

## Nummer 12, 2. April 2013

Sonderthema: Wege aus der Krise – Beispiel Schweden

Im Zentrum der aktuellen Ausgabe steht Schweden, größtes skandinavisches Land und eine der erstaunlichsten wirtschaftlichen Erfolgsstorys der letzten Jahre. Interessant wird diese Nation in Zeiten der Eurokrise insbesondere durch die Tatsache, dass sie vor 20 Jahren in einer tiefen strukturellen Krise steckte, die in vielem der heutigen Situation in den Problemregionen der Eurozone ähnelte.

In „**Klartext: Skandinavische Erfolgsfaktoren**“ geht es um die skandinavische Art, mit wirtschaftlichen Problemen umzugehen. Hierbei wird gezeigt, dass alle vier nordeuropäischen Länder Wege gefunden haben, auf pragmatische Weise Lösungen zu erhalten, die soziale Errungenschaften und marktwirtschaftliche Effizienz kombinieren. Dabei haben sie sich relativ stark von traditionellen und ideologisch geprägten Denkschablonen befreit. Stattdessen wird auf Offenheit, Transparenz und Gemeininn gesetzt.

Die Analyse „**Wie Phönix aus der Asche: Absturz und Comeback der schwedischen Wirtschaft**“ beschäftigt sich mit den Gründen für wirtschaftlichen Absturz Schwedens vor 22 Jahren sowie der spektakulären Erholung seitdem. Nachdem das Land aufgrund mangelnder Wettbewerbsfähigkeit, einem aufgeblähtem Sozialstaat sowie einer geplatzten Spekulationsblase am Immobilienmarkt in die Krise gerutscht war, wurde wirtschaftspolitisch das Ruder komplett herumgedreht. Kurzfristiges Krisenmanagement wurde durch langfristig ausgerichtete Strukturpolitik ergänzt.

„**Schwedens Weg aus der Krise: ein Modell für die Eurozone?**“ thematisiert Parallelen und Unterschiede bei der Krisenbekämpfung heutzutage in Südeuropa und früher in Schweden. Obwohl einige Probleme ähnlich sind, gibt es auch Unterschiede wie die Währungsbindung oder die grundsätzlich andere Rolle des Staates in den einzelnen Gesellschaften. Deswegen erscheint vor allem die grundsätzliche Vorgehensweise übertragbar und weniger die Einzelmaßnahmen.

Dabei fällt auf, dass die Krise für Schweden Anlass für langfristig ausgelegte Reformen war und man es nicht bei kurzfristigen Maßnahmen beließ. Zunächst befasste man sich schonungslos und ehrlich mit den eigenen Fehlern und versuchte nicht, die Schuld für die Krise auf andere zu schieben. Fehlsteuerungen wurden konsequent angegangen, auch wenn dies teilweise sehr weh tat. Austerität spielte eine zentrale Rolle, setzte aber erst ein, als sich die Wirtschaft wieder auf Erholungskurs befand.

Der Beitrag „**Der schwedische Aktienmarkt: Spezialisierung auf Internationalität**“ befasst sich mit der weit überdurchschnittlichen Performance des schwedischen Aktienmarktes im vergangenen Jahrzehnt. Die spezifisch schwedischen Erfolgsfaktoren werden identifiziert. Drei börsennotierte Unternehmen sowie ein Aktienfonds werden vorgestellt, in denen sich diese widerspiegeln.

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

## Klartext: Skandinavische Erfolgsfaktoren

Liebe Langfristanleger,

was heute oft vergessen wird: Vor 20 Jahren hatte Europa auch eine Wirtschaftskrise. Deutschland kämpfte mit den wirtschaftlichen Folgen der Wiedervereinigung, erschien aber trotz aller Widrigkeiten als Hort der Stabilität. Großbritannien war durch die Währungsspekulationen von George Soros aus dem Europäischen Währungssystem herausgedrängt worden. Spanien und Italien hatten mit frapierend ähnlichen Schwierigkeiten wie heute zu kämpfen: Spanien mit den Konsequenzen einer geplatzten Spekulationsblase am Immobilienmarkt, Italien mit den lähmenden Auswirkungen einer korrupten Machtclique, die Politik und Großindustrie beherrschte. In beiden Ländern hatte sich innerhalb der Scheinstabilität des Europäischen Währungssystems die Wettbewerbsfähigkeit dramatisch verschlechtert.



### *Inhalt:*

*Seite 4: Wie Phönix aus der Asche:  
Absturz und Comeback der  
schwedischen Wirtschaft*

*Seite 9: Schwedens Weg aus der Krise:  
ein Modell für die Eurozone?*

*Seite 13: Der schwedische Aktienmarkt:  
Spezialisierung auf Internationalität*

*Seite 19: Impressum, Anhang*

*Seite 22: Disclaimer*

In einer Region Europas sah aber alles ganz anders aus als heute, und zwar in Skandinavien. Alle vier Länder dieser Region waren von einer schweren Strukturkrise betroffen, die ihre Wurzeln in einer aus dem Ruder gelaufenen Immobilienspekulation hatte. Schonungslos legte sie die strukturellen Schwächen dieser Nationen bloß. Das Epizentrum der Krise lag im größten Land Schweden mit seinem aufgeblähten und ineffizienten Sozialsystem.

Wie dieses Land mit seinen wirtschaftlichen Schwierigkeiten umgegangen ist und sie gelöst hat, wird in dieser Ausgabe genauer beleuchtet. Dennoch lohnt der Blick auf die gesamte Region, weil zwar die konkreten Probleme und Voraussetzungen in den einzelnen Ländern unterschiedlich waren, aber alle vier Nationen es auf ähnliche Art und

Weise geschafft haben, sich aus dem Krisensumpf herauszuziehen und inzwischen als Vorbilder der Stabilität zu erscheinen. Wie erfolgreich die skandinavischen Länder in den vergangenen Jahren waren, belegt eine Auswertung zur globalen Wettbewerbsfähigkeit von 144 Ländern vom World Economic Forum: Finnland steht auf den dritten Platz, dicht gefolgt von Schweden. Dänemark mit dem 12ten Platz und Norwegen mit dem 15ten Platz sind auch noch relativ gut positioniert.

Im Einzelnen lassen sich 4 Schlüsselfaktoren für den ökonomischen Erfolg dieser Region identifizieren:

1) Leistungsfreundliche Gestaltung des Steuersystems: Die Steuerbelastung in allen skandinavischen Ländern ist relativ hoch. Allerdings bekommen die Bürger auch etwas für ihr Geld, die Qualität öffentlicher Leistungen ist ebenfalls außergewöhnlich. Zudem wurde bei der Gestaltung der Steuersysteme darauf geachtet, dass die Steuersätze leistungsgerecht sind. Bei der Einkommenssteuer gibt es eine Progression, diese verläuft aber relativ milde. Die Steuern auf Unternehmensgewinne und Kapitalerträge sind hingegen im internationalen Vergleich eher niedrig, die Verbrauchssteuern aber relativ hoch.

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Eine solche Steuerpolitik läuft linken Vorstellungen zur Besteuerung komplett zuwider. Dennoch sind die skandinavischen Länder in Hinblick auf Verteilungsgerechtigkeit weltweit führend. Der Gini-Koeffizient, mit dem eine gleichmäßige Einkommensverteilung gemessen wird, zeigt Schweden weltweit an erster Position, Dänemark an vierter, Norwegen an fünfter. Finnland liegt an zwölfter Stelle, noch vor Deutschland (14).

2) Marktwirtschaftliche Effizienz bei öffentlichen Leistungen: Alle skandinavischen Länder leisten sich nach wie vor einen umfangreichen Wohlfahrtsstaat, was nicht zuletzt auf einem am Gemeinwohl orientierten Gesellschaftsmodell liegt, das von der Bevölkerung breit akzeptiert wird. Allerdings wurden die Sozialleistungen auf Effizienz getrimmt, indem marktwirtschaftliche Steuerungsmechanismen eingeführt wurden. Ein hohes Maß an Transparenz und Kostenbewusstsein hat dafür gesorgt, dass öffentliche Dienstleistungen erheblich günstiger als in anderen Ländern angeboten werden. Darüber hinaus wurde z. B. durch Privatisierungen Wettbewerbsdruck für öffentliche Unternehmen aufgebaut.

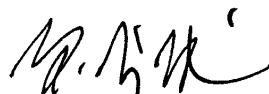
Diese Politik steht im eklatanten Gegensatz sowohl zu linken marktfeindlichen wie konservativen staatsfeindlichen Vorstellungen. Vielleicht ist sie aber gerade deshalb so erfolgreich, weil sie ideologiefrei die geeignetsten Elemente aus verschiedenen Politikansätzen kombiniert, ohne sich um die reine Lehre zu scheren.

3) Gesunde öffentliche Finanzen: Ein absolutes Politikprimat in Skandinavien war die Selbstverpflichtung zu Haushaltsdisziplin und Schuldenabbau. Der Anteil der Staatsschulden am BIP ist in den letzten 15 Jahren in Schweden von 69,9% auf 38,4% und in Dänemark von 72% auf 46,6% kontinuierlich zurückgegangen. In Finnland wurde nur ein geringer Anstieg von 47,6% auf 49% verzeichnet. Lediglich in Norwegen kam es zu einer Erhöhung von extrem niedrigen 30,3% auf 43,7%. Damit wird die weitverbreitete Ansicht widerlegt, dass Austerität langfristig Wirtschaftswachstum kostet: In Skandinavien war das Gegenteil der Fall!

4) Offenheit gegenüber Innovationen und fremden Kulturen: Skandinavische Länder sind in der Regel sehr traditionsbewusst, so sind noch 3 der 4 Nationen konstitutionelle Monarchien. Dennoch verhindert diese Verankerung in traditionellen Werten nicht die Offenheit gegenüber fremden Kulturen oder neuen Technologien. In den vergangenen Jahrzehnten waren die Skandinavier am schnellsten, wenn es um die flächendeckende Einführung von Mobiltelefonie oder Breitbandinternet ging. Auch schafft man es immer wieder, heimische und globale Kultur in einer für die ganze Welt interessanten Art und Weise zu verbinden sowie daraus wirtschaftliche Erfolge zu machen. Skandinavisches Design gilt als weltweit führend. Schweden ist seit dem Erfolg von ABBA seit 40 Jahren einer der größten Anbieter von internationaler Pop-Musik. Finnland hat sich eine führende Rolle in der noch jungen Branche der Video-Spiele erobert.

Natürlich sind die skandinavischen Nationen nicht perfekt und schon gar nicht frei von Konflikten. Auch sind die Erfahrungen nicht 1 zu 1 auf andere Länder übertragbar. Allerdings hat man in dieser Region einen besseren Weg gefunden, mit den Problemen der Welt umzugehen und konstruktive Lösungen zu finden. Deswegen denke ich, dass Schweden und die anderen skandinavischen Länder als Vorbild in der Krisenbewältigung dienen können. In der Eurozone blockiert man sich derzeit gegenseitig, weil zu viele Politiker und ökonomische Ratgeber verbohrt auf ideologisch geprägten Positionen und nationalen Sonderinteressen beharren. Skandinavischer Gemeinsinn und Pragmatismus würden jetzt sehr helfen.

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



## Wie Phönix aus der Asche: Absturz und Comeback der schwedischen Wirtschaft

Von Karl-Heinz Thielmann

Als vor einigen Monaten die Eurokrise heftig tobte, war eine der bevorzugten Fluchtwährungen für verängstigte Investoren die schwedische Krone. Das Schweden als sicherer Hafen für risikoscheue Anleger galt, war aber nicht immer so. Vor 20 Jahren hatte das Land genau den gegenteiligen Ruf.



Damals war das bevölkerungsreichste skandinavische Land Zentrum einer schweren Wirtschaftskrise. Die Kombination aus einer sozialdemokratisch geprägten Umverteilungspolitik und einer geplatzten Spekulationsblase am Immobilienmarkt hatte das Land scheinbar ruiniert. Die Inflation war außer Kontrolle geraten. Rapide zunehmende Staatsschulden, steigende Arbeitslosigkeit, ein Bankensystem kurz vor dem Zusammenbruch sowie die Währung im freien Fall bildeten die albatraumhaften Bestandteile einer ökonomischen Katastrophe, die das Land heimsuchte. Der Rest der Welt hatte Schweden abgeschrieben.

Dennoch gelang es dem Land, innerhalb weniger Jahre das Blatt wieder komplett zu wenden. Durch mutige Weichenstellungen in der Politik wurde aber mehr erreicht, als nur die Krise zu überwinden. Vom hoffnungslosen Fall wandelte sich Schweden zum ökonomischen Vorbild. Richtungsweisende Entscheidungen, die mit lieb gewonnenen Traditionen teilweise radikal brachen, beseitigten nicht nur vorherige Fehlsteuerungen, sondern bildeten auch die Voraussetzungen, dass Schweden wieder zu den sehr wohlhabenden und als besonders stabil geltenden Staaten aufschließen konnte. Angesichts

der nach wie vor ungelösten Strukturprobleme in der Eurozone lohnt deshalb der Blick auf die vor 20 Jahren in Skandinavien gemachten Erfahrungen.

Eine zentrale Rolle in der schwedischen Wirtschaftspolitik spielte traditionell die Ausrichtung am Gedanken eines Wohlfahrtsstaates. Der Staat hat eine zentrale Rolle, um benachteiligten gesellschaftlichen Gruppen zu helfen. Hierbei wurde vor allem auf vier Arten von Maßnahmen gesetzt:

- Umverteilung durch hohe Steuern für Gutverdiener sowie großzügige Unterstützung sozial Schwacher;
- umfassende soziale Absicherung durch Krankenversicherung, Arbeitslosenversicherung und Altersvorsorge;
- ein umfassendes Bildungssystem;
- Förderung von Familien und Maßnahmen gegen die Diskriminierung von Frauen.

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Seit den 1930er Jahren ist der Gedanke des „Folkhemmet“ (Volksheims) Leitlinie schwedischer Politik und zum Synonym für einen sozialdemokratischen Wohlfahrtsstaat geworden. Der Wahlsieg der schwedischen Sozialdemokraten 1932 leitete einen Politikwechsel in Schweden ein, der es dem Land ermöglichte, sich als erste bedeutende Industrienation von der Weltwirtschaftskrise zu erholen. In den kommenden Jahrzehnten kam es schrittweise zu einem immer stärkeren Einfluss des Staates in der Wirtschaft. Eine enge Verbindung zwischen Unternehmen, Staat und Gewerkschaften wurde propagiert, um mögliche Konflikte möglichst reibungsarm zu lösen.

In den ersten Jahrzehnten konnte dieses sozialdemokratische Politikmodell durchaus als Erfolg gesehen werden. Schweden hatte sich aus dem Zweiten Weltkrieg herausgehalten und entwickelte sich danach gestützt auf Exporterfolge zu einem der wohlhabendsten Länder der Welt. 1970 war das Land nach Zahlen der OECD gemessen am BIP pro Kopf das viertreichste Land der Welt. Ausschlaggebend für den wirtschaftlichen Erfolg waren vor allem zwei Faktoren: Zum einen die starke Stellung bei Rohstoffen wie Holz oder Eisenerzen, die bereits an ihrem Gewinnungsort zu höherwertigeren Produkten verarbeitet werden konnten. Zum anderen aber hatte sich aber auch eine leistungsfähige Kapitalgüterindustrie entwickelt und bescherte Schweden in den 60er Jahren den Ruf einer technologisch führenden Industrienation.

Dann kam es jedoch zu der Ölkrise 1973, die die schwedische Industrie besonders traf. Aufgrund der wachsenden Popularität sozialistischer Ideen kam es zu einer Verschärfung der staatlichen Einflussnahme in die Wirtschaft. Durch diese verlor Schwedens schrittweise an internationaler Wettbewerbsfähigkeit. Die Steuern wurden immer weiter angehoben, bis sie nicht mehr tragbare Niveaus erreichten. Berühmt geworden ist das Beispiel der Schriftstellerin Astrid Lindgren, die an sich eine überzeugte Anhängerin des schwedischen Systems hoher Steuern war. Als sie jedoch 1976 mit einem Steuersatz von 102% konfrontiert war, also mehr an Steuern abführen sollte, als sie Einkommen hatte, kritisierte sie dies öffentlich und leitete damit zumindest eine teilweise Rücknahme dieser exzessiven Besteuerung ein.

Dennoch wurden private Aktivitäten immer weiter zurückgedrängt. Der Staatsanteil an der Wirtschaft stieg immer weiter, bis er schließlich 1993 mit 67% einen Höhepunkt erreichte. Um den immer schwächeren Privatsektor auszugleichen, erhöhte die Regierung zur Bekämpfung der Arbeitslosigkeit zunächst immer stärker die schuldenfinanzierten Staatsausgaben. Produktivitätsdefizite sollten durch Abwertungen ausgeglichen werden, die aber nicht zu einer nachhaltigen Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit führten, sondern nur Inflation zur Folge hatten. Zwischen 1976 und 1982 kam es zu 6 teilweise sehr drastischen Abwertungsrounden.

In den 80er Jahren versuchte die Notenbank Riksbank den Wechselkurs zu stabilisieren, um die Inflation unter Kontrolle zu bringen. Für einige Jahre gelang dies auch, in der zweiten Hälfte des Jahrzehnts beschleunigte sich die Geldentwertung aber wieder. 1991 wurde die Krone an das Europäische Währungssystem angebunden, allerdings nur mit kurzer Dauer. 1992 musste die Anbindung wieder aufgegeben werden, die Krone wertete innerhalb eines Jahres gegenüber den wichtigsten anderen Währungen um ca. 20% ab.

Die schwedische Finanzkrise hatte ihren Ausgangspunkt im November 1985, als im Rahmen der Versuche die schwedische Wettbewerbsfähigkeit zu verbessern eine Deregulierung des Finanzsektors in Kraft trat. Dies führte zu einer weitestgehenden Aufhebung von Restriktionen für die Kreditvergabe. Die schwedischen Banken, deren Kreditpolitik in den Vorjahren vor allem politisch bestimmt war, fingen jetzt an, mit aggressiven Angeboten um Marktanteile zu kämpfen, ohne sich um Risikokontrolle zu kümmern. Die Kreditzinsen rutschten unter die Inflationsraten. Zudem begünstigte das Steuersystem Zinszahlungen, sodass Privatleute sich

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

effektiv zu negativen Realzinsen verschulden konnten. Und diese Gelegenheit wurde reichlich genutzt, innerhalb von 5 Jahren stieg die Verschuldung des privaten Sektors von 85% des BIP auf 135% des BIP. Die Kredite wurden in den Immobilien- und den Aktienmarkt gepumpt, die Preise von Kapitalanlagen stiegen unaufhörlich an, vor allem die Immobilien profitierten mit spektakulären Preissteigerungen. Durch diese wirtschaftliche Scheinblüte stiegen auch die Steuereinnahmen. Schweden verbuchte Budgetüberschüsse, die Staatsfinanzen sahen sehr gesund aus.

Gleichzeitig verschlechterte sich sukzessive aber die fundamentale Situation der schwedischen Volkswirtschaft. Die schwedische Krone war an einen Korb von 12 Währungen gebunden worden, die Notenbank war um stabile Wechselkurse bemüht. Da die Inflationsraten aber nach wie vor relativ hoch waren, verloren schwedische Unternehmen zunehmend an Wettbewerbsfähigkeit und die Ausfuhren gingen zurück. Die traditionelle Exportnation verbuchte auf einmal Außenhandelsdefizite.

Anfang der 90er Jahre verschärfte sich die Situation. Die deutsche Wiedervereinigung löste einen europaweiten Zinsanstieg aus, dem sich auch die Schweden nicht entziehen konnten. Da die fundamentalen Schwächen der schwedischen Wirtschaft immer offener zutage traten, kam es jetzt auch zu Währungsspekulationen gegen die Krone, denen die Riksbank mit steigenden Leitzinsen entgegentrat. Diese wurden von den Banken an ihre Kunden weitergegeben. Anstatt mit negativen Realzinsen waren viele Kreditnehmer auf einmal mit sehr hohen Zinsen konfrontiert und konnten die Belastung nicht mehr tragen. Die Produktion brach dramatisch ein. Eine kürzlich veröffentlichte Studie des IMF schätzt den Rückgang mit ca. 30% des BIP ein. Die Arbeitslosenrate stieg von 2% auf 11%.

1993 war Schweden am Boden. Um einen völligen Kollaps des Wirtschaftssystems zu verhindern, wurde ein Reformpakt aus kurz- und langfristigen Maßnahmen beschlossen, was im Nachhinein von vielen Ökonomen als vorbildlich empfunden wurde und die Blaupause für einige Bankenrettungsaktionen während der Finanzkrise 2008 darstellte:

Zunächst wurden kurzfristige Maßnahmen zur Stabilisierung des Finanzsektors ergriffen:

1. Die schwedische Regierung hatte frühzeitig eine unlimitierte Garantie an alle inländischen und ausländischen Gläubiger schwedischer Banken abgegeben, dass ihre Einlagen sicher sind. Dies war entscheidend dafür, dass ein Run der Privatkunden auf die Finanzinstitute ausblieb und sich schwedische Banken auch am internationalen Kapitalmarkt relativ schnell wieder refinanzieren konnten. Für Aktionäre hingegen wurde keinerlei Hilfe gegeben, sie wurden als Risikokapitalgeber voll in die Pflicht genommen. Die in Not geratenen Banken wurden mit Staatsgeldern rekapitalisiert und wenn erforderlich verstaatlicht. Diese Maßnahmen gingen damit voll zulasten der bisherigen Eigentümer, aber nicht der Einleger. Die Entscheidung, in Not geratene Banken nicht pleitegehen zu lassen, sondern schnell und effektiv zu retten, erwies sich als zentral für eine Rückkehr des Vertrauens in das schwedische Finanzsystem.
2. Eine politisch unabhängige Institution wurde geschaffen, um die Rettungsmaßnahmen für den Finanzsektor zu koordinieren. Hierdurch wurde gewährleistet, dass die Bankenrettung relativ unbeeinflusst von politischen Sonderinteressen erfolgte.
3. Allgemein verbindliche Rahmenbedingungen für Bankensanierungen wurden verabschiedet. Hierdurch sollte einerseits verhindert werden, dass Hilfgelder missbraucht wurden, andererseits aber auch sichergestellt werden, dass sie, wenn nötig, auch in Anspruch genommen wurden. Stresstests wurden eingesetzt,

# Mit ruhiger Hand

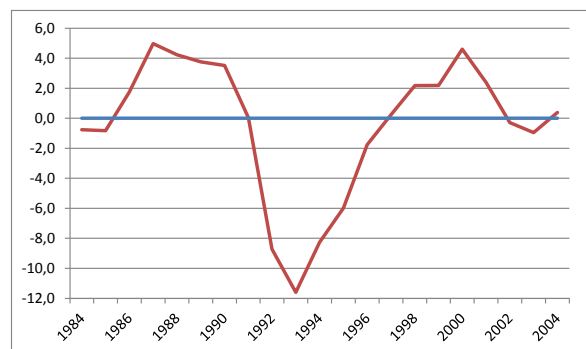
Informationen für die langfristige Kapitalanlage

um festzulegen, ob Banken unterstützt werden und in welchem Umfang. Darüber hinaus wurden neutrale und strenge Bewertungsrichtlinien für die Banken eingeführt, um Transparenz hinsichtlich der Risikosituation zu schaffen.

- Die Rettungsaktionen blieben auf den Bank-Sektor beschränkt. Die schwedische Regierung traf keine Vorkehrungen zur Rettung von Industrieunternehmen. Auch machte sie den Banken keine Vorschriften, wie diese ihre Hilfgelder einzusetzen hatten. Insofern kam es zu einer Welle von Pleiten und Restrukturierungen außerhalb des Bankensektors, die aber letztlich einen Bereinigungsprozess nach der vorherigen Spekulationsblase darstellte.
- “Bad Banks” wurden umfangreich genutzt, um die Problemanlagen der Banken zu restrukturieren. Dies hatte zwei Vorteile: Zum einen konnten sich die gesunden Banken relativ schnell wieder dem operativen Geschäft zuwenden. Zum anderen ermöglichte die Konzentration der Risikoengagements in speziellen Einheiten eine marktschonende Bereinigung.

Neben diesen Maßnahmen zur akuten Krisenbekämpfung wurden jedoch auch langfristige Strukturreformen in Angriff genommen. Den Schweden war im Laufe der Krise bewusst geworden, dass ihre wirtschaftlichen Probleme nicht nur auf eine geplatzte Spekulationsblase, sondern auf tiefer gehende Probleme zurückzuführen waren:

- Ein neues, leistungsgerechteres Steuersystem mit einer verbreiterten Steuerbasis und reduzierten Grenzsteuersätzen wurde eingeführt.
- Schweden trat der EU bei, um das Vertrauen in die heimische Wirtschaft wieder herzustellen.
- Die Wahlperioden wurden von 3 auf 4 Jahre verlängert, um einen Dauerwahlkampf zu verhindern, bei dem sich Politiker mit populistischen Versprechungen überbieten.
- Die rechtlichen Rahmenbedingungen für die Geldpolitik wurden modernisiert. Die Zentralbank erlangte sowohl de facto wie de jure Unabhängigkeit, um dem Inflationsziel Glaubwürdigkeit zu verleihen.
- Der Planungsprozess für staatliche Haushalte wurde radikal verändert. Ein Überschussziel für die Nettokreditaufnahme der öffentlichen Budgets wurde verabschiedet. Auf kommunaler Ebene wurden die Gemeinden zu ausgeglichenen Haushalten verpflichtet. Darüber hinaus wurde eine Instanz zur unabhängigen Kontrolle der Fiskalpolitik installiert.
- Ein neues Rentensystem wurde eingeführt, das stärker auf die strukturellen Belastungen durch eine alternde Bevölkerung einging, u.a., indem Anreize gegeben wurden, sich möglichst spät pensionieren zu lassen.
- Eine Reihe von Einzelmaßnahmen wurde beschlossen, um Effizienz und Wettbewerbsfähigkeit der Wirtschaft zu sichern. Eine Reihe von Märkten wurde dereguliert und Staatseingriffe zurückgeführt, um den freien Wettbewerb so wenig wie möglich zu behindern.



Schweden: Nettokreditaufnahme öffentlicher Haushalte in % des BIP vor, während und nach der Krise (Quelle: IWF)

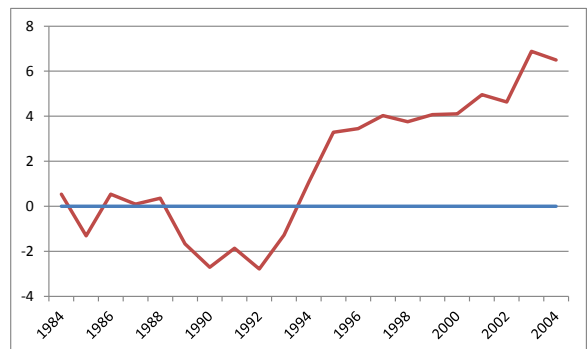
# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

8) Der schwedische Wohlfahrtsstaat wurde nicht aufgegeben, aber grundlegend reformiert. So wurde die Privatisierung vieler öffentlicher Dienstleistungen eingeleitet. Darüber hinaus wurden viele Maßnahmen zur Erhöhung der Transparenz im öffentlichen Bereich eingeführt, um so dem Entstehen von Ineffizienzen vorzubeugen.

Als ein wesentlicher Beitrag beim langfristigen Erfolg ist die grundsätzliche Verpflichtung der schwedischen Regierung zu einer rigorosen Sparpolitik anzusehen, um Ineffizienzen des staatlichen Sektors zu bekämpfen. Allerdings wartete man mit der Umsetzung der Sparmaßnahmen, bis der Höhepunkt der Krise überschritten war und sich die Wirtschaft wieder stabilisiert hatte. So ließ man 1993 noch ein Budgetdefizit von 12% zu. Erst von 1995 an wurde das Defizit kontinuierlich zurückgeführt. Seit 1999 werden regelmäßig Überschüsse erwirtschaftet, was es der Regierung erlaubt, in schwierigen Jahren wie nach der globalen Finanzkrise auch mal wieder ein kleines Defizit zu verkraften.

Kern des schwedischen „Wirtschaftswunders“ nach der Krise ist aber die Wiedergeburt als Exportnation. Die Struktur-reformen haben die internationale Wettbewerbsfähigkeit der Industrie maßgeblich verbessert. Deshalb war es auch möglich, trotz des schrittweisen Rückzugs des Staates ein überdurchschnittliches Wirtschaftswachstum zu erzielen. So ist die Staatsquote seit Jahren rückläufig und liegt trotz nach wie vor hoher Sozialleistungen bei 49,2% (2012). Die Stärke Schwedens zeigt sich u.A. darin, wie sehr sich das Land von der Europäischen Union absetzen konnte. Insbesondere seit der Finanzkrise 2007 ist die Entwicklung deutlich besser (vgl.



Schweden: Leistungsbilanz in % des BIP vor, während und nach der Krise (Quelle: IWF)

Grafik S.9). Zwar kam es 2009 kurzzeitig zu einem stärkeren Einbruch, dem im Gegensatz zur EU allerdings eine kräftige Erholung folgte. Als Nebenwirkung des exportgetriebenen Wachstums ist die Wirtschaftsentwicklung zwar volatiler geworden, alles in allem aber deutlich besser.

Insgesamt muss man den wirtschaftlichen Weg Schwedens in den vergangenen Jahren als Erfolg betrachten. Dennoch gibt es auch Schattenseiten, die möglicherweise anzeigen, dass die Sparpolitik in mancher Hinsicht etwas übertrieben wurde.

Ein dicker Schönheitsfehler in der schwedischen Erfolgsbilanz ist, dass eine nachhaltige Bekämpfung der Arbeitslosigkeit nicht so recht gelingen will. Seit Anfang der 90er Jahre bewegen sich die Arbeitslosenzahlen zwischen 6% und 10%. Die jüngste Zahl (Februar 2013) liegt bei 8,5%.

Ein weiteres Problem, das in Schweden nach und nach deutlich wird, ist eine sukzessive Verschlechterung des Bildungssystems. Vor 20 Jahren konnte noch in internationalen Vergleichen eine Spitzenstellung eingenommen werden. Inzwischen rutscht man auch in Vergleich zu den skandinavischen Nachbarn immer weiter nach hinten. Für ein Land, dessen Erfolg auf dem Export kreativer und technisch hochwertiger Produkte beruht, ist dies langfristig eine gefährliche Entwicklung.

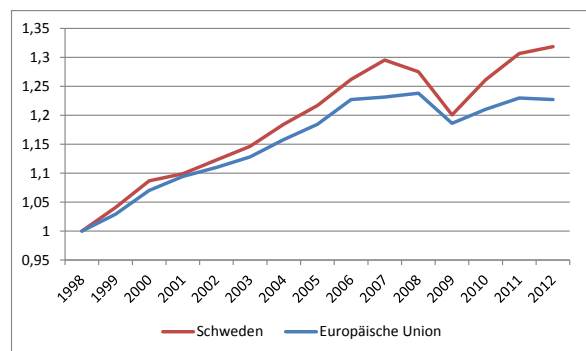


## Schwedens Weg aus der Krise: ein Modell für die Eurozone?

Von Karl-Heinz Thielmann

Vor 20 Jahren steckte Schweden genauso wie Spanien und Italien in einer schweren Wirtschaftskrise. Doch während die großen Wirtschaftsnationen Südeuropas mit der Eurokrise wieder an den Ausgangspunkt zurückgekehrt sind, stehen Schweden und die skandinavischen Nachbarn stärker da den je. Insofern ist die Frage berechtigt, was im Norden Europas in den vergangen 20 Jahren anders und besser gelaufen ist.

Es ist derzeit nicht unumstritten, ob sich das schwedische Beispiel der Krisenbewältigung wirklich auf die aktuelle Situation in Südeuropa übertragen lässt. In Südeuropa steht man der Rolle des Staates traditionell viel misstrauischer gegenüber, die Schattenwirtschaft spielt generell eine viel größere Rolle. Allerdings hat bei allen Krisenländern sowohl früher wie heute ein ineffizienter Staat eine Hauptrolle, auch wenn die Gründe für die Ineffizienz sehr unterschiedlich sind.



Entwicklung reales BIP, 1998 = 100% (Quelle: IWF)

Schweden konnte während seiner Krise eine massive Abwertung durchführen. Diese Möglichkeit steht den an den

Euro gekoppelten Ländern derzeit nicht zur Verfügung. Vor 20 Jahren hingegen gab es diese Möglichkeit noch und sie wurde von allen Krisenländern auch genutzt. Wie sich jetzt zeigt, hat dies in Südeuropa langfristig nichts genützt. Der dauerhafte Erfolg Schwedens muss auf anderen Faktoren basieren.

Auch werden die Vorteile der Abwertung relativiert, wenn man bedenkt, dass die schwedische wie auch die spanische und italienische Notenbank nach der Abwertung den 90er Jahren zur Wiederherstellung des internationalen Vertrauens zunächst extrem restriktiv bleiben musste, während gegenwärtig in der Eurozone die leichte Geldpolitik der EZB den Südländern zugutekommt.

Weiterhin ist in heutiger Zeit der Wechselkurs für den Erfolg im Außenhandel mit technisch hochwertigen Gütern zweitrangig geworden. Deutsche und schwedische Produkte sind international gefragt, weil sie besser sind als andere und nicht weil sie billiger sind. Einzelne spanische und italienische Unternehmen können durchaus mithalten, aber noch nicht die Volkswirtschaften in der Breite. Der internationale Kostenwettbewerb findet vor allem zwischen den Billiglohnländern Asiens und Osteuropas statt, sich hierauf einzulassen, wäre für Italien oder Spanien genauso aussichtslos wie bei Schweden.

Analysiert man die Ursachen der Krise, drängt sich ein Vergleich zwischen den Entwicklungen in Spanien vor 2012 und in Schweden vor 1992 auf, da hier viele Dinge sehr ähnlich liefen:

- Es gab einen jahrelangen schleichenden Verfall an internationaler Wettbewerbsfähigkeit, der sich in einer ständigen Verschlechterung der Außenhandelsbilanz niederschlug. Die führenden Industrieunternehmen investierten lieber im Ausland, während spekulative Kapitalimporte ins Land strömten.

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

- Ineffiziente staatliche Strukturen waren in beiden Ländern ein Hauptgrund für die mangelnde Leistungsfähigkeit der Binnenwirtschaft.
- Die Haushaltslage in beiden Ländern sah vor Ausbruch der Krise sehr solide und gefestigt aus. Dies änderte sich aber schnell, als die Arbeitslosenzahl explodierte und der Zentralstaat auf einmal Finanzlöcher bei Banken, Regionalregierungen, Sozialverbänden etc. stopfen musste.
- Ein von leichtsinniger Kreditvergabe getriebener Immobilienboom war in beiden Ländern sowohl Grund für eine viel zu optimistische Einschätzung der Wirtschaft vor Ausbruch wie auch Ursache für den tiefen und lang anhaltenden Einbruch während der Krise.

Doch nicht nur bei den Ursachen gab es ähnliche Entwicklungen. Entscheidender ist, inwieweit sich die schwedischen Erfahrungen verwenden lassen, um mögliche Fehlentwicklungen aufzuspüren und geeignete Therapiemaßnahmen zu entwickeln. Hierbei fallen vor allem folgende Punkte auf:

- 1) Die Stabilisierung des Finanzsektors war der Schlüssel für eine Stabilisierung der Wirtschaft. Nur durch das entschlossene Eingreifen des Staates wurde eine Kettenreaktion verhindert, die eine oder mehrere Bankenpleiten mit sich gebracht hätten. In den Euro-Krisenländern Spanien und Irland gab es ähnliche Probleme. Während Irland schnell und konsequent dem schwedischen Vorbild gefolgt ist, hat man in Spanien 2011 und 2012 durch ein Herausögern der Rettungsmaßnahmen wertvolle Zeit verschenkt.
- 2) Austerität war wichtig, aber erst, als die Krise ihren Tiefpunkt durchschritten hatte. Schweden hat in der Krise zwar angefangen zu sparen, allerdings zunächst noch hohe Budgetdefizite zugelassen. Die harten Einschnitte kamen erst, als sich die Wirtschaft stabilisiert hatte und die Exportindustrie schon wieder kräftig zulegen konnte. In der Eurokrise ist man mit fatalen Folgen den umgekehrten Weg gegangen. Das erfolgreiche Austeritätspolitik auch eine Frage des Timings der Sparmaßnahmen ist, wurde von den politisch Verantwortlichen in IWF, EZB und EU während der Eurokrise komplett vernachlässigt. Die Fixierung in der Eurozone auf Defizitziele hat dazugeführt, dass schon mit Sparmaßnahmen begonnen wurde, bevor sich die Wirtschaft wieder stabilisiert hatte. Dies stellt sich immer mehr als schwerer Fehler heraus.
- 3) 1992 haben sowohl Spanien wie Italien mit einer Kombination aus Abwertung und haushaltspolitischen Maßnahmen auf die Krise reagiert. Diese Politik war oberflächlich betrachtet auch zunächst erfolgreich: Beide Länder konnten sich relativ zügig erholen. Auf grundlegende Reformen wurde jedoch verzichtet. In Italien wurden ernsthafte Maßnahmen zur Korruptionsbekämpfung wieder verwässert, Spanien setzt sich nie richtig mit den strukturellen Schwächen am Arbeitsmarkt auseinander. Schweden hingegen hatte sich den härteren Weg verordnet: Die Krise diente als Startschuss für ein Maßnahmenpaket zur Verbesserung der internationalen Wettbewerbsfähigkeit.
- 4) Ineffizienzen des öffentlichen Sektors sind ein Kernproblem, das sich mit Privatisierungen und Erfolgskontrollen im öffentlichen Bereich stark entschärfen lässt. Austeritätspolitik ist also möglich, ohne die Ansprüche eines sozialdemokratisch geprägten Wohlfahrtsstaates vollkommen über den Haufen zu werfen. Allerdings muss dann Sozialpolitik mit ökonomischen Effizienzmaßnahmen kombiniert werden. Dies erscheint aber nicht nur linken Politikern in der Eurozone noch als Sakrileg. Im Moment profitieren in der Eurozone – und das heißt auch in Deutschland – vom Sozialstaat weniger die sozial Schwachen, sondern vor allem die Umverteiler selbst. Staatskassen werden immer noch zur Selbstbedienung von populistischen

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Politikern missbraucht, die sich mit irrsinnigen Prestigeprojekten ein Denkmal setzen wollen. Hier können nicht nur die Krisenländer von Schweden lernen, sondern insbesondere auch Deutschland.

- 5) Auch muss die Wettbewerbsfähigkeit des privaten Sektors gestärkt werden, damit irgendwann einmal wieder über Exporte ein Wiederaufschwung eingeleitet werden kann. Hier haben insbesondere die süd-europäischen Euro-Krisenländer noch dramatischen Nachholbedarf. Dies hängt aber auch damit zusammen, dass die Rolle des Staates und das Selbstverständnis der Politiker von völlig veralteten Gesellschaftsmodellen geprägt sind. Was viele im Norden vergessen: Spanien, Portugal und Griechenland waren noch vor wenigen Jahrzehnten Länder, die von autoritären Militärdiktaturen regiert wurden. Der verkrustete Arbeitsmarkt in Spanien mit seinen unflexiblen Regelungen ist ein direktes Erbe der Franco-Diktatur. In Italien hat sich nach dem Zweiten Weltkrieg in Politik und Wirtschaft eine bis heute dominierende Führungsschicht etabliert, die vor allem die Selbstbereicherung und nicht das Gemeinwohl im Sinn hatte. All dies hat einen Sumpf von Misstrauen, Korruption und Ineffizienz mit sich gebracht, von dem sich Südeuropa bisher noch nicht befreit hat. In diesem Kontext ist die Eurokrise eine Riesenchance, da jetzt endlich grundlegende Probleme angegangen werden können.
- 6) Es besteht ein offensichtlicher Zusammenhang zwischen Problemen im Außenhandel und Budgetdefiziten. Sowohl in Schweden wie in den Krisenländern sind Leistungsbilanzdefizite den Budgetdefiziten vorausgegangen. Hier tut sich eine ungute Parallele mit der derzeitigen Situation in Frankreich auf, dessen Außenhandelsposition sich seit Jahren langsam, aber stetig verschlechtert und die Führungsschichten aller politischen Parteien sich konsequent einer Ursachenanalyse verweigern. In Spanien und Italien hingegen hat sich die Außenhandelsposition in den letzten Monaten wieder etwas verbessert, was Anlass zur Hoffnung gibt.
- 7) Die Überwindung einer Krise dauert lange, selbst wenn man schnell und effektiv Notstandsmaßnahmen ergreift. Schweden war von 1990 bis 1993 von akuter Krise und zwischen 1995 und 1997 von harter Austeritätspolitik geprägt. Insgesamt 8 Jahre benötigte das Land also, um wieder auf Kurs zu kommen. In den Jahren nach 1998 hat sich aber diese Politik ausgezahlt. Schweden hatte im Vergleich mit anderen Industrieländern ein überdurchschnittliches Wirtschaftswachstum, konnte dabei die Verschuldung zurückführen und überstand auch die Turbulenzen in den vergangenen Jahren besser als vergleichbare Länder. In den Euro-Krisenländern wird der Anpassungsprozess tendenziell länger dauern, da ihnen nicht die Möglichkeit einer Abwertung zur kurzfristigen Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit zur Verfügung steht.
- 8) Deutschland weist derzeit einige beunruhigende Parallelen zu Schweden in den 80er Jahren auf. Die wirtschaftliche Stärke beruht fast ausschließlich auf dem Exportsektor. Das Haushaltsdefizit scheint oberflächlich unter Kontrolle, weil derzeit an Infrastrukturinvestitionen gespart wird. Das hindert Politiker aller Parteien nach wie vor nicht daran, sorglos mit Steuergeldern umzugehen und weitestgehend auf Effizienzkontrollen im öffentlichen Bereich zu verzichten. So werden aber nur die Voraussetzungen für die Haushaltslöcher von morgen geschaffen. Negative Realzinsen fördern zudem eine exzessive Immobilienspekulation. Hier besteht derzeit extremes Gefahrenpotenzial vor allem für die noch nicht von der Finanzkrise erholten Banken. In Top-Lagen von Hamburg oder München gibt es derzeit schon völlig überzogene Immobilien-Preise. Anscheinend lassen einige Banken bei den Finanzierungen auch schon wieder alle Hemmungen fallen und setzen mit Kampfkonditionen aggressiv auf Expansion.

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Auch wenn sich das schwedische Modell des Krisenmanagements sich nicht im Detail auf Südeuropa übertragen lässt, so sollte man aber die Grundprinzipien nicht aus den Augen verlieren:

- Kurzfristige Stabilisierungsmaßnahmen reichen langfristig nicht aus. Die strukturellen Probleme müssen umfassend angegangen werden, sonst bricht die Krise nach einigen Jahren wieder hervor.
- Das Timing von der Krisenpolitik ist genau so entscheidend wie die Maßnahmen selbst. Insbesondere Austerität kann nicht der erste Schritt sein, auch wenn sie für den langfristigen Erfolg entscheidend ist.
- Die Rolle des Staates in der Wirtschaft muss grundlegend modernisiert werden, sei es durch marktwirtschaftliche Steuerungsmechanismen, sei es durch Privatisierung oder durch mehr Transparenz.
- Echte Krisenbewältigung braucht eine längere Zeit: Hektische Versuche, schnelle Lösungen herbeizuführen, wirken nur kosmetisch. Insofern sind alle Forderungen, die Eurokrise „schnell“ zu beenden, kontraproduktiv.

Bisher war die Krisenpolitik in der Eurozone gekennzeichnet durch ein Hin- und Herhängeln zwischen Realitätsverweigerung, schlecht getimten Einzelmaßnahmen und den Versuchen, nationale Sonderinteressen durchzusetzen. Dass dies nicht funktioniert, ist schon seit Längerem klar. Es wird auch von der Bevölkerung nicht mehr akzeptiert, wie die jüngsten Wahlergebnisse zeigen. Die 25% Stimmen für die 5-Stelle-Bewegung bei der letzten Parlamentswahl in Italien sind ein Signal. Ein Viertel der Wähler hat für diejenige Partei gestimmt, die als einzige konsequent Korruption anprangert und damit die zentrale Ursache für die strukturelle Schwäche Italiens anspricht, auch wenn diese von einem ehemaligen Clown mit sehr populistischen Parolen angeführt wird. Ob sich dieses Wahlergebnis auch wirklich in konstruktive Politik umsetzen lässt, ist allerdings abzuwarten. Schon einmal hat man in Italien den Bock zum Gärtner gemacht hat. Vor 20 Jahren war der Hoffnungsträger ein erfolgreicher Unternehmer namens Silvio Berlusconi, der damals noch nicht dem politischen Establishment angehörte und versprochen hatte, alles zu ändern. Tatsächlich hat er dann aber vor allem sich selbst bedient und die alten Strukturen noch weiter zementiert.

Ob am Ende in Südeuropa die Bereitschaft besteht, strukturelle Probleme wirklich anzugehen, ist zurzeit noch unklar. Letztlich ist aber genau das notwendig. Eine Verweigerung von echten Reformen wird die bestehenden Probleme nur weiter verschlimmern. Andererseits hat gerade die Einbindung in den Euroraum den Leidensdruck so verschärft, dass auf kurzfristige Stimulanzien wie Abwertungen nicht mehr zurückgegriffen werden kann und früher oder später die Stunde der Wahrheit kommt.

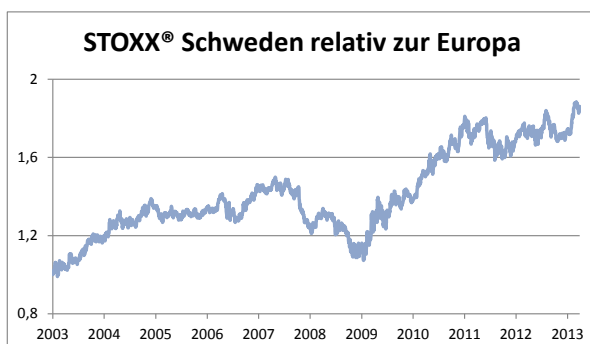
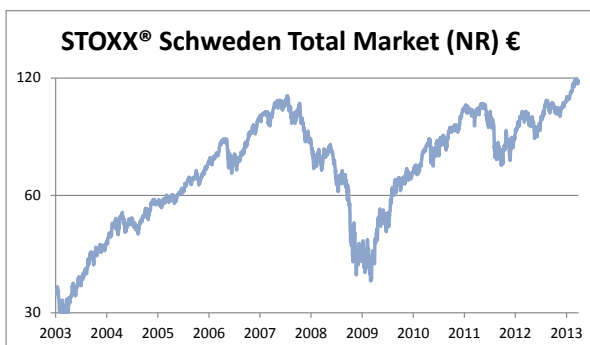
Deswegen ist Schweden weniger ein Vorbild in Hinblick auf einzelne Maßnahmen der Krisenbekämpfung, obwohl viele von diesen durchaus auch derzeit passen würden. Vor allem kann sich die Eurozone ein Beispiel daran nehmen, dass man sich zunächst schonungslos und ehrlich mit den eigenen Fehlern befassen muss. Und man muss den Mut mitbringen, die bisherigen Fehlsteuerungen zügig und konsequent anzugehen, auch wenn dieses teilweise sehr weh tut. Weiterhin müssen schlüssige Konzepte her, wie die bisherigen Problemnationen wieder auf die Beine kommen. Diese sollten aber von ihnen selbst in Hinblick auf ihre spezifischen Anforderungen formuliert werden und nicht in Brüssel oder Berlin. Die Suche nach einer Gesamtlösung hat bisher nur zur Koordinationsproblemen und Verzögerungen geführt. Nur wenn die Krisenstaaten selbstverantwortlich den Weg aus der Misere gehen, bestehen auch gute Chancen für einen wieder erstarkten Euroraum.

## Der schwedische Aktienmarkt: Spezialisierung auf Internationalität

Von Karl-Heinz Thielmann

Ikea ist das international bekannteste schwedische Unternehmen, aber nicht an Aktienmarkt vertreten. Dennoch kann der Erfolg dieser Möbelkette in mancher Hinsicht als typisch für andere Unternehmen aus Schweden gelten: Eine lukrative Marktnische wurde identifiziert und diese weltweit besetzt. Die Produkte sind funktional. Das Design ist einerseits auf eine gewisse Art typisch schwedisch, aber auch gleichzeitig für einen globalen Kundenkreis mit verschiedenen kulturellen Hintergründen akzeptierbar. Produktion und Logistik sind auf äußerste Effizienz getrimmt, sodass trotz hoher Profitabilität einem Kunden das Gefühl vermittelt wird, für sein Geld einen angemessenen Gegenwert zu bekommen.

Unter den großen Unternehmen am schwedischen Aktienmarkt ist mit Ausnahme der Finanzwerte kein einziges, welches seinen Geschäftsschwerpunkte im Inland hat. Und auch bei den noch immer relativ stark binnenorientierten Banken ist vor allem Skandinavien in seiner Gesamtheit zum Heimatmarkt geworden. Charakteristisch bei fast allen Unternehmen ist ein klarer strategischer Fokus, sei er auf die Produktkategorie oder auf eine bestimmte Region. Auffällig bei den meisten Nicht-Finanzunternehmen ist weiterhin, dass sie einen im internationalen Vergleich weit überdurchschnittlichen Anteil an Forschungsausgaben haben.



Vergleichsindex für die relative Kursentwicklung ist der STOXX® Europe 600.

Die Unternehmensberatung McKinsey wies in einer kürzlich veröffentlichten Studie (Growth and renewal in the Swedish economy) auf eine weitere Besonderheit erfolgreicher schwedischer Unternehmen hin: die Qualität von Management und Mitarbeitern sowie ihr Umgang miteinander. Zum einen gehen schwedische Manager wissenschaftlichen Untersuchungen zur Folge mit ihren Aufgaben sehr viel professioneller um als Kollegen aus anderen Ländern. Zum anderen sind schwedische Mitarbeiter überdurchschnittlich qualifiziert. Weiterhin wird sehr viel stärker als in anderen Ländern auf eine konstruktive Gestaltung der Beziehungen zwischen Arbeitnehmern und ihren Arbeitgebern Wert gelegt.

Der Aktienmarkt reflektiert die starke internationale Ausrichtung der schwedischen Volkswirtschaft. Die starke Gewichtung von globalen Nischenführern hat dazu geführt, dass schwedische Aktien im letzten Jahrzehnt gemessen am STOXX® Total Market Net Return Index in ihrer Wertentwicklung (incl. Dividenden) in € um ca. 300% zulegen konnten.

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Damit war die Entwicklung weit besser als im übrigen Europa, wie der relative Vergleich mit dem STOXX® Europe 600 Index zeigt. Allerdings zeigten sich schwedische Aktien auch anfälliger bei einer Abschwächung des globalen Wachstums wie während der Finanzkrise 2008, was zu einem zwischenzeitlichen Rücksetzer führte.

Eine unter Corporate Governance Gesichtspunkten umstrittene Besonderheit des schwedischen Aktienmarktes ist, dass viele große Gesellschaften ihre Aktien in verschiedene Anteilklassen aufgeteilt haben, zumeist sogenannte A-Aktien und B-Aktien. Die stimmrechtsbeschränkte Gattung ist i.d.R. die liquidere und bei internationalen Investoren beliebtere. Die Aktiegattung mit höheren Stimmrechten liegt normalerweise bei festen Aktionären, die mit dem Unternehmen langfristig verbunden sind.

Während in früheren Jahren die Bevorzugung einzelner Aktionärsgruppen bei den Stimmrechten international kritisiert wurde, hat sich das Bild jetzt gewandelt. Die enge Bindung von Unternehmen an Kontrollaktionäre hat in den letzten Jahren verhindert, dass Managements sich auf Kosten der Firma mit überzogenen Bonusprogrammen bereichert haben. Auch werden Entscheidungen nicht so sehr wie bei internationalen Wettbewerbern von kurzfristigem Finanzziele dominiert, sondern von den langfristigen Unternehmensinteressen. Insofern erscheinen gerade im Lichte der schwierigen ökonomischen Situation der vergangenen Jahre die Vorteile dieses Systems relativ deutlich.

Im Folgenden werden einige für Investoren interessante Unternehmen sowie ein auf schwedische Aktien spezialisierter Fonds vorgestellt.

<b>Getinge B</b>			
Website:	<a href="http://www.getingegroup.com/">http://www.getingegroup.com/</a>	Kurs 28.3.2013: 196,20 SEK	Börsenwert (Mrd.€): 5,6
Hauptbörse:	Nasdaq OMX	Land: Schweden	WKN: 889714
			ISIN: SE0000202624

Die Getinge Group ist im Bereich der Medizintechnik tätig. Schwerpunkte liegen dabei in der Ausrüstung von Operationssälen und Behandlungsräumen der Intensivmedizin, Gerätschaften zur Verhinderung von Ansteckungsgefahren sowie in Spezialgeräten zur Betreuung pflegebedürftiger Menschen. Laut eigenen Angaben gehört die Gesellschaft in allen Segmenten zu den Marktführern.

Hauptmarkt ist Westeuropa mit einem Umsatzanteil von 37%. Weitere wichtige Märkte sind USA und Kanada mit einem Anteil von 32%. In zunehmendem Maße werden aber auch Umsätze in Schwellenländern erzielt, sodass diese in den kommenden Jahren wahrscheinlich die bisherigen Kernregionen in ihrer Bedeutung ablösen werden.

Für die kommenden Jahre hat sich Getinge ehrgeizige finanzielle Ziele gesetzt:

- Der Gewinn vor Steuern soll im Durchschnitt 15% jährlich zunehmen, wobei auf eine Kombination aus organischem Wachstum und Akquisitionen gesetzt wird.
- Das langfristige organische Umsatzwachstum soll bei 5% p.a. liegen, 2% über dem erwarteten Marktwachstum.

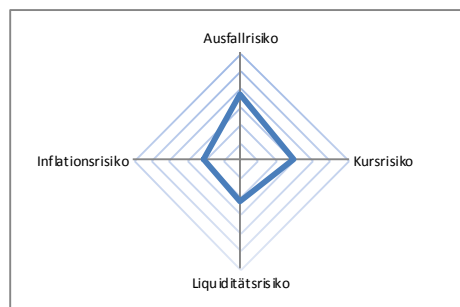
# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

- Die operative Marge (EBITDA Marge) soll auf 22% im Konzerndurchschnitt gesteigert werden. Derzeit liegt die Marge bei ca. 20 %, wobei vor allem die Pflegeprodukte unterdurchschnittlich profitabel sind.
- 60% to 70% der erzielten operativen Erträge (EBITDA) sollen als Cashflow zur Verfügung stehen, um die Expansion durch Akquisition mit eigenen Mitteln finanzieren zu können.

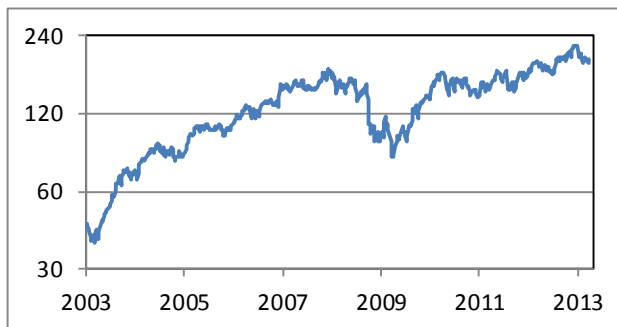
Die Gesellschaft ist nicht besonders kapitalintensiv. In den vergangenen Jahren wurden nur zwischen 3% und 4% der Umsätze für Sachinvestitionen aufgewendet, langfristig sind 3% angestrebt. Dafür wird relativ viel für Forschung und Entwicklung ausgegeben, 2012 waren dies 5,5% der Umsätze.

Gewinnänd. bis 2015e Ø p.a.		15%
Bewertungskennziffern		
KGV	KGV	KBV
2013e	2014e	aktuell
15,8	13,9	<b>3,1</b>
Divrend.	Divrend.	Unt.wert
2013e	2014e	zu Umsatz
2,1%	2,3%	<b>3,0</b>

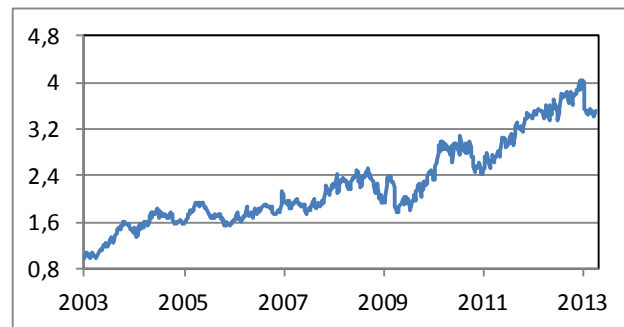


Nachhaltigkeit: ausreichend	
Risikokennziffern	
Ausfallrisiko	Liquiditätsrisiko
3,7	2,3
Kursrisiko	Inflationsrisiko
3,0	2,0

Langfristige Kursentwicklung (SEK):



Kursentwicklung relativ zu Aktien Europa:



Anmerkung: Die Angaben für die erwartete Gewinnänderung und die Bewertungskennziffern basieren auf eigenen Prognosen. Vergleichsindex für die relative Kursentwicklung ist der STOXX® Europe 600.

Insgesamt erscheint Getinge als relativ stabiles Unternehmen mit einer guten Positionierung in einem Markt mit überdurchschnittlichen Wachstumsaussichten. Potenzieller Risikofaktor ist allerdings eine relativ hohe Goodwillposition in der Bilanz aus vorangegangenen Akquisitionen.

Die Aktie von Getinge erscheint daher gegenwärtig insbesondere für chancenorientierte und risikobewusste Anleger als Basisinvestment (2%-4% Portfoliogewicht) interessant.

Empfehlungshistorie: bisher keine Empfehlungen.

Nordea			
Website:	<a href="http://www.nordea.com/">http://www.nordea.com/</a>	Kurs 28.3.2013:	73,80 SEK
Hauptbörse:	Nasdaq OMX	Land:	Schweden
		WKN:	911244
		Börsenwert (Mrd.€):	35,8
		ISIN:	SE0000427361

Mit einer Bilanzsumme von fast 700 Mrd. € und 11 Millionen Kunden ist Nordea der größte Finanzkonzern Skandinaviens. Die Gesellschaft kann als ein direktes Kind der Finanzkrise Anfang der 90er Jahre bezeichnet werden. Sie entstand zwischen 1997 und 2001 aus einer Reihe von Übernahmen und Fusionen von insgesamt 4 skandinavischen Großbanken, die während der Krise in erhebliche Schieflagen geraten waren und teilweise

# Mit ruhiger Hand

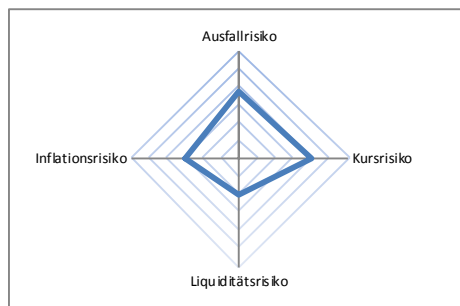
Informationen für die langfristige Kapitalanlage

nur durch zwischenzeitliche Verstaatlichung gerettet wurden: Nordbanken in Schweden, Merita Bank in Finnland, Unibank in Dänemark sowie Christiania Bank in Norwegen.

Gemessen an der Kreditvergabe teilt sich die Geschäftsaktivität folgendermaßen auf: Finnland 27%, Schweden 26%, Dänemark 24%, Norwegen 18% und Osteuropa 5%. Damit ist Nordea die am stärksten regional diversifizierte skandinavische Bank. Die Ausfallquoten bei Krediten sind überdurchschnittlich gut, lediglich 1 Wettbewerber erzielt noch leicht bessere Werte. Das Management hat die Reduzierung von Kreditausfällen zur Top-Priorität erklärt und propagiert grundsätzlich eine relativ defensive Ausrichtung des Geschäfts.

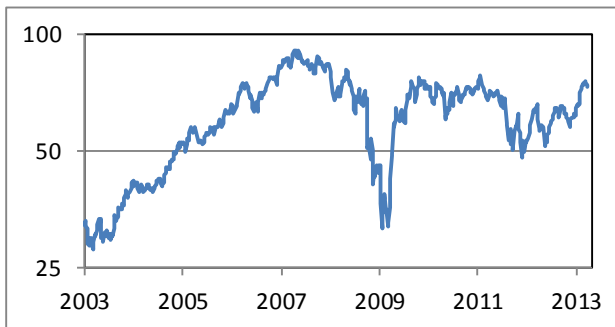
Ende 2012 stand die Kernkapitalquote bei 13,1%. Die starke Kapitalgenerierung ermöglichte es, trotz der anhaltenden Stärkung der Kapitalbasis in den vergangenen Jahren ca. 40% der Gewinne auszuschütten. Mit einer Eigenkapitalrentabilität von 12,1% wurde zwar kein überragender, aber ein akzeptabler Wert erzielt. Mittelfristig soll dieser Wert allerdings auf 15% gesteigert werden. Eine zentrale Rolle bei einer weiteren Erhöhung der Rentabilität spielt die weitere Forcierung des Online-Bankings, bei dem Nordea schon jetzt zu einem fortgeschrittensten Anbieter weltweit gehört.

Gewinnänd. bis 2015e Ø p.a.		10%
Bewertungskennziffern		
KGV	KGV	KBV
2013e	2014e	aktuell
10,4	9,2	<b>1,2</b>
Divrend.	Divrend.	Unt.wert
2013e	2014e	zu Umsatz
4,4%	4,8%	<b>n.a. *)</b>

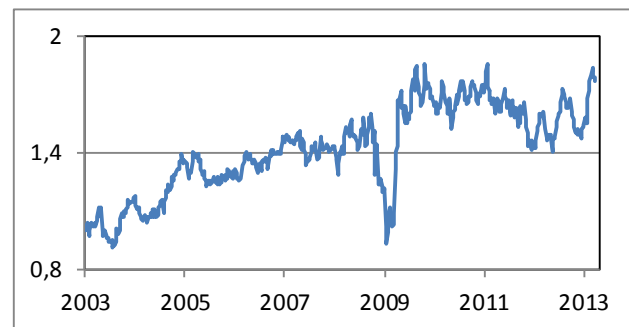


Nachhaltigkeit: gut	
Risikokennziffern	
Ausfallrisiko	Liquiditätsrisiko
4,0	2,0
Kursrisiko	Inflationsrisiko
4,0	2,7

Langfristige Kursentwicklung (SEK):



Kursentwicklung relativ zu Aktien Europa:



Anmerkung: Die Angaben für die erwartete Gewinnänderung und die Bewertungskennziffern basieren auf eigenen Prognosen. Vergleichsindex für die relative Kursentwicklung ist der STOXX® Europe 600.

\*) Kennzahl bei Banken nicht aussagekräftig

Insgesamt scheint das Management die Lektionen aus der Krise gelernt zu haben und legt eine hohe Priorität auf die Risikosteuerung. Die Aktie ist moderat bewertet und hat eine hohe Dividendenrendite. Dennoch ist sie als Finanztitel anfällig für Sentimentänderungen und damit auch für starke Kursschwankungen.

Die Aktie von Nordea erscheint daher gegenwärtig insbesondere für chancenorientierte und risikobewusste Anleger als Basisinvestment (2%-4% Portfoliogewicht) interessant.

Empfehlungshistorie: bisher keine Empfehlungen.



# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

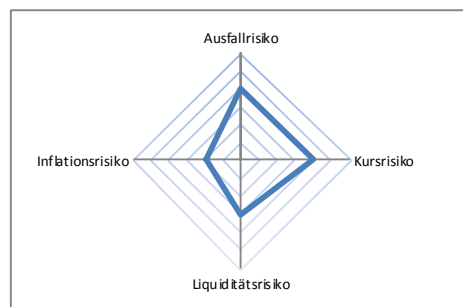
## Hexagon AB ser. B

Website: <a href="http://investors.hexagon.com/en">http://investors.hexagon.com/en</a>	Kurs 28.3.2013: 177,50 SEK	Börsenwert (Mrd.€): 7,5
Hauptbörse: Nasdaq OMX	Land: Schweden	WKN: 873339
		ISIN: SE0000103699

Bei Hexagon handelt es sich um eine 1975 gegründete Firma, die sich mit der Gestaltung, der Messung und der Visualisierung von Mehrdimensionalität befasst. Sie hat insgesamt 3 Geschäftsbereiche: Bei Geosystemen (33% Umsatzanteil) geht es um Vermessungs- und Positionierungssysteme, die vor allem bei der Entwicklung, Durchführung und der Kontrolle von Infrastrukturprojekten eingesetzt werden. In der Eich- und Messtechnik (33% Umsatzanteil) werden Anwendungen für die Industrie angeboten, mit denen Produkte und Herstellungsprozesse in Hinblick auf die Qualität, Durchführung und auch die Kosten bewertet werden können. Der dritte Unternehmensbereich Technologie (34% Umsatzanteil) umfasst sowohl Software für raumbezogene Anwendungen wie auch sehr präzise Positionierungssysteme.

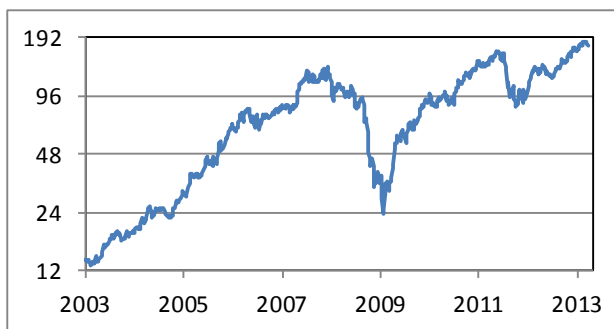
Die Gesellschaft ist sehr researchlastig. 11% der Umsätze werden in Forschung und Entwicklung reinvestiert, 17% der Mitarbeiter sind in diesem Bereich beschäftigt und haben inzwischen über 2.500 Patente erfolgreich angemeldet.

Gewinnänd. bis 2015e $\emptyset$ p.a.		10%
Bewertungskennziffern		
KGV	KGV	KBV
2013e	2014e	aktuell
18,0	15,9	<b>2,6</b>
Divrend.	Divrend.	Unt.wert
2013e	2014e	zu Umsatz
1,5%	1,7%	<b>4,0</b>

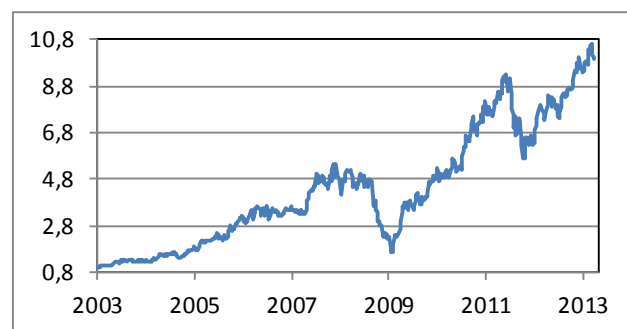


Nachhaltigkeit: ausreichend	
Risikokennziffern	
Ausfallrisiko	Liquiditätsrisiko
4,3	2,7
Kursrisiko	Inflationsrisiko
4,7	2,0

Langfristige Kursentwicklung (SEK):



Kursentwicklung relativ zu Aktien Europa:



Anmerkung: Die Angaben für die erwartete Gewinnänderung und die Bewertungskennziffern basieren auf eigenen Prognosen. Vergleichsindex für die relative Kursentwicklung ist der STOXX® Europe 600.

Hexagon ist ein typisches Wachstumsunternehmen, dessen Produkte ein weit überdurchschnittliches Marktpotenzial aufweisen. Darüber hinaus ist die Fähigkeit zur Generierung von freiem Cashflow sehr gut. Allerdings hängt der weitere Erfolg stark davon ab, ob man das bisherige Innovationstempo weiter halten kann.

Die Aktie von Hexagon erscheint daher gegenwärtig vor allem für risikobewusste Investoren als Beimischung (0%-2% Portfoliogewicht) interessant.

Empfehlungshistorie: bisher keine Empfehlungen.

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

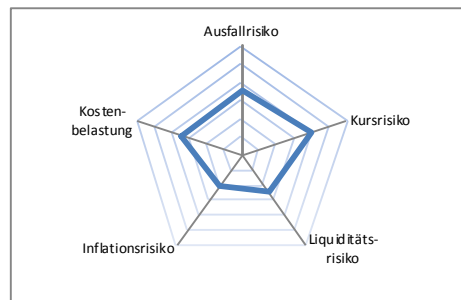
## Skandia Swedish Growth A1

Website:	<a href="http://www.skandiainvestmentgroup.com/index.php">http://www.skandiainvestmentgroup.com/index.php</a>	WKN:	622968
KAG:	Skandia Global Funds Plc	Kurs 28.3.2013:	2,97 €
		ISIN:	IE0031388014

Der Skandia Swedish Growth Fonds ist ein Investmentfonds, der sich einerseits zwar in seinen Sektor-gewichtungen relativ nah am Gesamtmarktindex für schwedische Aktien orientiert, andererseits bei Einzeltiteln auch relativ deutliche Abweichungen hierzu einget. Fondsmanager Magnus Matsoms – der bereits seit ca. 6 Jahren für diesen Fonds verantwortlich ist – war hierbei im Gegensatz zu den meisten Konkurrenten relativ erfolgreich. Durch die Namensgebung wird eine Konzentration auf Wachstumswerte suggeriert, dies ist jedoch in der Praxis nicht der Fall. Vielmehr waren die ausgewählten Titel bisher relativ repräsentativ für den Gesamtmarkt.

Gegenwärtig gibt es noch keinen in Deutschland erhältlichen Indexfonds für schwedische Aktien, der nicht auf synthetische Portfolios mittels Swaps zurückgreift. Insofern erscheint der hier vorgestellte Fonds derzeit für Anleger am geeignetsten, wenn sie an der Entwicklung des schwedischen Aktienmarktes mittels eines Fonds partizipieren wollen.

Börsenhandel	Indexfonds	Kostenbelastung
ja	nein	3,5
Ausschüttend	Volumen	
nein	ca. Mio. €	161,0



Risikokennziffern	
Ausfallrisiko	Liquiditätsrisiko
3,5	2,5
Kursrisiko	Inflationsrisiko
4,0	2,0

Insgesamt wird durch die Risikostreuung des Fonds das doch relativ hohe Ausfallrisiko bei relativ stark fokussierten Einzelwerten deutlich gemindert. Insofern erscheint dieser Fonds für diejenigen Anleger interessant, die über keine detaillierten Kenntnisse von schwedischen Unternehmen verfügen, aber trotzdem auf die überdurchschnittliche Wertentwicklung international erfolgreicher Gesellschaften setzen wollen. Die Kostenbelastung ist mit laufenden Kosten von ca. 1,8% p.a. nicht wenig, aber gerade noch akzeptabel. Der offizielle Ausgabeaufschlag ist mit bis zu 6,25% viel zu hoch, allerdings kann der Fonds auch im Börsenhandel oder bei Direktbanken zu deutlich niedrigeren Spesen erworben oder verkauft werden.

Gegenwärtig erscheint der Skandia Swedish Growth A1 insbesondere für chancenorientierte und risikobewusste Anleger als Basisinvestment (2%-4% Portfoliogewicht) interessant.

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, 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](mailto:info@long-term-investing.de)

Inhaltlich verantwortlich: Karl-Heinz Thielmann

Weinbrennerstr. 17, D-76135 Karlsruhe

Bildnachweis: Seite 2: Karl-Heinz Thielmann; Seite 4: <http://imagebank.sweden.se>

Für den regelmäßigen Bezug von „Mit ruhiger Hand“ können Sie sich unter [www.Mit-ruhiger-Hand.de](http://www.Mit-ruhiger-Hand.de) anmelden.

## 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  $\beta$ , etc.
  - Liquiditätsrisiko (eine Kapitalanlage kann mangels Nachfrager nicht oder nur unter Wert verkauft werden). Kriterien für das Liquiditätsrisiko sind: Tiefs bei Börsenumsätzen; Bid Ask Spread; Transaktionskosten, etc.
  - Inflationsrisiko (eine Kapitalanlage wird durch Steigerungen des allgemeinen Preisniveaus entwertet). Kriterien für das Inflationsrisiko sind: Duration, Kapitalintensität, Zinssensitivität, Preiselastizität der Nachfrage, etc.

# Mit ruhiger Hand

## Informationen für die langfristige Kapitalanlage

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

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

### b) Empfehlungssystem:

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

### Rechtliche Hinweise:

#### Hinweise gemäß FinAnV:

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

Hinweis gemäß § 4 FinAnV:

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

Die Quellen der im Beitrag „Skandinavische Erfolgsfaktoren“ verwendeten Zahlen sind: zur globalen Wettbewerbsfähigkeit vgl.: <http://www.weforum.org/issues/global-competitiveness>; bei den Zahlen zur Verteilungsgerechtigkeit (GINI-Koeffizient) <http://www.laenderdaten.de/wirtschaft/gini-index.aspx>; bei den Zahlen zur Staatsverschuldung: <http://www.indexmundi.com/> auf der Basis von Angaben des IMF. Zu diesem Thema vgl. auch: The Nordic countries The next supermodel (<http://www.economist.com/news/leaders/21571136-politicians-both-right-and-left-could-learn-nordic-countries-next-supermodel>) und Special Report: The Nordic Countries (<http://www.economist.com/news/special-report/21570840-nordic-countries-are-reinventing-their-model-capitalism-says-adrian>) und weitere Artikel aus „The Economist“ vom 31. Januar 2013.

Zur schwedischen Krisenpolitik vgl. insbesondere: Fiscal consolidation in Sweden: A role model? Von Martin Flodén, erschienen am 25 September 2012 (<http://www.voxeu.org/article/fiscal-consolidation-sweden-role-model>) sowie: “The Swedish model for resolving the banking crisis of 1991-93. Seven reasons why it was successful” von Lars Jonung, DG ECFIN, European Commission, Brüssel, 19. Februar, 2009.

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Die Studie des McKinsey Global Institute "Growth and renewal in the Swedish economy" erschien im Januar 2013 und wurde verfasst von Tomas Nauc ler, Magnus Tyreman und Charles Roxburgh. Sie ist erhältlich unter folgendem Link: [http://www.mckinsey.com/~media/McKinsey/dotcom/Insights%20and%20pubs/MGI/Research/Productivity%20Competitiveness%20and%20Growth/Growth%20and%20renewal%20in%20the%20Swedish%20economy/MGI\\_Swedish\\_economy\\_Full\\_report.ashx](http://www.mckinsey.com/~media/McKinsey/dotcom/Insights%20and%20pubs/MGI/Research/Productivity%20Competitiveness%20and%20Growth/Growth%20and%20renewal%20in%20the%20Swedish%20economy/MGI_Swedish_economy_Full_report.ashx)

Zum schwedischen Corporate Governance Model vgl. Richard Milne: Model management, in: Financial Times, 23. März 2013, S. 5

Umsatz-, Gewinn- und Dividendenschatzungen 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. Hauptborsen 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 Rucknahmekurse genommen. Volkswirtschaftliche Zeitreihen beziehen wir - sofern nicht anders angegeben - bei der Deutschen Bundesbank und beim IWF.

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 19.

3) Das Datum der ersten Veröffentlichung unserer Analysen ist - sofern nicht anders gekennzeichnet - der auf der ersten Seite angegebene Erscheinungstag von „Mit ruhiger Hand“; für diese Ausgabe also der 2.4.2013.

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 gefährdet können.

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 Sekundarmarktplatzierung 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.