:	61,06 €	Börsenwert (Mrd.€):	23,6
Hauptbörse:	Xetra	Land:	Deutschland	WKN:	604843
				ISIN:	DE0006048432

Henkel hat sich auf das Angebot von Produkten aus den Bereichen Wasch- und Reinigungsmittel, Körperpflegeprodukte sowie Klebstoffe spezialisiert. Klebstoffe sind mit einem Umsatzanteil von ca. 50% wichtigster Bereich. Hier hat Henkel mit der Übernahme von National Starch in 2008 den Durchbruch zum unangefochtenen Weltmarktführer geschafft.

Die Schwellenländer machen im Moment ca. 43% der Umsätze aus, wobei sich insbesondere Osteuropa und China sehr dynamisch entwickeln. In Südamerika hingegen bleibt Henkel hinter der Marktentwicklung zurück. Hauptquelle zukünftigen Wachstums wird vor allem der Bereich Klebstoffe sein. Zum einen bestehen gute Aussichten für eine Ausdehnung des Marktanteils (je nach Segment derzeit ca. 20%-30%). In Entwicklungsländern besteht beim Einsatz von modernen Klebstoffen ein erheblicher Nachholbedarf. Zudem werden in der Industrie zunehmend traditionelle Verbindungstechniken wie das Schweißen durch Spezialklebstoffe ersetzt.

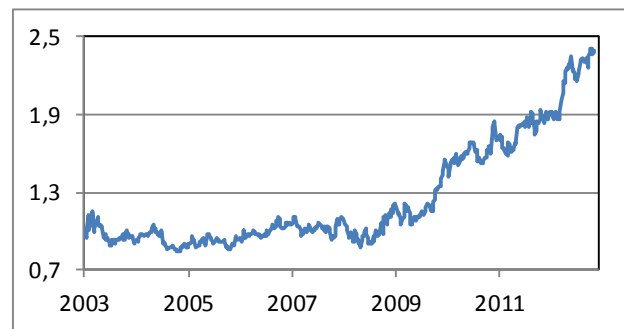
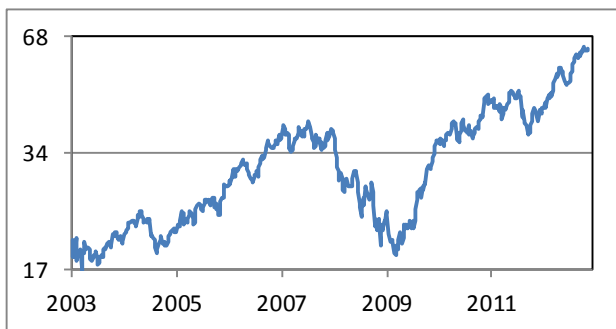
Gewinnänd. bis 2014e p.a.:		12%
Bewertungskennziffern		
KGV	KGV	KBV
2012e	2013e	aktuell
17,2	15,7	3,5
Divrend.	Divrend.	Unt.wert
2012e	2013e	zu Umsatz
1,4%	1,6%	2,0



Nachhaltigkeit: gut	
Risikokennziffern	
Ausfallrisiko	Liquiditätsrisiko
3,3	2,0
Kursrisiko	Inflationsrisiko
3,0	2,0

Langfristige Kursentwicklung (€):

Kursentwicklung relativ zu Aktien Europa:



Die Umsatzentwicklung bei Henkel wird derzeit von der Stagnation im Kernmarkt Westeuropa zurückgehalten. Die Gewinnsteigerung resultiert im Moment vor allem aus Margenverbesserungen. Hier besteht mit einer Bruttomarge von 48% nach wie vor noch ein deutlicher Rückstand zu international vergleichbaren Wettbewerbern. Insbesondere im Klebstoffbereich wurde noch zu wenig aus der herausragenden Marktposition gemacht. Dies eröffnet allerdings die Chance, dass sich schon allein aufgrund von Effizienzsteigerungen das überdurchschnittliche Gewinnwachstum fortsetzt, auch wenn das Geschäft in Westeuropa weiter problematisch bleibt.

Die Aktie von Henkel erscheint uns daher derzeit vor allem für chancenorientierte Anleger als Basisinvestment (2%-4% Portfoliogewicht) geeignet, erscheint aber auch für risikobewusste und konservative Investoren als Beimischung (0%-2% Portfoliogewicht) interessant.

Empfehlungshistorie: bisher keine Empfehlungen.

Mit ruhiger Hand

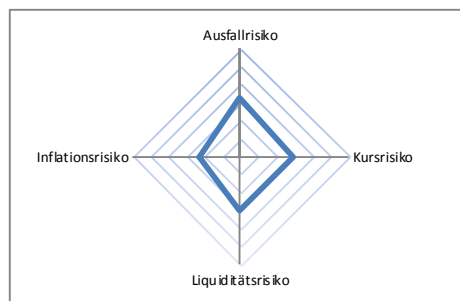
Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Kerry Group			
Website: www.kerrygroup.com/	Kurs 2.11.2012: 39,65 €	Börsenwert (Mrd.€): 7,0	
Hauptbörse: London	Land: Irland	WKN: 886291	ISIN: IE0004906560

Die Kerry Group ist der führende irische Nahrungsmittelkonzern. Aber nur 1/3 der Umsätze und ca. 1/4 der Gewinne werden mit Produkten für den Endverbraucher erzielt, wobei es sich vorwiegend um Fertiggerichte für den irischen und britischen Markt handelt. Vorwiegend ist das Unternehmen im Bereich der Zusatzstoffe von Lebensmitteln tätig, wobei vor allem Zutaten und Aromen produziert werden. Nach eigenen Angaben ist Kerry in diesem Bereich globaler Marktführer.

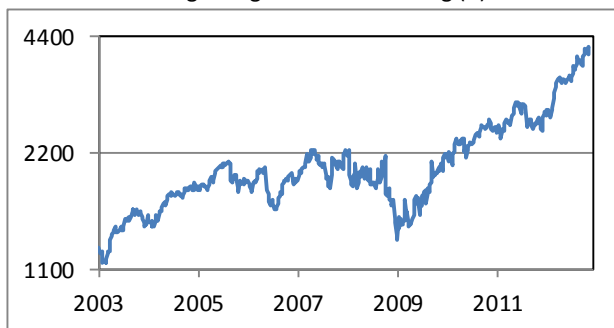
Der Markt für Zusatzstoffe profitiert derzeit von der zunehmenden Nachfrage nach Snacks und Fertiggerichten. Weiterhin entwickeln immer mehr Produzenten eine Tendenz zum Outsourcing von Vorprodukten. Darüber hinaus ist der Markt noch stark fragmentiert und bietet Kerry über die nächsten Jahre hervorragende Chancen sowohl für organisches Wachstum wie auch für Akquisitionen.

Gewinnänd. bis 2014e p.a.: 12%		
Bewertungskennziffern		
KGV	KGK	KBV
2012e	2013e	aktuell
16,8	15,1	3,6
Divrend.	Divrend.	Unt.wert
2012e	2013e	zu Umsatz
0,9%	1,0%	1,8

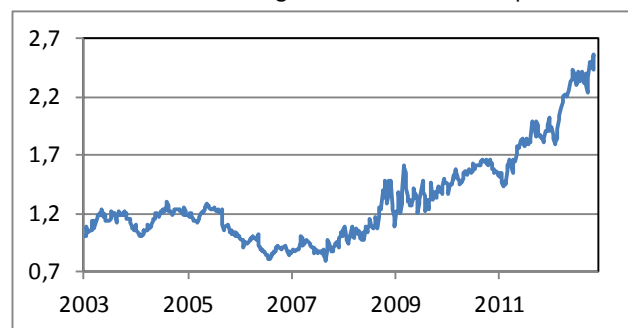


Nachhaltigkeit: ausreichend	
Risikokennziffern	
Ausfallrisiko	Liquiditätsrisiko
3,3	3,0
Kursrisiko	Inflationsrisiko
3,0	2,3

Langfristige Kursentwicklung (€):



Kursentwicklung relativ zu Aktien Europa:



In den vergangenen Monaten ist die Aktie von Kerry Group von der Börse entdeckt worden und hat einen fulminanten Kursanstieg hinter sich. Denn die Firma hat einen beeindruckenden Track-Record: Sie konnte seit 1986 jedes Jahr den Gewinn je Aktie steigern. In den vergangenen 10 Jahren wurde er trotz globaler Wirtschaftskrise mit durchschnittlich 10% p.a. erhöht. Allerdings ist die Bewertung inzwischen nicht mehr niedrig. Zudem ist die Fähigkeit, die erzielten Umsätze in freien Cashflow zu transformieren zwar im Bezug auf den Gesamtmarkt gut, im Vergleich mit den anderen hier vorgestellten Unternehmen aber noch unterdurchschnittlich.

Insofern erscheint die Aktie daher derzeit vor allem für chancenorientierte und risikobewusste Anleger als Beimischung (0%-2% Portfoliogewicht) interessant. Eine Kurskorrektur könnte aber zum Aufbau größerer Positionen genutzt werden.

Empfehlungshistorie: bisher keine Empfehlungen.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

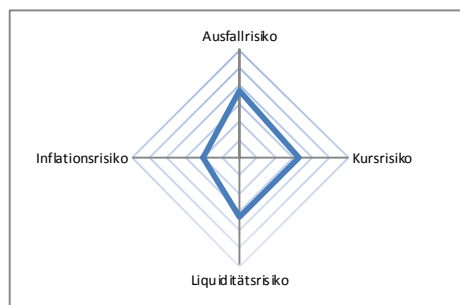
Natura Cosméticos S.A.

Website: http://natura.infoinvest.com.br/	Kurs 2.11.2012: \$55,00	Börsenwert (Mrd.€): 9,0
Hauptbörse: Sao Paolo	Land: Brasilien	WKN: A0B5M7
		ISIN: BRNATUACNOR6

Natura Cosméticos S.A. ist einer der führenden Anbieter für Körperpflegeprodukte in Südamerika. Die Produkte werden vorwiegend im Direktvertrieb durch eigene Berater verkauft. Im Gegensatz zu den meisten Wettbewerbern legt das Unternehmen großen Wert auf die Umweltverträglichkeit des Angebots. So wird versucht, alle Stufen des Produktionsprozesses nachhaltig zu gestalten und sowohl Ressourceneinsatz wie auch Klimaemissionen zu minimieren. Die Managementvergütung ist nicht nur mit finanziellen Erfolgsvorgaben, sondern auch mit der Erreichung von Umweltzielen verknüpft.

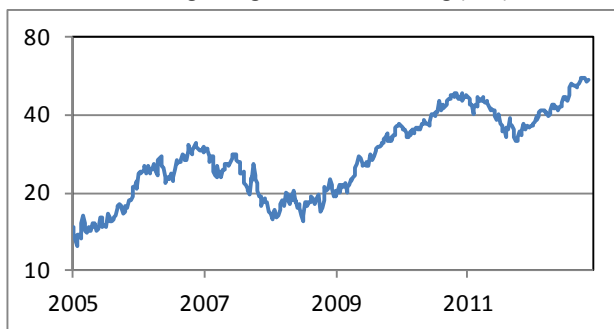
Im Heimatland Brasilien ist die Gesellschaft Marktführer und stößt mit einem Anteil von ca. 15% derzeit an die Grenzen der Expansion. Allerdings wächst der Markt durch die wachsende Bedeutung der Mittelschicht in Brasilien nach wie vor überdurchschnittlich mit ca. 5%-10% p.a. Darüber hinaus wird seit einigen Jahren das Erfolgsmodell in andere südamerikanische Länder exportiert. In vielen lokalen und globalen Ranglisten sowohl für Umweltverträglichkeit und soziale Verantwortung wie auch für Effizienz, Innovation und Vertriebsstärke nimmt Natura Cosméticos derzeit führende Positionen ein.

Gewinnänd. bis 2014e p.a.:		11%
Bewertungskennziffern		
KGV	KGV	KBV
2012e	2013e	aktuell
25,7	23,2	19,0
Divrend.	Divrend.	Unt.wert
2012e	2013e	zu Umsatz
3,7%	4,3%	4,0

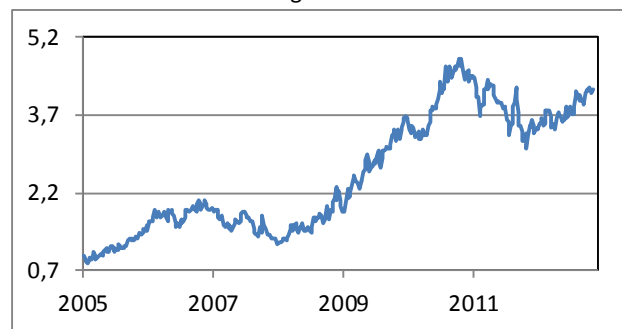


Nachhaltigkeit: gut	
Risikokennziffern	
Ausfallrisiko	Liquiditätsrisiko
3,7	3,3
Kursrisiko	Inflationsrisiko
3,3	2,0

Langfristige Kursentwicklung (BRL):



Kursentwicklung relativ zu Aktien Global:



Die Aktie ist relativ hoch bewertet. Dies wird allerdings nicht nur durch das Wachstum, sondern vor allem mit der weit überdurchschnittlichen Fähigkeit von Natura Cosméticos gerechtfertigt, freien Cashflow zu generieren. Historisch hat die Gesellschaft daher auch ca. 90% der Gewinne als Dividende ausgeschüttet. Insgesamt bietet das Unternehmen die relativ seltene Kombination, dass Investoren am Wachstum in Schwellenländern und dem Trend zu mehr Umweltbewusstsein bei gleichzeitig guten Finanzzahlen partizipieren können.

Für risikobewusste Anleger, welche die Direktanlage in einem Schwellenland nicht scheuen, bietet sich daher diese Aktie für zur Depotbeimischung (0%-2% Portfoliogewicht) an.

Empfehlungshistorie: bisher keine Empfehlungen.

Mit ruhiger Hand

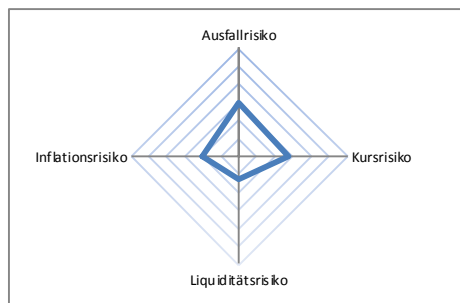
Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Nestlé S.A. Namen			
Website: www.nestle.com/	Kurs 2.11.2012: 59,10 CHF	Börsenwert (Mrd.€): 157,0	
Hauptbörse: VirtX	Land: Schweiz	WKN: A0Q4DC	ISIN: CH0038863350

Mit einem Umsatz von 83,6 Mrd. SFr (2011) 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. 30% am führenden Kosmetikanbieter L'Oréal. Mit inzwischen 40% Umsatzanteil haben die Schwellenländer eine zunehmende Bedeutung. Dort hat sich Nestlé bisher besser auf regionale Besonderheiten einstellen können als viele andere multinationale Konsumkonzerne.

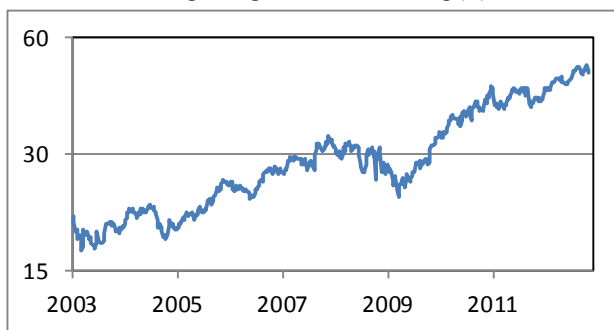
Das Unternehmen war in der Vergangenheit wegen fragwürdiger Geschäftspraktiken vielfach Zielscheibe von Umwelt- und Menschenrechtsaktivisten und genießt nach wie vor einen schlechten Ruf. Seit einigen Jahren bemüht sich Nestlé allerdings um deutliche Verbesserungen und wird inzwischen von verschiedenen Researchinstitutionen in Hinblick auf Nachhaltigkeit als überdurchschnittlich eingestuft.

Gewinnänd. bis 2014e p.a.:		9%
Bewertungskennziffern		
KGV	KGV	KBV
2012e	2013e	aktuell
17,3	16,2	3,3
Divrend.	Divrend.	Unt.wert
2012e	2013e	zu Umsatz
3,5%	3,8%	2,7

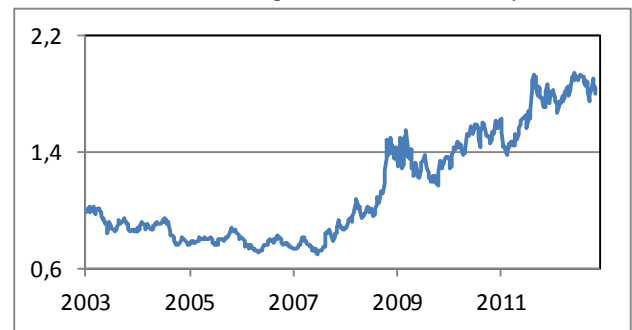


Nachhaltigkeit: verbessert	
Risikokennziffern	
Ausfallrisiko	Liquiditätsrisiko
3,0	1,3
Kursrisiko	Inflationsrisiko
2,7	2,0

Langfristige Kursentwicklung (€):



Kursentwicklung relativ zu Aktien Europa:



Der Erfolg von Nestlé beruht vor allem 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. Die Aussichten für eine längerfristige Fortsetzung eines Wachstums von 5%-10% p.a. sind daher gut. Die Qualitäten von Nestlé sind aber weithin bekannt, die Aktie notiert mit einer Bewertungsprämie von 10%-20% zu vergleichbaren europäischen Wettbewerbern.

Angesichts der bisherigen Verlässlichkeit erscheint diese Prämie aber auch gerechtfertigt. Die Aktie ist vor allem für chancenorientierte Investoren als Kerninvestment (4%-8% Portfoliogewicht) interessant. Sie eignet sich auch für konservative und risikobewusste Anleger zur Depotbeimischung (0%-2% Portfoliogewicht).

Empfehlungshistorie: bisher keine Empfehlungen.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Impressum:

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

Vorstand: Karl-Heinz Thielmann

Aufsichtsrat: Dr. Gregor Seikel (Vorsitzender)

Weinbrennerstr. 17, 76135 Karlsruhe

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

E-Mail: info@long-term-investing.de

Inhaltlich verantwortlich: Karl-Heinz Thielmann

Weinbrennerstr. 17, 76135 Karlsruhe

Bildnachweis: Seite 2: Karl-Heinz Thielmann; Seiten 4, 7, 8, 13: Deutsche Bundesbank; Seiten 14, 17, 18 © Nestlé (creative commons licence); Seite 15: Henkel Pressebilder ; Seite 16: Societe BIC

Anhang:

a) Unser System der Unternehmensanalyse:

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

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

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

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

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

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

b) Empfehlungssystem:

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

Rechtliche Hinweise:

Hinweise gemäß FinAnV:

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

Hinweis gemäß § 4 FinAnV:

1) Wesentliche Informationsquellen: Hauptinformationsquelle sind Geschäfts- und Quartalsberichte des Emittenten sowie von der Investorenbetreuung des Emittenten auf Webseiten, Investorenkonferenzen oder Analystenveranstaltungen zur Verfügung gestellte Informationen. Diese Quellen wurden bei den in dieser Ausgabe veröffentlichten Analysen nur passiv genutzt, die Emittenten haben nicht aktiv Informationen beigesteuert. Darüber hinaus werten wir auch Beiträge der seriösen Wirtschaftspresse sowie Nachhaltigkeitsreports über den jeweiligen Emittenten aus. In „Klartext“ wurde auf die Studie „This Time Is the Same: Using Bank Performance in 1998 to Explain Bank Performance During the Recent Financial Crisis“ (http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1779406&) von Rüdiger Fahlenbrach, Robert Prilmeier & Rene M. Stulz Bezug genommen. Für „Goldtausch“ wurde im Wesentlichen auf Daten des World Gold Council (www.gold.org), des IWF (www.iwf.org) und der schweizerischen Nationalbank (<http://www.snb.ch/de>) zurückgegriffen. Zum Zusammenhang zwischen Goldkursen und Presseberichten vgl. Ingo Narat: „Euphorische

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Berichte sind ein Warnsignal“ aus Handelsblatt Nr 178 vom 13.9.2012. Die historischen Performancevergleiche zu Gold stützen sich auf das CS Global Investment Returns Yearbook 2012, London, Februar 2012. Die Wiedergabe einer Untersuchung vom Investors Chronicle zu Gold vor 1800 stützt sich auf Javier Blas: „On the flip side“, Financial Times vom 16.12.2009.

Umsatz-, Gewinn- und Dividendenschätzungen basieren auf eigenen Bewertungsmodellen.

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

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

2) Zur Erstellung genutzte Bewertungsgrundlagen und Methoden: siehe Seite 25.

3) Das Datum der ersten Veröffentlichung unserer Analysen ist – sofern nicht anders gekennzeichnet – der auf der ersten Seite angegebene Erscheinungstag von „Mit ruhiger Hand“; für diese Ausgabe also der 5.11.2012.

4) 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.

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

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

Hinweis gemäß § 5 FinAnV:

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

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

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

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Disclaimer:

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

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

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

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

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

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

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

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

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