

Nummer 20, 2. Dezember 2013

Der **Umgang mit Krisen und ökonomischem Wandel** ist Leitmotiv der aktuellen Ausgabe. In den drei Beiträgen geht es darum, 1) welche Konsequenzen Spanien und Italien aus der Eurokrise gezogen haben, 2) wie sich der spanische Immobilienmarkt als Epizentrum der jüngsten wirtschaftlichen Turbulenzen inzwischen verändert hat; sowie 3) mit welchen Strategien erfolgreiche Unternehmen Bedrohungen durch den Technologiewandel begegnen.

In „**Klartext: Spanien – Italien 4:0**“ wird eine Zwischenbilanz der Entwicklung der großen südeuropäischen Staaten nach 3 Jahren Eurokrise gezogen. Hierbei zeigt sich, dass in beiden Ländern die Krise zunächst massiv unterschätzt wurde. Während Ende 2011 Italien aber relativ schnell mit einer Notstandsregierung reagieren konnte, funktionierte die Krisenbekämpfung in Spanien zunächst gar nicht. Aktuell hat sich aber das Bild gewandelt: Spanien hat sich stabilisiert und zeigt erste Anzeichen einer Erholung, Italien driftet immer mehr ins Abseits.

Im Wesentlichen lassen sich vier Gründe unterscheiden, warum sich Spanien klare Vorteile gegenüber Italien verschafft hat: 1) eine grundsätzlich modernere Industriestruktur; 2) das Land hat die Eurokrise für Anpassungen genutzt; 3) Corporate Governance und Korruptionsbekämpfung entsprechen in Italien nicht den normalen Standards westlicher Industriestaaten; 4) in Spanien wirkt Einwanderung den negativen demografischen Trend entgegen.

Internationale Immobilieninvestoren entdecken gerade Spanien wieder. Im Gastbeitrag „**Spanischer Immobilienmarkt: Zeit für „bargain hunting“?**“ des unabhängigen Finanzanalysten Karl-Heinz Goedeckemeyer wird untersucht, welche Möglichkeiten sich nach 5 Krisenjahren inzwischen für Anleger bieten.

Hierbei ergeben sich je nach Segment und Region sehr unterschiedliche Ergebnisse. Während einzelne Vermietobjekte und Shoppingcenter in guten Lagen schon wieder attraktiv erscheinen, ist am Markt für Wohnimmobilien allenfalls mit einer Stabilisierung zu rechnen.

In der vorangegangenen Ausgabe wurde die Analyse-Reihe „**Wandlungskünstler**“ begonnen. Hierbei geht es um Unternehmen, die in ihrer Vergangenheit gezeigt haben, dass sie den Technologiewandel erfolgreich meistern können. Im „**Teil 2: IBM & Schneider Electric**“ wird dargestellt, wie diese Gesellschaften in ihrer Firmengeschichte reagiert haben, als die bisherigen Kerngeschäftsfelder durch technischen Fortschritt infrage gestellt wurden.

Darüber hinaus werden allgemeine Faktoren identifiziert, die den in Teil 1 und 2 vorgestellten Unternehmen gemeinsam sind und die sie wiederum von weniger erfolgreichen Wettbewerbern unterscheiden. Damit wird beispielhaft gezeigt, welche Gründe dafür verantwortlich sind, warum Firmen sich trotz zwischenzeitlicher Schwierigkeiten behaupten können, während andere scheitern.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Klartext: Spanien – Italien 4:0

Liebe Langfristanleger,

Mitten in der schlimmsten Phase der Eurokrise 2012 trafen ausgerechnet die Fußballteams der beiden Krisenherde Spanien und Italien im Endspiel der Fußball-europameisterschaft aufeinander. Das Ergebnis war eindeutig: Mit einer grandiosen Mischung aus Ballkunst und taktischer Disziplin demontierte die spanische Mannschaft die italienische. Deren traditionellen Tugenden wie Spielwitz und Kreativität versagten hilflos. Mit 4 Toren Vorsprung siegte die „Furia Roja“ und ließ der „Squadra Azzurra“ nicht einmal einen Ehrentreffer.



Inhalt:

Seite 5: Spanischer Immobilienmarkt: Zeit für „bargain hunting“?

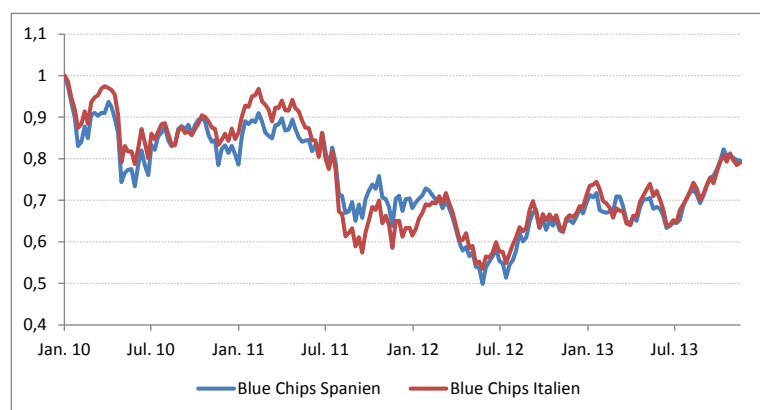
Seite 13: Wandlungskünstler
Teil 2: IBM & Schneider Electric

Seite 20: Impressum, Anhang

Seite 23: Disclaimer

Doch wie lautet das Ergebnis für Spanien im ökonomischen Vergleich mit Italien nach 3 Jahren Eurokrise? Als das Drama anging, wähten sich beide Länder noch relativ sicher und sahen die Krise vor allem als Problem der europäischen Peripherie (Griechenland, Irland & Portugal). 2011 kam dann das böse Erwachen; die unter der Oberfläche brodelnden strukturellen Schwierigkeiten kochten hoch. Beide Länder wechselten gegen Ende des Jahres die Regierungen aus, wobei Mario Monti in Italien zunächst den besseren Start hatte, weil er schnell ein umfangreiches Notfallprogramm auf den Weg bringen konnte. In Spanien stolperte hingegen Manuel Rajoy von einem Fettnäpfchen ins nächste. Die Regionalregierungen schockten mit ausufernden Defiziten, nur sehr mühsam konnte die dringend notwendige Bankenrettung auf den Weg gebracht werden.

Gegenwärtig hat sich die politische Lage wieder gewandelt. Spanien zieht seine Reformen durch, während in Italien wieder Machtspiele die Politik dominieren und Probleme verdrängt werden. Vergleicht man die Entwicklungen an den Aktienmärkten, sieht man, dass sich die Bluechip-Aktienindizes IBEX 35 sowie FTSE MIB beider Länder in den vergangenen Jahren fast identisch bewegt haben. Dies ist insofern erstaunlich, weil sich beide Länder in der Krise doch sehr unterschiedlich geschlagen haben.



Denn inzwischen kann man mit Fug und Recht sagen, dass Spanien wirtschaftlich gegenüber Italien deutliche Fortschritte erzielt hat. Hierbei hat sich das Land insbesondere in vier Bereichen Vorteile verschafft, sodass man inzwischen nicht nur beim Fußball, sondern auch beim ökonomischen Vergleich sagen kann, Spanien schlägt Italien 4:0. Warum die Iberer auch ökonomisch so klar punkten konnten, soll im Folgenden erläutert werden.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Das 1:0 für Spanien fällt aufgrund der moderneren Industriestruktur

Italien hat nicht erst seit der Eurokrise ein Problem mit der Struktur seiner Wirtschaft, was sich u.a. darin zeigt, dass das Land schon vor der Krise nur unterdurchschnittlich gewachsen ist. Traditionell ist nur der Mittelstand (besonders derjenige in Norditalien) die Triebkraft der wirtschaftlichen Entwicklung.

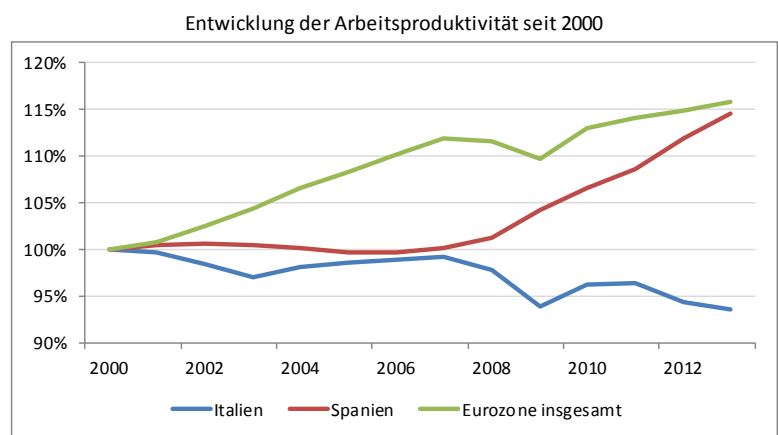
Viele Großunternehmen sind oder waren stark von Politikern oder undurchsichtigen Familienclans beherrscht. Das Bankensystem ist nach wie vor sehr zersplittert, politisiert und ineffizient. Die mit einer Unternehmensgründung verbundenen Kosten sind in Italien ungefähr dreimal so hoch wie in Deutschland oder Spanien und ca. zehnmal so hoch wie in den USA. So kann wenig Neues entstehen.

Spanien hingegen hat in den Jahren vor der Krise einen gewaltigen Boom gehabt. In diesem hat das Land zwar über seine Verhältnisse gelebt, aber auch viel Geld für sinnvolle Infrastrukturprojekte ausgegeben. Durchschnittlich 28,4% des BIP wurden zwischen 2000 und 2008 für Investitionen ausgegeben, in Italien nur 21,2%. Die meisten Großkonzerne sind im internationalen Wettbewerb sehr gut aufgestellt. Die Finanzgruppen Santander und BBVA, der Baukonzern ACS, Telefónica in der Telekommunikation oder Inditex bei Textilien gehören zu den weltweit führenden Unternehmen. Der marode Sparkassensektor wurde nach anfänglichem Zögern mit EU-Hilfe aufgeräumt. Allerdings sind insbesondere in Spanien die kleinen und mittleren Unternehmen in den vergangenen Jahren stark unter die Räder gekommen, u.a. auch, weil vielen im Zuge der anfangs dilettantischen Bankensanierung der Geldhahn zugekehrt wurde. Wie schnell die spanische Erholung erfolgen kann, wird davon abhängen, ob die zügige Wiederbelebung dieses Sektors gelingt.

Das 2:0 für Spanien erfolgt aufgrund der besseren Anpassungen während der Eurokrise

In Spanien wurde die Euro-Krise als besonders heftig empfunden, weil es schnell starken Druck auf die Löhne gab und die Arbeitslosigkeit sich binnen kurzer Zeit mehr als verdoppelte. In Italien kam die Eurokrise als Anschluss an Jahre der Stagnation und wirkte eher wie eine Beschleunigung der Erosion.

Die heftige Reaktion am Arbeitsmarkt hat dazu geführt, dass Spanien in relativ wenigen Jahren den Rückstand bei der Arbeitsproduktivität zur übrigen Eurozone wieder aufholen konnte. Die internationale Wettbewerbsfähigkeit ist somit in dieser Hinsicht fast wieder hergestellt. In Italien hingegen hat sich der Rückstand seit Ausbruch der Krise immer weiter vergrößert. Dies lässt den Schluss zu, dass notwendige Anpassungsmaßnahmen bisher noch nicht erfolgt sind.



Quelle: OECD

Das 3:0 ist ein Eigentor von Italien wegen schlechter Corporate Governance und Korruption

Die südeuropäischen Länder haben traditionell einen schlechten Ruf in Hinblick auf die Grundsätze der guten Unternehmensführung und auf Korruption. In Spanien kann man allerdings zumindest bei den Großunternehmen davon ausgehen, dass die Top-Manager internationalen Standards entsprechen und teilweise schon als

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

besser angesehen werden als ihre nordeuropäischen Wettbewerber. So holte sich beispielsweise die Lloyds Banking Group 2011 António Horta-Osório als Vorstandschef von Santander, um den britischen Finanzriesen zu sanieren. In Italien hingegen werden Managementposten in Großunternehmen vorzugsweise mit Kandidaten des Establishments besetzt. Wenn ein Unternehmensleiter versucht, modernere Methoden einzuführen, wird er oft wieder gestoppt, wie z. B. der ehemalige Allianz-Manager Enrico Cucciani. Er musste bei Intesa Sanpaolo im September 2013 nach 2 Jahren als Vorstandschef wieder gehen, weil er zu fortschrittlich war.

Korruption ist nach wie vor ein dunkles Kapitel in Italien. Das Land lag im weltweiten Korruptionsindex von Transparency International 2013 auf Platz 69 (43 Punkte) von 172 Ländern, knapp vor Brasilien (Platz 72, 42 Punkte) und eindeutig hinter Ländern wie Polen (Platz 38, 60 Punkte) oder der Türkei (Platz 53, 50 Punkte). Dies ist für ein führendes westeuropäisches Industrieland inakzeptabel hoch. Spanien hingegen belegte mit 59 Punkten Platz 40. Damit erreicht das Land zwar immer noch nicht die Standards von Ländern wie Schweden (Platz 3, 89 Punkte) oder Deutschland (Platz 12, 78 Punkte) und kann sicherlich noch einiges verbessern, ist aber noch nicht auf das Niveau eines Entwicklungslandes herabgesunken.

Das 4:0 trifft Italien wegen der Demografie aus leicht abseitsverdächtiger Position

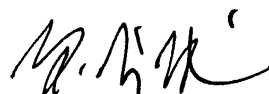
Auf den ersten Blick haben Spanien und Italien ähnliche demografische Probleme. Die Altersstruktur der Bevölkerung ist durch die starken Geburtenrückgänge seit den 70er Jahren des vergangenen Jahrhunderts geprägt. Die Geburtenrate (Kinder pro Frau) ist mit 1,47 (Spanien) und 1,41 (Italien) ähnlich schlecht und liegt unter dem europäischen Durchschnitt. Nur 25% der Bevölkerung sind in Spanien unter 25 Jahre alt; in Italien sind es 24%. Viele gut qualifizierte junge Menschen sind im Zuge der Eurokrise nach Nordeuropa abgewandert.

Beide Länder haben einen relativ hohen Ausländeranteil an der Bevölkerung. In Italien kommen die Einwanderer vor allem aus Südosteuropa und werden zumeist niedrigqualifiziert beschäftigt. Spanien zieht hingegen sehr verschiedenen Gruppen an. So ist das Land ein Anziehungspunkt für wohlhabende Rentner aus Nordeuropa. Dies verschlechtert zwar optisch die Altersstruktur. Andererseits belasten diese Personen nicht das Sozialsystem. Im Gegenteil sind sie für Geldtransfers aus dem Ausland verantwortlich. Darüber hinaus ist Spanien zum Anziehungspunkt für Arbeitsimmigration aus Südamerika geworden. Durch die Migranten liegt in Spanien die Geburtenrate oberhalb der Sterberate, in Italien hingegen sterben jährlich mehr Menschen, als dass es Geburten gibt.

Trotz ähnlicher Ausgangslage wirkt sich also das demografische Problem sehr unterschiedlich aus. Die Situation in Spanien ist unbefriedigend, wenn auch nicht wirklich dramatisch. In Italien hingegen hat sich ein Trend des Niedergangs herausgebildet, der dem Land langfristig noch sehr gefährlich werden kann.

Die Eurokrise ist noch nicht vorbei, vielleicht hat sie für Italien noch nicht einmal richtig angefangen. Spanien hat fürchterliche Jahre hinter sich, macht aber jetzt vieles besser als vor der Krise. Hier bieten sich meiner Ansicht nach vor allem Chancen. Italien versucht, sich irgendwie über die Zeit zu retten, ohne wirklich etwas zu ändern. Dies mag bei einem Fußballspiel manchmal funktionieren, in der Ökonomie aber nicht. Hier sind noch böse Überraschungen möglich. Welche Konsequenzen sich für Anleger ergeben, liegt auf der Hand.

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



Spanischer Immobilienmarkt: Zeit für „bargain hunting“?

Von Karl-Heinz Goedeckemeyer

Der spanische Immobilienmarkt kam als Folge der Finanzkrise im Jahr 2007 deutlich unter Druck. Aufgrund des anschließenden Konsolidierungs- und Reformschocks ist das Land im Jahr 2009 in eine schwere Rezession geraten. Mit seiner rasant steigenden Staatsverschuldung war Spanien in den vergangenen Jahren einer der Brennpunkte der europäischen Staatsschulden- und Finanzkrise. Dies äußerte sich auch in den Renditen spanischer Staatsanleihen, die zwischenzeitlich Risikoprämien gegenüber deutschen Bundesanleihen von über 600 Basispunkten verzeichneten. Aufgrund positiver Konjunkturdaten sind diese für Spanien in den letzten Monaten aber wieder deutlich zurückgegangen. Anleger gehen offenbar davon aus, dass es der spanischen Regierung bei einem wieder positiven Wirtschaftswachstum gelingen wird, die Staatsfinanzen auf einen nachhaltigen Pfad zu bringen. Obwohl einige Konjunkturindikatoren darauf hindeuten, dass die Rezession in diesem Jahr auslaufen könnte, dürften zumindest die Hauspreise wegen des Anpassungsschocks in der Wirtschaft im Schnitt noch weiter fallen, wenngleich auch mit nachlassender Dynamik. Dass die Konjunktur sogar ein stärkeres Tempo aufnimmt als vielen der meisten Eurozone-Mitgliedsstaaten, lässt nach der Schnellschätzung von Eurostat ablesen, der zufolge Spanien im dritten Quartal mit einem Anstieg von 0,1% (QoQ) die zweijährige Rezession wohl durchschritten hat. Nachdem die irische Regierung am 14. November mitgeteilt hat, dass man im Dezember 2013 aus dem internationalen Hilfsprogramm aussteigen will, soll auch das spanische Hilfsprogramm im Januar 2014 auslaufen.

Da im Zuge des Wertverfalls von Wohnimmobilien die Verschuldung der privaten Haushalte erheblich angestiegen ist, sind viele dieser Kredite notleidend geworden. Dies wiederum hat sich negativ in den Bilanzen der spanischen Banken niedergeschlagen. Laut der spanischen Zentralbank belief sich das Volumen notleidender Kredite im September 2013 auf knapp 188 Mrd. Euro, was wiederum einen Anteil am Gesamtportfolio von etwa 12,7 % entspricht. Zum Vergleich: Ende 2007 lag das Volumen der Non-Performing-Loans noch bei 16,3 Mrd. Euro. Gemäß der Zahlen der spanischen Verbriefungsgesellschaft AyT betrug der Anteil der rückständigen Kredite und Immobilienkredite im September zwischen 9,93 % bzw. 11,79 %. Bei einzelnen Banken wie der Banco CCM sind die „Non-Performing-Mortgages“ auf 35,4 % bzw. „Non-Performing-Loans“ sogar auf 43 % gestiegen.

Wenngleich lokale Banken (insbesondere die Sparkassen) sich mit der Idee anzufreunden beginnen, Non-Performance-Loans aus ihren Wohnportfolien zu veräußern, könnte sich dieser Prozess aufgrund der geringen Kapitalausstattung und Profitabilität verzögern. Bereits seit den Sommermonaten hat sich Spanien zu einem der bevorzugten Märkte für Distressed Investors entwickelt. Dieser Trend dürfte sich in 2014 weiter beschleunigen. Neben den Banken dürfte auch die Bad Bank SAREB zu den größten Playern auf den Immobilienmärkten in 2014 gehören. Um angeschlagene Finanzinstitute zu retten bzw. zu restrukturieren wurde es den Banken ermöglicht, wertgeminderte Aktiva auf diese zu übertragen. Die erforderlichen Mittel dazu hat das Land vom europäischen Rettungsschirm EFSF erhalten. Von den vom EFSF bereitgestellten Krediten in Höhe von 100 Mrd. Euro wurden bislang 41 Mrd. Euro abgerufen.

Immobilienmarktzyklus noch am Anfang

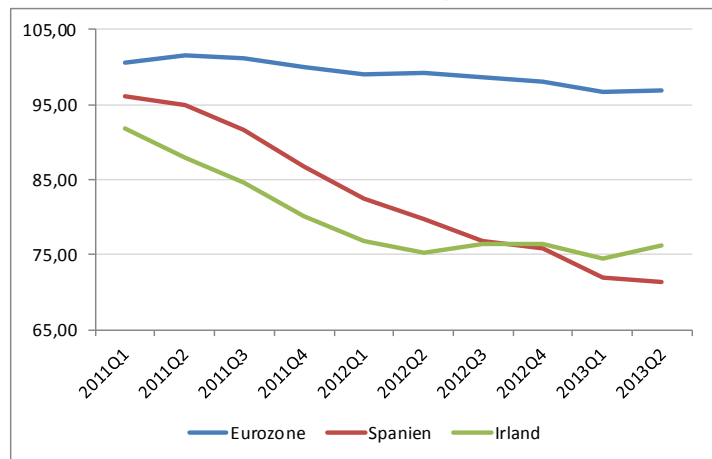
Bedingt durch die Nachwirkungen der Krise liegt Spanien im Immobilienmarktzyklus mit Blick auf andere in der Krise geratene Länder wie z. B. Irland noch etwa 12-24 Monate zurück. Neben dem Hauspreissegment

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

wurden auch der Büromarkt, der Einzelhandel und das Logistiksegment besonders hart von dem Abschwung getroffen. Seit sich in diesem Jahr das Ende der Rezession in Spanien abzeichnet, werden wieder vermehrt Investoren auf dem Gewerbeimmobiliensektor wahrgenommen. So sind im ersten Halbjahr 2013 2,8 Mrd. Euro in die südeuropäischen Märkte (Italien, Spanien, Portugal, Griechenland) geflossen, was einer Steigerung im Vergleich zum Vorjahreszeitraum um ein Drittel entspricht. Dass das Vertrauen insbesondere in den südeuropäischen Immobilienmärkten allmählich zurückkehrt, lässt sich an den grenzüberschreitenden Transaktionen im ersten Halbjahr ablesen. Demnach entfielen auf Investoren, die grenzüberschreitende Investments tätigen, annähernd 60 % (H1 2012: 40 %) der Transaktionen in Italien, Spanien und Irland, wobei Letztere mit 51 % bzw. 300 % die größten Anstiege vermelden konnten.

Abb. 1: Eurostat Immobilienpreisindex



Quelle: Eurostat

Auch die Tatsache, dass die Investments in Gewerbeimmobilien in Spanien im dritten Quartal 2013 um 149 % (YoY) auf 1,32 Mrd. Euro gestiegen sind, zeigt, dass ausländischen Investoren dem Markt wieder mehr Vertrauen schenken. In Spanien wurden 75% der getätigten Volumen durch ausländische Investoren wie z. B. aus Katar getätigt. Dieser Trend dürfte sich weiter fortsetzen, da Investoren zunehmend nach Kaufgelegenheiten in Randmärkten mit attraktiven Ertragspotenzialen und besseren Perspektiven suchen. In der nachfolgenden Analyse möchte ich herausstellen, welche Chancen der spanische Büro- und Einzelhandelsimmobilienmarkt sowie der Häusermarkt eröffnen und warum Investoren ihre Investitionsentscheidungen nicht auf die lange Bank schieben sollten. Denn insbesondere für Value-added-Investments könnte sich das Fenster in 2014 wieder schließen. Je nach Risikoaffinität kann dieser Einstieg auch selektiv erfolgen, solange keine deutliche Erholung insbesondere an den Arbeitsmärkten abzusehen ist.

Vor dem Hintergrund der wirtschaftlichen Problemstellungen ist davon auszugehen, dass die spanische Regierung die angelaufenen Strukturreformen weiter vorantreiben wird. Vor dem Hintergrund des sich aufhellenden Konjunkturmilieus sollte der Aufschwung im kommenden Jahr an Fahrt gewinnen. Es ist davon auszugehen, dass in Bezug auf die Immobilienmärkte die Preise die Talsohle nahezu erreicht haben. Damit internationaler Akteure ermutigt werden weitere Investitionen zu tätigen, bedarf es jedoch einer höheren Markttransparenz sowie einer stärkeren Annäherung bei den Preisvorstellungen seitens der Marktteilnehmer. Wenn diese Voraussetzungen erfüllt sind, dürften in einem ersten Schritt sich die Transaktionsvolumina erhöhen und in einem zweiten Schritt die Preise steigen.

Treiber des Marktes – sich herauskristallisierende Trends

Ungeachtet dessen, in welchem Tempo die Konjunkturerholung in den kommenden Jahren verlaufen wird, sollten Investoren, die Investments in den Immobilienmarkt beabsichtigen, ihren Blick noch auf andere Fakten richten. Auf einzelne dieser Faktoren soll im kommenden Absatz stärker eingegangen werden. Festzuhalten ist, dass die Kapitalwerte in der Krise schneller gefallen sind als die Mietwerte, sodass die Anleger von steigenden Renditen profitieren sollten. Da derzeit viele Objekte in Toplagen vorhanden sind, besteht die Möglich-

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

keit, diese in drei bis fünf Jahren zu veräußern, wenn die Immobilienpreise sich wieder deutlich erholt haben. Des Weiteren ist positiv hervorzuheben, dass sich die Bilanzbereinigung der Banken seit der Gründung der SAREB beschleunigt hat und dass zusehends Kreditportfolios und notleidende Assets, insbesondere Wohnobjekte, auf den Markt kommen.

Daneben hat Spanien für ausländische Investoren rechtlich günstige Rahmenbedingungen geschaffen. Das Gesetz enthält vielfältige Anreize – unter anderen auch die Erteilung von Aufenthaltsgenehmigungen bei Immobilieninvestitionen, die ein bestimmtes Volumen erreichen. Seit September 2013 haben auch Ausländer aus Nicht-EU-Staaten Anspruch auf eine zeitlich begrenzte Aufenthaltsgenehmigung in Spanien, wenn sie eine auf spanischem Staatsgebiet liegende Immobilie mit einem Mindestwert von 500.000 Euro erwerben. Ferner dürften die derzeit eingeleiteten Reformen (u.a. Ausgabensenkungen, Privatisierungen, Liberalisierung des Arbeitsmarktes) die Wettbewerbsfähigkeit des Landes gestärkt werden und mit der Restrukturierung der Banken auch das Vertrauen in den Finanzsektor zurückkehren.

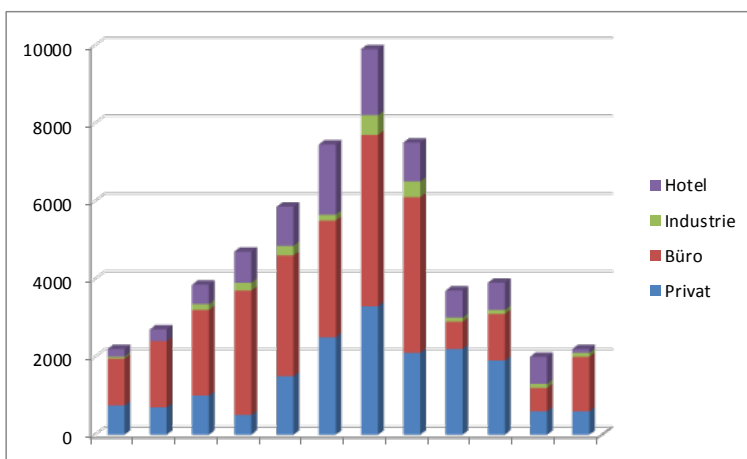
Daneben dürfte das umfangreiche Straßen- und Schienennetz, die Vielzahl der ausgebauten Flughäfen sowie das gut ausgebaute Kommunikationsnetz dazu beitragen, den Handel und Tourismus zu fördern, wenngleich die Verkehrsinfrastruktur in vielen Teilen des Landes am Bedarf vorbei geplant wurde. Festzuhalten ist ferner, dass Spaniens Wirtschaft weltweit den 14. Rang einnimmt und innerhalb der EU Platz 5. Zudem entspricht der Grad der öffentlichen Verschuldung (Q1 2013: 90% des BIP) in etwa dem Durchschnitt des Euroraums. In Bezug auf die ausländischen Direktinvestitionen rangiert Spanien auf den 7. Rang weltweit. In diesem Kontext ist darauf hinzuweisen, dass Spanien eine sehr qualifizierte Workforce hat, die in Branchen wie Maschinenbau, Telekommunikation, Medizin, Mode und Tourismus zur Weltspitze zählt.

Im Folgenden werden die einzelnen nach Nutzungsarten unterschiedenen Teilsegmente des Immobilienmarktes genauer analysiert.

1. Büromarkt: Spitzenmieten in den Metropolen deutlich eingebrochen

Der spanische Markt hat sich seit dem Ausbruch der Krise grundlegend verändert. So sind die Investments in den Nutzungsarten Büro, Einzelhandel, Hotel und Logistik von 10 Mrd. Euro im Jahr 2007 auf 2 Mrd. in 2012 eingebrochen sind, wie der untenstehenden Abbildung zu entnehmen ist.

Abb. 2: Investmentmarkt nach Sektoren



Quelle Savills

Gleichzeitig sind die Mieten seit dem Höchstniveau 2007 teilweise um bis zu 55 % zurückgegangen. So haben z. B. die Spitzenmieten sich in Madrid im ersten Halbjahr 2013 auf 280 EUR/m²/Jahr ermäßigt, was mit Blick auf das letzte Hoch im Boomjahr 2008 einem Rückgang von 42% entspricht. Im Durchschnitt haben sich die Büromieten bei 14 EUR/m²/Monat stabilisiert.

Die höchsten Mieten werden im südlichen Abschnitt der Castellana sowie im direkten Umfeld u.a. in der Calle Serrano sowie in

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

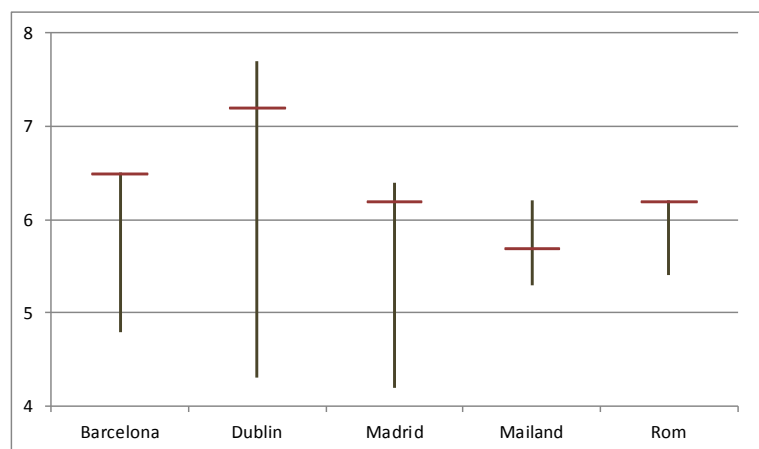
Azca erzielt, wohingegen in peripheren Lagen die höchsten Mieten werden entlang der Korridore A1 und A2 aufgerufen werden. Mit rund 60 % des Spitzenwertes aus dem Jahr 2007 liegen auch die Kapitalwerte von 4.700 Euro deutlich unter dem Rekordhoch. Derzeit sind in Madrid zehn Projekte in der Planung, die entweder im vierten Quartal 2013 oder im zweiten bzw. 4. Quartal 2014 fertiggestellt werden sollen. Die größte Neuentwicklung ist der „Parque Empresarial Foresta“ in Las Tablas mit dem neuen Headquarter von BBVA.

Negativ ist zu bewerten, dass sich der Leerstand zur Jahresmitte aufgrund spekulativer Neubauflächen und der Zunahme der von den Unternehmen nicht mehr benötigten Secondhand-Flächen weiter auf 12,2% erhöht hat. Hierfür ist vornehmlich der erneute Anstieg der Quote in den peripheren Lagen auf 18% verantwortlich gewesen. Im Vergleich dazu hat sich in den City- und Cityrandlagen der Angebotsüberhang im letzten Jahr weitgehend bei 6,4 % stabilisiert. Um das bislang noch geringe Transaktionsvolumen in Schwung zu bringen, müssen die Preiserwartungen von Käufern und Verkäufern stärker auf einer Linie sein. Während der Investmentmarkt bis zum 1. Quartal größtenteils von einheimischen Investoren dominiert wurde, ist deren Anteil aufgrund der hohen Nachfrage von Cross-Border-Investoren aus Europa sowie Nord- und Südamerika im dritten Quartal von 75 % auf 57 % gesunken.

Auch in Barcelona, wo die Spitzenmiete zur Jahresmitte ein Niveau von 202 EUR/m²/Jahr erreichte, summieren sich die Verluste seit Mitte 2008 nunmehr auf 38%. Während sich in Madrid im Q3 die Spitzenmieten stabilisierten, sanken diese in Barcelona um 1,4 % (QoQ). In diesem Kontext ist darauf hinzuweisen, dass der europäische Mietpreisindex im 3. Quartal - erstmalig in 2013 - ein Rückgang von 1,1 % aufwies. Aufgrund des starken Preisverfalls kann nicht überraschen, dass bestimmte Deals in den Central Business Districts (CBD) in Madrid und Barcelona inzwischen auf ein starkes Investoreninteresse stoßen. Zu den Bietern zählen Opportunity-Fonds, lateinamerikanische Investoren, inländische Investoren und sogar deutsche Fonds, die mit sehr unterschiedlichen Anlagestrategien um die äußerst wenigen verfügbaren Objekte konkurrieren. In Barcelona fand auch die größte Transaktion im ersten Halbjahr statt. Neben dem von dem Staatsfonds Qatar erworbenen Hotel Vela für 200 Mio. Euro kaufte der französische Versicherer Axa dreizehn Gebäude der Regionalregierung von Katalonien für 172 Mio. Euro. Daneben haben auch die Deka (Bürogebäude im CBD) und Union Investment (Hotel) seit längerer Zeit wieder erste Investments in Barcelona getätigt. Die Topstandorte in der City befinden sich in der Passeig de Gracia

zwischen Placa Catalunya und Avenida Diagonal sowie den westlichen Abschnitt der Avenida Diagonal zwischen Passeig de Gracia und Gran Vía Carlos III. Trotz der stark rückläufigen Bautätigkeit erklomm die Leerstandsquote in den letzten Quartalen ein neues Allzeithoch von 15,7%, wobei anzumerken ist, dass sich der Leerstand in den Toplagen auf 7 % beläuft. Ähnlich wie in Madrid mangelt es auch in Barcelona an zu aktuellen Marktpreisen vermieteten bzw. adäquat bepreisten Gebäuden. Im Gegensatz zur Hauptstadt stehen in Barcelona nur sechs Projekte in der Planung, die in den nächsten drei Quartalen fertiggestellt werden sollen. Die größte Neuentwicklung ist das Torre Caixa Catalunya mit über 10.000 m². Mit Blick auf die Höchst- und Tiefststände bei

Abb.3: Renditen in %: 1a Büros Peripherie, Variation von Höchst- und Tiefststand sowie aktueller Wert



Quelle: Feri Euro-Rating

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

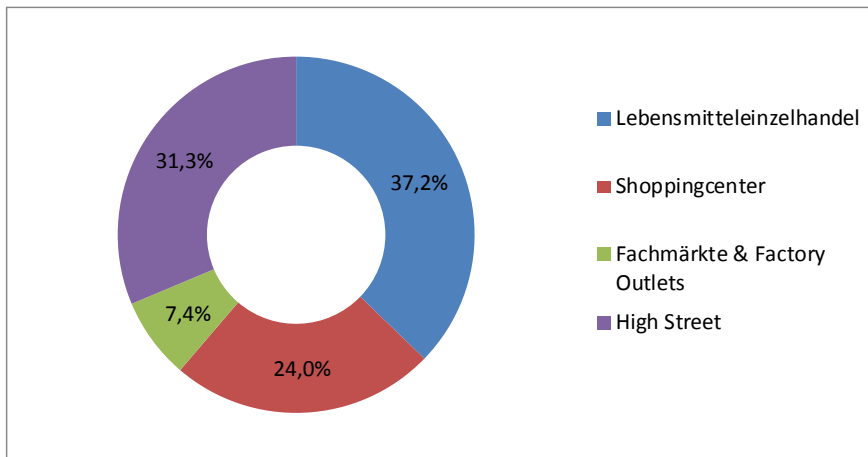
den Spitzenmieten (Zeitraum 2007 – Q3 2013) bieten die Städte Barcelona und Madrid ein weitaus höheres Potenzial als z. B. Mailand oder Rom, wie der nebenstehenden Abbildung zu entnehmen ist.

Festzuhalten ist, dass es am spanischen Büroimmobilienmarkt eine starke Kluft zwischen den Großstädten (z. B. Madrid und Barcelona) und den anderen Prime und Non-Prime-Regionen gibt. Positiv ist, dass sich die Core-Märkte Madrid und Barcelona zu stabilisieren beginnen. Daneben scheint sich auch in Bilbao und an der Ostküste eine leichte Erholung anzudeuten. Diese Märkte/Regionen sollten ausländische Käufer zunächst adressieren. Außerhalb der beiden Großstädte sind bislang nur wenige Transaktionen zustande gekommen.

2. Einzelhandel: Der Markt bewegt sich wieder

Spanien ist mit einem Flächenbestand von 51,8 Mio. m² der fünftgrößte Einzelhandelsimmobilienmarkt in Europa. Landesweit gibt es in Spanien 535 Shoppingcenter. Während auf Shoppingcenter und moderne Retail Parks 15,9 Mio. m² (31%) entfallen, beläuft sich der Anteil des Lebensmitteleinzelhandels auf etwa 37% des Flächenbestandes (s. Abb. 4). Da der große Boom bei den Shoppingcentern im Zeitraum 2001 bis 2006 statt-

Abb. 4: Struktur des Einzelhandelsflächenbestandes



Quellen: IVG Research nach Caixa, JLL, Savills, AECC

find, ist der Bestand noch vergleichsweise jung. Während dieser Zeit erhöhte sich der Shoppingcenter-Bestand (inkl. Retail Parks) jährlich auf fast 1 Mio. m². In den darauffolgenden Jahren bis 2012 verringerte sich das durchschnittliche Neubauvolumen um 44% auf 554.000 m² p.a. Rund 31 % der gesamten Fläche entfallen auf die Innenstädte Spaniens.

Die Attraktivität der Innenstädte spiegelt sich auch in ihrer Mietentwicklung wider. Während die Spitzenmieten in Madrid seit dem Jahr 2001 um den Faktor 1,15 auf 240 EUR/m² jährlich stiegen, kletterten diese in Barcelona sogar um den Faktor 1,41 auf 265 EUR/m². Im Gegensatz zu den Nebenlagen konnten sich die Spitzenmieten der 1A-Lagen - insbesondere in den Luxuslagen - auf ihrem hohen Niveau behaupten. Bei den Shoppingcentern ist indes eine andere Entwicklung zu verzeichnen. Während die Spitzenmieten bis 2007 kontinuierlich anstiegen, gaben diese seit Ausbruch der Krise stetig nach. So sanken die Mieten (Stand: Q1 2013) in diesem Segment in Madrid seit 2007 um 23% und in Barcelona um 17% auf 1.044 EUR/m² pro Jahr, was sich mit dem Anstieg der Leerstandsquote auf 9% der gesamten Shoppingcenter-Fläche begründen lässt. Insgesamt beläuft sich der Leerstand landesweit bei Einzelhandelsimmobilien bei etwa 13 %.

Nachdem die Bautätigkeit krisenbedingt zwischen 2009 und 2011 stark zurückgegangen ist, kamen 2012 wieder mehr Projekte neu auf den Markt (u.a. Gran Plaza 2 in Madrid, Puerto Venecia in Zaragoza, Rio Shopping in Valladolid). Da im laufenden Jahr das Volumen wegen der geringen Nachfrage und der Knappheit an Finanzierungen wieder deutlich rückläufig ist, waren im Herbst 2013 nur 290.000 m² in Bau. Von den zehn größten Einkaufszentren des Landes befindet sich die Hälfte im Großraum Madrid. Die Hauptstadt verfügt zusammen mit Barcelona und den baskischen Städten Vitoria-Gasteiz und Bilbao über die landesweit höchste einzelhandelsrelevante Kaufkraft unter allen Städten mit mindestens 200.000 Einwohnern.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Angesichts der strukturellen Probleme der spanischen Volkswirtschaft haben sich in den vergangenen Jahren nur wenige ausländische Investoren nach Spanien gewagt. Diese konzentrierten sich vorwiegend große regionale Shoppingcenter. Bei Anlegern sehr gefragt, aber kaum verfügbar sind High-Street-Objekte in 1A-Lage. Deren Spitzenanfangsrenditen liegen - ungeachtet der Krise - mit 4,85% nur 60 Basispunkte über ihrem Rekordtief. Da im Shoppingcenter-Segment nur Spitzenanfangsrenditen von 6,5% geboten werden, kamen in den letzten 18 Monaten kaum nennenswerte Transaktionen zustande. Festzuhalten ist, dass sich die Miet- und Preisschere von sehr guten und durchschnittlichen Retail-Objekten immer weiter auseinanderdriftet. Dagegen dürften sich die Spitzenmieten für Prime-Objekte auch weiterhin stabil entwickeln und im Zuge einer konjunkturellen Erholung weiter ansteigen. Ganz anders in den Nebenlagen: Da der Leerstand weiter zunehmen dürfte, werden die Mieten- und Immobilienwerte weiter sinken. Mit Blick auf die Retail Parks bietet es sich an insbesondere in Fachmarktzentren zu investieren, die die Wirtschaftskrise gut überstanden haben.

Ausblickend ist davon auszugehen, dass im Zuge der wirtschaftlichen Erholung mehr ausländisches Kapital – hier vor allem aus dem außereuropäischen Ausland - in die südeuropäischen Märkte fließen wird, worauf auch die Kapitalströme im dritten Quartal hindeuten. Demnach erhöhten sich die Investments in Italien und Spanien in diesem Zeitraum um 128 % bzw. 472 %. (QoQ). Weil sich noch immer viele Objekte im Eigentum der Banken oder ausländischer Investoren aus Boomzeiten befinden und diese erpicht sind, diese zu veräußern, könnten sich opportunistische Anleger ermutigt fühlen, diesen Einstiegszeitpunkt für sich zu nutzen.

Abb. 5 Shoppingcenter-Strukturen im europaweiten Vergleich (Stand Oktober 2013)

	Bestand *) Tm ²	Wachstum 2007-12 in % p.a.	Besatz pro 1000 Einw. m ²	Fläche nach Klassen (%)			Fläche nach Alter (%)		
				5.000 bis 15.000 m ²	15.000 bis 40.000 m ²	über 40.000 m ²	vor 1990	1990er	ab 2000
Deutschland	11.400	3,8	139	19	50	30	24	35	41
Frankreich	15.028	1,9	230	19	52	28	65	15	20
Großbritannien	17.604	2,2	281	23	41	36	52	21	28
Italien	13.724	4,1	226	26	55	19	11	32	58
Niederlande	5.681	1,5	340	48	33	19	60	13	27
Polen	7.944	7,9	208	16	50	34	1	22	77
Schweden	4.616	3,1	488	31	39	30	56	31	55
Spanien	12.340	3,2	266	19	37	43	14	31	55
Durchschnitt									
17 Länder	6.230	3,4	231	23	46	31	44	22	34

Quellen: PMA, Dekabank; *) = Bruttomietflächen

3. Wohnimmobilien: Die Fiesta ist vorbei

Vor der Krise erlebte Spanien einen beispiellosen Bauboom. Seit Januar 2001 waren die Immobilienpreise um 144% bis zum Hoch im Dezember 2007 angestiegen. Da die Regierung die Branche über Steuererleichterungen förderte und die Banken bereitwillig Kredite vergaben, entstanden fast überall Neubaugebiete. Als die Blase vor fünf Jahren platzte, setzte sich eine Kettenreaktion in Gang: Tausende verloren ihren Job und alsbald auch die auf Pump gekaufte Wohnung, Makler und Projektentwickler gingen pleite. Seitdem wurden rund 400.000 Zwangsräumungen in Spanien angeordnet. Es gibt differierende Zahlen darüber, wie viele Wohnungen leer stehen. Je nach Quelle sollen rund eine Million oder wie „El Pais“ im April vermeldete - und sich dabei auf Zahlen des Statistikamtes INE bezieht - sogar 3,4 Mio. Wohnungen leer stehen.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Abb 6: Preistrends Wohnimmobilien

Wohnimmobilien Spanien: Regionale Preisentwicklungen	Index	% Veränderung zum		
		Vorquartal	Jahresbeginn	Vorjahr
Andalucía	81,4	-2,2	-6,7	-10,1
Aragón	64	-2,3	-12,5	-15,1
Asturias, Principado de	74,5	-1,7	-10,9	-13,6
Balears, Islas	76	-1,3	-7,9	-9,6
Canarias	75,7	-4,5	-9	-12
Cantabria	66,2	-2,6	-7,6	-10,5
Castilla y León	74	-3,6	-11,2	-14,9
Castilla-La Mancha	71,5	-3,9	-13,8	-17,7
Cataluña	58,9	-3,7	-11,5	-15,1
Comunitat Valenciana	75,2	-2,3	-4,2	-9,4
Extremadura	81,6	-6,2	-14,7	-18,3
Galicia	78,7	-2,3	-8,8	-12,6
Madrid, Comunidad de	62,7	-3,3	-11,4	-16,1
Murcia, Región de	75,7	-5,6	-14,6	-18,4
Navarra, Comunidad Foral de	62,1	-4,3	-12,6	-12,1
País Vasco	70,6	4	-3,1	-4,5
Rioja, La	62,9	-0,9	-9,8	-14,9

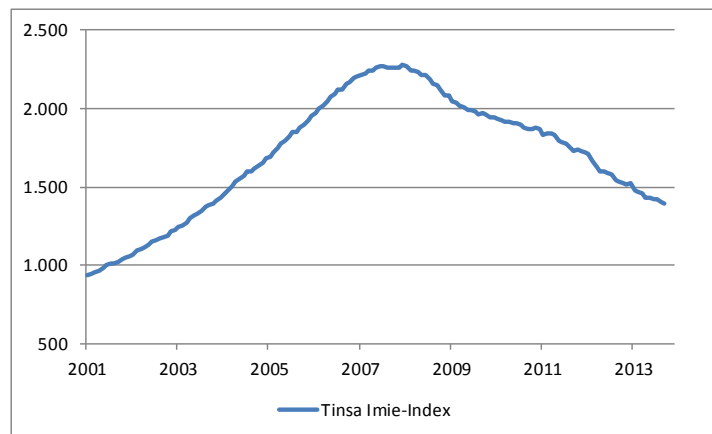
Quelle: New housing Index by Autonomous Community (INE)

Gemäß Eurostat ist der Hauspreisindex (HPI) in Spanien (2010= 100) vom 1. Quartal 2011 auf das 2.Quartal 2013 von 96,10 auf 71,33 gefallen, was einem Rückgang von fast 30 % entspricht. Im Vergleich dazu hat sich der HPI-Index in der Eurozone von 100,01 auf 97,51 ermäßigt. Die Hauspreisindizes beschreiben die Preisentwicklungen aller von Haushalten erworbenen Wohnimmobilien (Wohnungen, Einfamilienhäuser, Reihenhäuser, usw.), sowohl Neu- als auch Altbauten.

Allein in den ersten beiden Quartalen 2013 sind die Hauspreise laut Eurostat im Vergleich zum Vorjahr um 12,8 % bzw. 10,6 % gefallen, wobei die Preisverfall je nach Region unterschiedlich ausgeprägt ist (s. Abb. 6). Diese Entwicklung hat sich auch im Oktober fortgesetzt, wo die Preise laut dem Statistikamt in Navarra, Madrid und Murcia weiter gefallen, während sie in den Regionen Galicien und Katalonien leicht gestiegen sind.

Auf einen deutlich stärkeren Einbruch deuten die Zahlen der Immobilienbewertungsgesellschaft Tinsa (Tasaciones Inmobiliarias) hin. Denen zufolge sanken die landesweiten Immobilienpreise in Spanien im Oktober 2013 nochmals um 8,5 zum Vorjahresmonat. Seit dem Hoch im Dezember 2007 brachen die Preise für spanische Wohnimmobilien um 39 % ein (Abb. 6). Wie Tinsa in ihrem monatlich erscheinenden Immobilienmarktbericht sanken in den spanischen Großstädten und der Hauptstadt die Preise im Oktober um -11,3%, während sich auf den Balearen und den Kanaren die Preise nur um 2,4% zum Vorjahresmonat ermäßigten.

Abb.7: Tinsa Immobilienpreisindex



Quelle: Tinsa

Dennoch könnte der Boden bald erreicht sein, worauf die Hausverkäufe im Grundbuch hindeuten. Denen zufolge wurden im September nur 21.920 Häuser verkauft, was einem Rückgang von lediglich 6 % auf annualisierter Basis entspricht und damit die geringste Anzahl von Verkäufen seit dem Ausbruch der Krise. Somit besteht die Chance, dass im kommenden Jahr der die durchschnittlichen Hauspreise nicht weiter fallen werden, zumal in einigen Segmenten die Preise bereits gedreht haben. Ferner deuten auch zwei Indikatoren auf einen baldigen Wendepunkt hin: Zum einen sind spanische Wohnimmobilien nach dem Preis-Miet-Verhältnis, einem Indikator, der eine Über- oder Unterbewertung anzeigt, im Schnitt nur noch leicht überbewertet. Da im zweiten Halbjahr mit einem weiteren Rückgang zu rechnen ist, dürfte sich die Überbewer-

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

tung bis zum Jahresende 2013 abgebaut haben. Zum anderen ist die Anzahl der Ausländer (Schnäppchenjäger), die sich in Spanien niedergelassen haben in den letzten drei Jahren sprunghaft angestiegen.

Risiken für Investments in spanische Immobilien

Das größte Risiko für die spanische Volkswirtschaft besteht darin, dass sich die Kreditqualität im Bankensystem als noch schlechter entpuppt als bislang angenommen oder weiter verschlechtert. Insbesondere könnten eine unverändert hohe Arbeitslosigkeit und ein fortgesetzter Rückgang der Immobilienpreise die Zahlungsfähigkeit privater Schuldner beeinträchtigen. Unerwartete Verluste im Bankensystem und/oder schlechtere Kreditbedingungen könnten die wirtschaftliche Erholung behindern und zusätzliche fiskalische Belastungen für den spanischen Staat mit sich bringen. Da der Internationale Währungsfonds davon ausgeht, dass die Arbeitslosigkeit in Spanien nicht vor 2018 unter 25 % sinken wird, ist anzunehmen, dass der Gipfel bei den notleidenden Krediten noch nicht erreicht ist.

Karl-Heinz Goedeckemeyer ist unabhängiger Finanzanalyst (CREA) & Wirtschaftspublizist in Frankfurt/Main. Seit knapp sieben Jahren analysiert er börsennotierte Immobilienunternehmen sowie Immobilienmärkte insbesondere im deutschsprachigen Raum. Zuvor hat er mehrere Jahre als Aktienanalyst europäische und US-amerikanische Banken verfolgt und an Publikationen und Produkten zum Kapitalmarktresearch mitgewirkt.

Kontaktdaten: Email: kgoedeckem@aol.com, Adr.: 60433 Frankfurt; Bonameser Str 15; Tel: 069-281510

Wandlungskünstler Teil 2: IBM und Schneider Electric

Von Karl-Heinz Thielmann

„Langfristig ist alles ein Toaster“ („In the long run, everything is a toaster.“) hat einmal Bruce Greenwald geschrieben. Er wollte damit ausdrücken, dass die selbst die kompliziertesten technischen Erfindungen irgendwann einmal zu simplen und leicht zu kopierenden Handelswaren werden. Der Technologiewandel stellt eine permanente Gefahr für jedes Unternehmen dar, dessen Marktposition auf einem technischen Vorsprung beruht. Dieser Beitrag ist die Fortsetzung eines Artikels aus der vorherigen Ausgabe von „Mit ruhiger Hand“. Langjährig aktive und erfolgreiche Unternehmen werden analysiert, bei denen Innovationen die bisherigen Geschäftsmodelle zwischenzeitlich infrage gestellt hatten. Dabei wird untersucht, wie diese Firmen auf neue Entwicklungen reagierten und nicht nur ihr Überleben sicherten, sondern auch zeigten, wie man sich unter veränderten Rahmenbedingungen durchsetzen kann.

IBM			
Website:	www.ibm.com/investor/?lnk=ftif	Kurs 29.11.2013: \$179,68	Börsenwert (Mrd.€): 143,2
Hauptbörse:	NYSE	Land: USA WKN: 851399	ISIN: US4592001014

Die Geschichte von IBM geht auf das Jahr 1886 zurück, als der Erfinder Herman Hollerith die Tabulating Machine Company gründete, um die von ihm entwickelten und patentierten Rechenmaschinen zu verkaufen. Der Durchbruch kam für ihn, als diese Maschinen bei der US-Volkszählung 1890 eingesetzt wurden und gegenüber der vorherigen Auswertung dramatische Einsparungen an Zeit und Kosten ermöglichten.

1911 fusionierte diese Gesellschaft mit der International Time Recording Company, die Zeiterfassungssysteme für Arbeitnehmer entwickelt hatte, und der Computing Scale Company zu der Computing Tabulating Recording Company (CTR). Gleichzeitig setzte eine internationale Expansion nach Kanada, Europa und Südamerika ein, als deren Konsequenz 1924 der umständliche Konzernname fallen gelassen und durch International Business Machines (IBM) ersetzt wurde.

1914 wurde Thomas J. Watson Sr. General Manager und ein Jahr später Präsident. Er entwickelte sich zur prägenden Unternehmerpersönlichkeit, welche die Firmenphilosophie und den Aufstieg von IBM wesentlich bestimmte. Er war hauptsächlich dafür verantwortlich, dass IBM in den nächsten Jahren eine herausragende Rolle sowohl bei der geschäftlichen Expansion, der Einführung von Innovationen wie auch von sozialen Errungenschaften spielte. 1935 beispielsweise wurde mit Einführung der ersten kommerziell erfolgreichen elektrischen Schreibmaschine Electromatic die Marktführerschaft in diesem Segment etabliert. Im gleichen Jahr startete IBM das erste „Frauenförderprogramm“, mit dem speziell Frauen für Führungsrollen im Geschäftsleben vorbereitet wurden. 1943 übernahm eine Frau einen Vizepräsidentenposten und wurde damit eine der ersten Topmanagerin der USA. Ab 1936 wurden IBM-Rechenmaschinen für die erfolgreiche Einführung des Sozialversicherungssystems in den USA eingesetzt, das die gleichzeitige Erfassung der Daten von ca. 30 Mio. Arbeitnehmern und Arbeitgebern erforderte; zum damaligen Zeitpunkt eine enorme Leistung.

Das Ende des Zweiten Weltkrieges 1945 gab bei IBM den Startschuss zu einer forcierten Internationalisierung des Geschäfts. Gleichzeitig wurde das Watson Scientific Computing Laboratory an der Columbia University gegründet. Es war das erste IBM-Labor, das sich vollkommen der reinen Forschung widmete. 1946 wurde mit

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

dem 603 Electronic Multiplier das erste Produkt auf den Markt gebracht, das elektronische Schaltelemente verwendete.

In den 50er Jahren wurde IBM zur führenden Technologiefirma der Welt. Ausschlaggebend hierfür waren nicht nur die innovativen Produkte, sondern auch eine starke Kundenorientierung sowie die Einführung moderner Managementtechniken. 1961 wurde mit dem Modell Selectric die Kugelkopfschreibmaschine vorgestellt und damit über die kommenden Jahrzehnte ein Industriestandard definiert. Wenige Jahre später wurde mit dem System /360 der Mainframe-Computer eingeführt und die führende Position in der Datenverarbeitung weiter gefestigt.

Anfang der 80er Jahre war IBM auf dem Höhepunkt angekommen und vermittelte das Bild eines sowohl in kommerzieller wie auch in sozialer Hinsicht vorbildlichen Konzerns. 1981 wurde der erste IBM-Personal Computer 5150 vorgestellt, womit das Unternehmen für den nächsten Innovationsschub durch die Personalisierung der Datenverarbeitung gut gerüstet schien. Doch diesmal änderte sich der Markt schneller als vom Management erwartet: Das Kerngeschäft mit Großrechnern kam zunehmend unter Druck, im PC-Segment entstanden neue Wettbewerber, die besser die Kundenbedürfnisse erfassten und effizienter produzieren konnten. Gegen Ende des Jahrzehnts geriet IBM immer mehr ins Hintertreffen, der Aktienkurs stürzte ab.

Zu Beginn der 90er Jahre erschien IBM wie ein Industrie-Dinosaurier, dessen baldiger Niedergang bevorsteht. 1990 wurde die Herstellung vom Traditionsprodukt Schreibmaschine eingestellt. Das Management entschloss sich weiterhin zu einem grundsätzlichen Überdenken der Strategie und richtete den Konzern im kommenden Jahrzehnt neu aus. Vier Gesichtspunkte spielten dabei eine besondere Rolle:

- Fokus auf IT-Integration: Es reichte nicht mehr nur innovativ zu sein, man musste auch neue Ideen beim Kunden in praktische Anwendungen umsetzen können. Insofern gab es eine gewisse „Entspezialisierung“ hin zu einem ganzheitlichen Ansatz.
- Fokus auf Service: Hardware wurde immer mehr zur margenschwachen Massenware, während Kunden zunehmend nach intelligenten Dienstleistungen fragten. Dieser Fokus erforderte ein komplettes Umdrehen des bisherigen Geschäftsansatzes: Während früher vorwiegend Geräte verkauft wurden und Service nur Verkaufsunterstützung war, wurde jetzt Service das Hauptprodukt, die Geräte hingegen nur noch ein Zusatzangebot.
- Fokus auf die Verbindung von Infrastruktur und Peripheriegeräten: IBM setzte entgegen dem damaligen Markttrend darauf, dass der unabhängige PC nur ein Zwischenschritt in der IT-Evolution war. Während früher die Verbindung zwischen Arbeitsstationen und Zentralrechner bestand, wurde vorhergesehen, dass heute Großserver über das Internet mit Peripheriegeräten wie Smartphones etc. verknüpft werden. IBM hatte sich daher speziell in drei Segmenten positioniert: Server, Middleware Software sowie Hochleistungs-Komponenten für Peripheriegeräte.
- Fokus auf offene Plattformen: Software wurde und wird teilweise umsonst auf offenen Plattformen angeboten, um ihre Akzeptanz zu erhöhen und sie möglicherweise als Industriestandard zu etablieren.

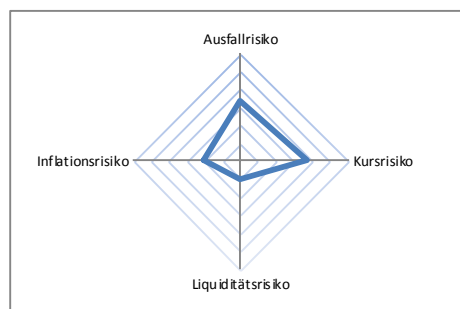
Konsequenterweise wurde das PC-Geschäft 2004 an den taiwanesischen Konzern Lenovo verkauft. Nach wie vor führend hingegen ist IBM beim Bau von sogenannten Supercomputern – superschnellen Hochleistungsrechnern.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

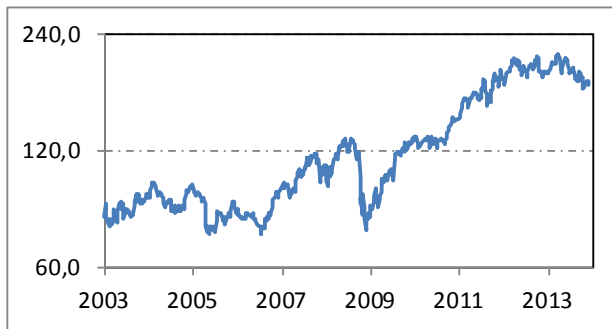
In den vergangenen Monaten ist die Aktie von IBM stark unter Druck gekommen, weil die Gesellschaft beim Umsatz kaum noch Zuwachs verbuchen konnte. Hierfür war vor allem das Hardware-Geschäft verantwortlich, während sich die Software-Verkäufe gut entwickelten. Profitabilität und freier Cashflow konnten aber weiter gesteigert werden, die Gesellschaft hat deswegen auch ihr Aktienrückkaufprogramm erhöht. Gegenwärtig erscheint die Aktie als typischer Value-Wert: Die Aktie hat eine niedrige Bewertung, weil der Markt von einem Technologieunternehmen vor allem Volumenwachstum erwartet. Nicht honoriert wird gegenwärtig, dass sich IBM auf profitable Segmente konzentriert anstatt modischen Markttrends hinterherzulaufen. Daher kann die aktuelle Schwäche als Kaufgelegenheit für langfristig orientierte Anleger gewertet werden.

Gewinnänd. bis 2015e Ø p.a.		10%
Bewertungskennziffern		
KGV	KGV	KBV
2013e	2014e	aktuell
10,6	10,0	9,8
Divrend.	Divrend.	Unt.wert
2013e	2014e	zu Umsatz
2,0%	2,2%	2,3

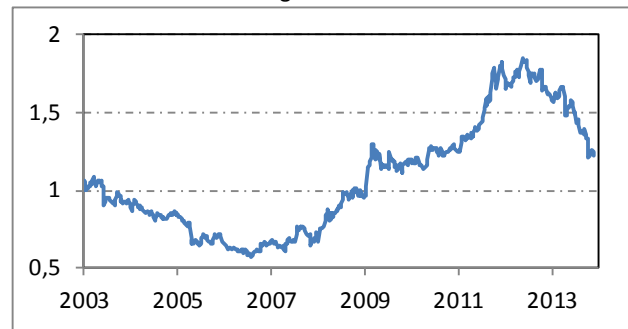


Nachhaltigkeit: gut	
Risikokennziffern	
Ausfallrisiko	Liquiditätsrisiko
3,3	1,0
Kursrisiko	Inflationsrisiko
3,7	2,0

Langfristige Kursentwicklung (US\$):



Kursentwicklung relativ zu Aktien Global:



Anmerkung: Die Angaben für die erwartete Gewinnänderung und die Bewertungskennziffern basieren auf eigenen Prognosen. Vergleichsindex für die relative Kursentwicklung ist der STOXX® Global 1800.

Insofern sehen wir die Aktie von IBM für chancenorientierte und für risikobewusste Anleger als Basisinvestment (2%-4% Portfoliogewicht) als geeignet an.

Empfehlungshistorie: Die Aktie von IBM wurde bereits in „Mit ruhiger Hand“ Nr. 5 vom 3.9.2012 zu einem Kurs von \$194,85 für chancenorientierte und für risikobewusste Anleger empfohlen.

Schneider Electric			
Website:	www.schneider-electric.com	Kurs 29.11.2013: 62,31 €	Börsenwert (Mrd.€): 34,9
Hauptbörse:	Euronext	Land: Frankreich	WKN: 860180
			ISIN: FR0000121972

Das Unternehmen geht auf die Brüder Adolphe und Eugène Schneider zurück, die im Jahr 1836 in Le Creusot, Frankreich, ein Stahlwerk aufbauten. Im Laufe der Jahre expandierte das Unternehmen in weitere Bereiche der Schwerindustrie und spielte eine Schlüsselrolle beim Aufstieg Frankreichs als Industrienation. Zentral dabei war der leitende Ingenieur François Bourdon, dem zahlreiche Erfindungen und Verbesserungen in der Produktionstechnologie gelangen. Der Aufstieg wurde jäh gebremst, als 1870 Arbeitskonflikte eskalierten und

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

mit dem deutsch-französischen Krieg das Kaiserreich zerbrach. Eugène Schneiders Sohn Henri übernahm die Leitung und setzte zwei entscheidende Veränderungen um: Es gab erhebliche Verbesserungen für die Arbeiter durch kürzere Arbeitszeiten und die Firma organisierte Sozialleistungen. Weiterhin stieg er massiv in das Rüstungsgeschäft ein. Dabei war Scheider so erfolgreich, dass binnen weniger Jahre die weltweiten Exporte die Lieferungen an die französische Armee deutlich übertrafen.

1891 erfolgte ein weiterer entscheidender Schritt: Schneider stieg in den gerade neu entstehenden Elektrizitätsmarkt ein und stellte von da an Transformatoren, Generatoren und Elektromotoren her. Als Waffenproduzent profitierte Schneider zunächst auch vom Ersten Weltkrieg. Nach dem Kriegsende wurden billig Firmen in Deutschland und Osteuropa erworben und die Expansion vor allem in Europa vorangetrieben. Mit der Weltwirtschaftskrise, die Schneider als Industrieunternehmen besonders traf, wendete sich das Blatt. Zudem verschlechterte sich das politische Umfeld durch nationalistische Bewegungen im Ausland, die einen Rückzug auf heimische Aktivitäten erzwangen, sowie durch Verstaatlichungen der französischen Regierung 1937. Der Zweite Weltkrieg zerstörte zudem weite Teile der Produktionsanlagen.

Die 50er Jahre schienen zunächst gut für Schneider zu laufen. Das Unternehmen wurde als Holding organisiert. Das Konglomerat war in vielen Bereichen der französischen Wirtschaft aktiv und konnte stark vom Wiederaufbau profitieren. Das Rüstungsgeschäft wurde nach und nach aufgegeben. Dennoch stellte sich im Laufe der Jahre heraus, dass das Unternehmen zu stark auf alte Industrien konzentriert war, die zunehmend mit Strukturproblemen zu kämpfen hatten. Zudem fehlte der strategische Fokus, die Rentabilität war ungenügend. Echte Innovationen, die den Erfolg von Schneider in den ersten 100 Jahren der Firmengeschichte vorangetrieben hatten, wurden Mangelware. 1969 erlangte Baron Edouard-Jean Empain die Kontrolle über das Firmenkonglomerat, verschlimmerte aber durch eine missglückte Diversifikationsstrategie die Lage weiter. Anfang der 80er Jahre stand Scheider kurz vor dem Ruin.

1981 übernahm Didier Pineau-Valencienne die Firmenleitung und fing an, radikal aufzuräumen. Er trennte sich von allen Aktivitäten außerhalb der Elektrotechnik. Insbesondere der Rückzug aus den Traditionsbereichen Stahl und Schiffbau erwies sich als politisch schwierig, musste aber vollzogen werden, um das Überleben zu sichern. Danach forcierte er das Zusammengehen mit den französischen Elektrokonzernen Merlin Gerin (1987) und Telemecanique (1988). Darüber hinaus übernahm er das US-Unternehmen Square D (1991). Hierdurch wurde ein im internationalen Maßstab wettbewerbsfähiger Konzern geschaffen, der in den darauffolgenden Jahren durch weitere Akquisitionen noch ausgebaut wurde. Die jüngste Erweiterung war vor einigen Wochen der Kauf des Automatisierungsspezialisten Invensys.

Inzwischen bezeichnet Schneider „Energiemanagement“ als Geschäftsschwerpunkt, womit sich das Unternehmen konsequenter als Wettbewerber auf die Wachstumssegmente im Markt für Elektrotechnik ausgerichtet hat. Hierbei werden bevorzugt attraktive Marktnischen besetzt, 90% der Umsätze stammen inzwischen aus Segmenten, bei den Schneider einer der Marktführer ist. Eine besondere Rolle spielt Nachhaltigkeit, nicht zuletzt, weil das Unternehmen sich im Energie-Bereich mit Produkten eindeutig positioniert hat, die zu einer effizienten Nutzung natürlicher Ressourcen beitragen.

Insbesondere drei Prioritäten hat das Management für die weitere Expansion gesetzt: 1) Wachstum in Schwellenländern; 2) Angebote zur Verbesserung der Energieeffizienz; sowie 3) „Smart Grids“. Eine Vielzahl von Produkten wird angeboten, die alle Stufen von der Energieerzeugung über die Distribution bis hin zum Endverbraucher abdecken. Kundengruppen sind Energieerzeuger (24% der Umsätze), die Industrie (22%),

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

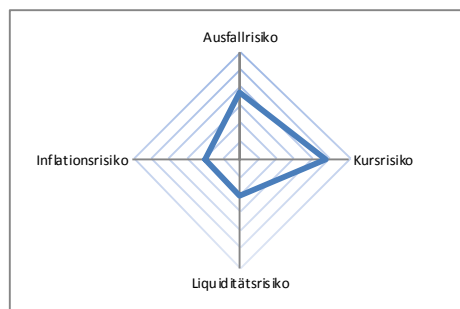
Rechenzentren (16%), gewerblich genutzte Immobilien (29%) sowie Wohngebäude (9%). Ebenfalls sehr breit gestreut ist die regionale Präsenz mit einer Umsatzaufteilung von Westeuropa (30%); Nordamerika (25%), pazifisches Asien (27%) und die übrige Welt (18%).

Schlüssel zur Wiedergeburt von Schneider als führendes Industrieunternehmen war der Entschluss, sich radikal von den alten Traditionsgeschäftsfeldern Schiffbau und Stahl zu trennen. Im Gegenzug wurde das Geschäftsfeld Elektrotechnik, in dem eine Kernkompetenz bestand, sukzessive immer weiter verstärkt.

Besonders deutlich zeigt sich bei Schneider der Einfluss von Managementqualität. Während das Unternehmen in seinen Anfangsjahren sowie in der jüngeren Vergangenheit durch dynamische Unternehmerpersönlichkeiten wie Henri Schneider oder Didier Pineau-Valencienne vorangebracht wurde, waren insbesondere die 60er und 70er Jahre von Managern geprägt, die vor allem den Erfolg der Vergangenheit verwalteten und abkassieren wollten.

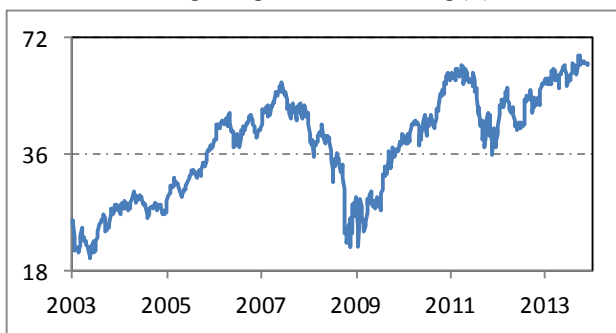
2013 konnte sich Schneider Electric in Hinblick auf die Umsätze nicht verbessern. Die Eurokrise und eine Verschlechterung in Asien wirkten sich insbesondere im 3. Quartal bremsend aus. Trotzdem konnte die Rentabilität weiter gesteigert werden. Zuletzt betrug der freie Cashflow 108% des Nettogewinns.

Gewinnänd. bis 2015e $\bar{\varnothing}$ p.a.		7%
Bewertungskennziffern		
KGV	KGV	KBV
2013e	2014e	aktuell
15,7	14,0	2,1
Divrend.	Divrend.	Unt.wert
2013e	2014e	zu Umsatz
3,0%	3,3%	2,3

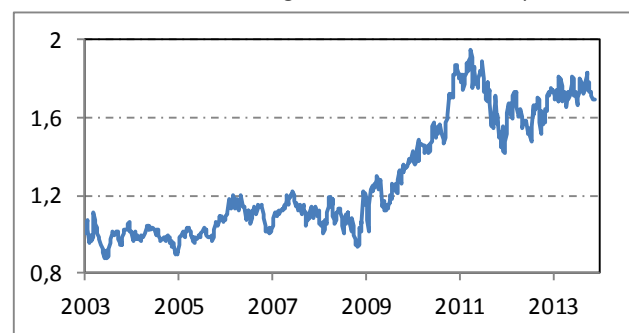


Nachhaltigkeit: gut	
Risikokennziffern	
Ausfallrisiko	Liquiditätsrisiko
3,7	2,0
Kursrisiko	Inflationsrisiko
4,7	2,0

Langfristige Kursentwicklung (€):



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.

Die Aktie ist derzeit eher ein Value- als ein Wachstumswert, auch wenn sich Schneider in relativ attraktiven Segmenten des Energiemarktes positioniert hat. Dieser Sektor wird weltweit durch politische Interventionen zurückgehalten, sodass zwar ein großes Potenzial besteht, aber unklar ist, ob dieses jemals realisiert werden kann. Schneider Electric hat bewiesen, dass das Unternehmen auch unter schwierigen Umständen in der Lage ist, freien Cashflow zu erwirtschaften und damit den Wert der Aktie zu steigern. Diese Fähigkeit wird von der derzeitigen Bewertung nicht reflektiert.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Insofern sehen wir die Aktie von Schneider Electric für chancenorientierte sowie für risikobewusste Anleger für ein Basisinvestment (2%-4% Portfoliogewicht) als geeignet an.

Empfehlungshistorie: In „Mit ruhiger Hand“ Nr. 3 vom 2.7.2012 wurde die Aktie von Schneider Electric zu einem Kurs von 43,73 € für chancenorientierte und für risikobewusste Anleger empfohlen.

Fazit

Folgende gemeinsame Erfolgsfaktoren lassen sich für die vier betrachteten Unternehmen feststellen, die sie von gescheiterten Wettbewerbern unterscheiden:

- Alle Unternehmen haben sich für ihr Tätigkeitsfeld mehr oder minder große Marktnischen gesucht, in den sie die Position von Marktführern einnehmen. Diese sind meist relativ exakt definiert.
- Für den Erfolg war es dabei weniger wichtig, ob es sich um ein stark oder schwach wachsendes Segment handelte. Entscheidend war die Realisation von Wettbewerbsvorteilen.
- Bei allen Unternehmen spielte die eigene Forschung eine herausragende Rolle.
- Nicht immer wurden bahnbrechende Innovationen selbst entwickelt. In diesem Fall war die Fähigkeit entscheidend, fremde Erfindungen schnell zu adaptieren und marktfähige Produkte hieraus zu entwickeln.

- Alle Unternehmen haben in der Gegenwart eine überdurchschnittliche Sensibilität hinsichtlich sozialer Fragen, Mitarbeiterförderung und Nachhaltigkeit gezeigt. Dies heißt nicht, dass diese Firmen auch immer von Anfang

Bewertungen in Hinblick auf Corporate Social Responsibility					
	Gesamtergebnis	Soziales Engagement	Mitarbeiter	Umwelt	Corporate Governance
Ø aller Firmen	52	52	54	53	51
BASF	62	57	64	64	63
GKN	60	56	62	56	68
IBM	63	60	68	66	56
Schneider Electric	65	62	71	64	63

Quelle: CSRHub

an und von sich aus vorbildlich gehandelt haben, BASF z. B. hatte vor 50 Jahren genauso ein mangelndes Umweltbewusstsein wie die ganze chemische Industrie. Allerdings haben sich alle Unternehmen als überdurchschnittlich lernfähig erwiesen und sich dann zu Vorbildern für ihre Branchen entwickelt. Beispielhaft kann man hier IBM herausstellen. Vor fast 100 Jahren war hier Thomas J. Watson Sr. dafür verantwortlich, dass die Firma nicht nur technisch besonders innovativ war, sondern auch in sozialen Fragen Motor für gesellschaftlichen Fortschritt wurde; z. B. bei der Gleichberechtigung von Farbigen oder Frauen sowie der Integration von Behinderten.

- Alle Unternehmen waren teilweise mehrfach von der Situation betroffen, dass alte Kerngeschäftsfelder sich nicht mehr als zukunftsfähig erwiesen haben. Die Bereitschaft, sich konsequent von Unternehmensteilen im strukturellen Niedergang zu trennen, hat sich dabei als zentral für das Überleben des Konzerns herausgestellt.
- Nicht nur Verkäufe von Unternehmensteilen, vor allem auch viele Akquisitionen spielten bei allen Unternehmen eine entscheidende Rolle bei der Anpassung der Konzernstruktur an die jeweiligen Erfordernisse der Zeit. Alle Firmen haben dabei die Fähigkeit zur relativ reibungslosen Integration neuer Unternehmensteile bewiesen.
- Auch wenn man sich von Geschäftsfeldern und Tätigkeitsbereichen getrennt hat, so ist doch auffällig, dass sich alle Unternehmen praktisch seit Gründung bestimmte Kernkompetenzen entwickelt haben:

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

BASF: chemische Produkte; GKN: Metallverarbeitung mit späterer Fokussierung auf Antriebstechnik; IBM: Datenverarbeitung; sowie Schneider Electric: industrielle Produkte mit späterer Fokussierung auf Elektrotechnik. Diese Kernkompetenzen – und dies ist wichtig – haben aber nicht zur Fixierung auf bestimmte Kerngeschäftsfelder geführt. Wenn es der Technologiewandel erfordert hat, wurden die Kernkompetenzen auf neue Geschäftsfelder übertragen und dort erfolgreich eingebracht.

- Managementkontinuität: Alle Unternehmen haben eine sehr geringe Fluktuation auf der obersten Führungsebene gehabt. Vorstandschef ist bei allen i.d.R. eine Position für Jahrzehnte. Darüber hinaus waren alle von weitsichtigen Führungspersönlichkeiten geprägt. Allerdings zeigte sich insbesondere bei Schneider Electric, dass auch manchmal zu lange an schwächeren Führungspersonen festgehalten wurde.
- Alle Firmen sind teilweise sehr intensivem Wettbewerb ausgesetzt, in dem sie sich aber aufgrund ihrer Marktstellung bewähren. Phasen, in denen sie eine dominante Marktposition hatten (wie Schneider in den 50er und 60er Jahren oder IBM in den 70er Jahren), haben den Firmen hingegen nicht gut getan, sondern zu Selbstgefälligkeit und Managementfehlern geführt.

In der Analyse wurde aber auch deutlich, dass der Weg zum Erfolg nicht geradlinig ist. Alle Firmen waren durch schwere Krisen und Bedrohungen betroffen, bei denen zeitweise sogar die Existenz gefährdet war. Hierfür war nicht nur der Technologiewandel verantwortlich. Politik und Krieg haben speziell den europäischen Unternehmen zu schaffen gemacht. Politische Interventionen in Märkte, Widerstand gegen Restrukturierungen, Enteignungen und kriegsbedingte Zerstörungen waren jedoch nicht immer nur negativ zu sehen, weil sie bei allen Betroffenen auch zu einem Bewusstsein der Notwendigkeit von Veränderungen geführt hatten. Bei GKN beispielsweise ist die strategische Neuausrichtung insbesondere durch die britische Verstaatlichungspolitik motiviert worden.

Als Hauptgefahr hat sich bei den vorgestellten Firmen selbstgefälliges Management durch zu viel Erfolg erwiesen. Bei jedem Unternehmen ist die Versuchung für Manager groß, sich auf den Wohltaten bisher erzielter Errungenschaften auszuruhen. Insbesondere in der Geschichte von Schneider Electric wird deutlich, wie ernsthaft eine schlechte Leitung eine Firma gefährden kann. Bei IBM konnte man in den 80er Jahren beobachten, wie schnell auch eine etablierte Gesellschaft in einem dynamischen Markt an Boden verlieren kann.

Es gibt also eine Reihe klar identifizierbarer Erfolgsfaktoren, aber keine Erfolgsgarantien. Flexibilität bei der Anpassung an die Anforderungen einer sich ständig ändernden Welt ist genau so wichtig, wie eine solide fachliche Basis mit einer klaren Kernkompetenz. Aber auch Wettbewerb ist unverzichtbar, weil sich sonst Nachlässigkeiten und Ineffizienzen einschleichen. Diese Dinge miteinander zu vereinbaren, ist in der Praxis gar nicht so einfach. Die vorgestellten Unternehmen und ihre Manager haben allerdings bewiesen, dass es geht. Damit sind ihre Aktien auch nach wie vor ein guter Platz für Langfristanleger.

In fact, when we own portions of outstanding businesses with outstanding managements, our favorite holding period is forever.

Warren Buffet

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Impressum:

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

Vorstand: Karl-Heinz Thielmann, Oliver Clasen

Aufsichtsrat: Dr. Gregor Seikel (Vorsitzender)

Weinbrennerstr. 17, 76135 Karlsruhe

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

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

Inhaltlich verantwortlich: Karl-Heinz Thielmann

Weinbrennerstr. 17, D-76135 Karlsruhe

Bildnachweis: Seite 2: Karl-Heinz Thielmann

Für den regelmäßigen Bezug von „Mit ruhiger Hand“ können Sie sich unter 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 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 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.

Zum aktuellen Bericht von Transparency International vgl.: <http://www.transparency.de/Tabellarisches-Ranking.2400.0.html>

Quellen zum Beitrag über den spanischen Immobilienmarkt waren: Deka Bank: Länderanalyse Spanien, November 2013; IVG Market Tracker: Einzelhandelsimmobilienmarkt Spanien, Juli 2013; Jones Lang LaSalle (JLL): Europäische Mietpreisindex Q3; Savills: Market Report European Investment H1 2013; Savills: Büromarkt Madrid Q3 2013; Eurostat Hauspreisindex (HPI) H1 2013; TINSA (Tasaciones Inmobiliarias), Oktober 2013.

Bruce Greenwald wurde zitiert nach: <http://www.goodreads.com/quotes/173857-in-the-long-run-everything-is-a-toaster>

Angaben zur Firmengeschichte von IBM finden sich auf der Webseite: <http://www-03.ibm.com/ibm/history/>. Angaben zur Historie von Schneider Electric gibt es auf dieser Website: <http://www.schneider-electric.com/sites/corporate/en/group/profile/history/schneider-electric-history.page>

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Warren Buffet wurde zitiert nach dem Brief an die Aktionäre von Berkshire Hathaway 1988:

<http://www.berkshirehathaway.com/letters/1988.html>

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

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 20.

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 2.12.2013.

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 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: Aktien Schneider Electric
- 2) in den vergangenen 12 Monaten an Transaktionen beteiligt: Aktien Schneider Electric
- 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.