

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Nummer 29, 1. September 2014

Heute mit folgenden Themen:

- **Spekulationsblasen: warum die derzeit um sie geführte Diskussion von anderen Gefahren am Finanzmarkt ablenken kann**
- **Negative Zinsen: das Ende für den Risk-Parity-Ansatz?**
- **Luxusgüter: die führenden Unternehmen im Peer-Group-Vergleich**

Nach den starken Wertgewinnen, die in den vergangenen Jahren in vielen Bereichen des Kapitalmarktes erzielt worden sind, kommt kaum noch ein Artikel der Finanzpresse ohne die Warnung vor Spekulationsblasen aus. Eugene Fama, Nobelpreisträger der Ökonomie, lehnt hingegen diesen Begriff ab. Er ist für ihn eine nachträgliche Konstruktion, die zur Rechtfertigung von Kursstürzen infolge von starken Kursanstiegen verwendet wird. Im Moment des Kursanstiegs kann man seiner Ansicht nach nicht wissen, ob dieser anhält oder wieder in sich zusammenbricht.

In „**Klartext: Das geheimnisvolle Wesen der Spekulationsblasen**“ wird gezeigt, dass systematischer Betrug dazu führen kann, dass eine Blase nicht identifiziert wird, während man sich in ihr befindet. Weiterhin wird erläutert, dass Blasen vor allem dann richtig gefährlich werden, wenn sie neben Betrug mit versteckter Verschuldung und unproduktiven Investments verbunden sind. Allerdings sind Krisen nicht notwendigerweise die Folge von Spekulationsblasen. Warnungen vor Blasen können dazu führen, dass andere gefährliche Konstellationen am Finanzmarkt übersehen werden.

Eine dieser unterschätzten Gefahren ergibt sich aus den sehr niedrigen Zinsen, die in der vergangenen Woche für einige 2jährige Staatsanleihen sogar auf ein negatives Niveau gefallen sind. „**Das Minuszins-Syndrom**“ untersucht die Gründe hierfür. Weiterhin wird gezeigt, dass diese Entwicklung insbesondere für den sog. „Risk-Parity-Ansatz“ gefährlich ist, da seine Performance sehr stark von stetig sinkenden Zinsen abhängt. Die nach diesem Ansatz investierten Portfolios unterliegen bei einer Trendumkehr am Rentenmarkt dem Risiko von erheblichen Kursverlusten.

Im Beitrag „**Savoir vivre: Luxusgüterkonzerne im Vergleich – Teil 3**“ werden die führenden Unternehmen aus dem Luxusbereich (Hermès International, Kering, LVMH, Luxottica und Richemont) in einer Peer-Group-Analyse mit anderen Gesellschaften aus dem Konsumgüterbereich (Adidas, BAT, Henkel und L'Oréal) verglichen. Allen betrachteten Firmen ist gemeinsam, dass ihre Marken eine überragende Bedeutung für sie haben und ihnen eine Marktstellung mit hoher Profitabilität sichern.

Dennoch zeigt der Vergleich, dass die Ineffizienzen bei einigen Firmen immer noch recht hoch sind und ihre Geschäftsmodelle noch verbesserungsfähig sind. Weiterhin lassen sich bedeutende fundamentale Differenzen zwischen den einzelnen Gesellschaften feststellen, die in den unterschiedlichen Bewertungen nur unzureichend wiedergespiegelt werden.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Klartext: Das geheimnisvolle Wesen der Spekulationsblasen

Liebe Langfristanleger,

der Blasen-Alarm hört nicht mehr auf: Jeder Analyst, Finanzjournalist, oder Ökonom, der etwas auf sich hält, warnt vor einer Spekulationsblase. Ob Aktien, Immobilien, Kunst, Bitcoins, Rohstoffe oder Rentenpapiere, kaum ein Anlagesegment am Kapitalmarkt findet sich noch, bei dem nicht irgendein Experte die Gefahr der Blasenbildung identifiziert hat. Inzwischen stimmen auch immer mehr Politiker mit ein; so warnte erst unlängst Bundesfinanzminister Schäuble vor einer Spekulationsblase am Immobilienmarkt.



Inhalt:

Seite 7: Das Minuszins-Syndrom

Seite 10: Savoir vivre: Luxusgüterkonzerne im Vergleich – Teil 3

Seite 20: Impressum, Anhang

Seite 24: Disclaimer

Es gibt keine starke Preissteigerung am Kapitalmarkt mehr, ohne dass diese sofort irgendwo aufgeregt als Spekulationsblase bezeichnet wird. Dies lässt sich auch in Zahlen zeigen: So hat die Financial Times unlängst ermittelt, dass seit 2013 allein in Artikeln der englischsprachigen Finanzpresse die Verwendung des Begriffes „speculative bubble“ im Vergleich zu den Vorjahren um ca. 60% gestiegen ist.

Doch drohen gerade jetzt in unserem Finanzsystem mehr Spekulationsblasen als sonst? Sind diese Blasen wirklich als

solche klar erkennbar? Und sind sie immer und überall so gefährlich, wie allgemein befürchtet wird? Oder gibt es andere Gründe für den Boom an Veröffentlichungen über dieses Thema?

Gibt es überhaupt Spekulationsblasen?

Eugene Fama, Nobelpreisträger sowie geistiger Vater und Verfechter der Effizienzmarkthypothese, spielt bei den vielfältigen Blasenwarnungen gerne den Spielverderber. Seiner Ansicht nach gibt es keine Spekulationsblasen, weil ihre Existenz voraussetzten würde, dass man Kursstürze prognostizieren kann. Für ihn ist der Begriff der Spekulationsblase eine nachträgliche Konstruktion, die zur Rechtfertigung von Kursstürzen infolge von starken Kursanstiegen verwendet wird. Im Moment des Kursanstiegs kann man laut Fama nicht wissen, ob dieser anhält oder wieder in sich zusammenbricht.

So sagte er in seiner Vorlesung aus Anlass der Nobel-Preisvergabe am 8. Dezember 2013:

“Menschen, die den Begriff Blase benutzen, sagen nie, was sie meinen. Sie scheinen eine Blase als einen starken Preisanstieg zu definieren, der einen vorhersagbaren Rückgang nach sich zieht. Aber das vorhandene Research gibt keine Belege dafür, dass Kurseinbrüche vorhersagbar sind. Daher basieren, zumindest nach dem aktuellen Stand der Forschung, Aussagen über Blasen und wie sie angegangen werden sollen, auf Glauben und nicht auf statistisch verlässlichen Beweisen.“

Ich kann Fama in seiner radikalen Ablehnung des Begriffs Spekulationsblase nicht ganz folgen, denn man kann sie schon bestimmen. So lautet eine Standarddefinition, dass eine Blase „eine starke und lang andauernde Fehlbewertung einer finanziellen oder realen Kapitalanlage“ ist. Und zumindest

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

nachträglich kann man diese schon gut identifizieren. Seit dem 17. Jahrhundert ist das Phänomen bekannt und wurde eingehend in der Finanzliteratur diskutiert. Charles P. Kindleberger hatte schon 1978 in seinem Buch „Maniacs, Panics and Crashes“ eingehend Spekulationsblasen, ihre Charakteristika und ihren typischen Ablaufmuster wissenschaftlich beschrieben. Ihm ist eine enorme Menge von wissenschaftlichen Artikeln gefolgt, die sich mit dem Thema auseinandersetzen.

Aber Fama zeigt den wunden Punkt in der allgemeinen Beschäftigung mit dem Phänomen recht deutlich auf: Praktisch alle aussagekräftige Erkenntnisse in der wissenschaftlichen Literatur beziehen sich im Nachhinein auf Spekulationsblasen. In der Regel kann man nicht ohne Weiteres eine Blase eindeutig erkennen, wenn man sich in dieser befindet.

Allein aufgrund eines starken Kursanstiegs (oder aufgrund hoher Bewertungen) auf eine Spekulationsblase zu schließen, ist ungenügend. Es gibt immer gute und rational erscheinende Gründe, warum sich Investoren zu einem bestimmten Zeitpunkt für hoch bewertete Anlagen entscheiden und die Kurse in die Höhe treiben. Hierzu müssen sie Annahmen über die Zukunft machen; ob diese aber zutreffend sein werden, lässt sich erst nachträglich bestimmen. Horden von sinnlos ihr Geld verzockenden Anlegern, denen „Gier frisst Hirn“ attestiert werden kann, sind ein oberflächliches Medienklischee, das mit der Wirklichkeit an den Kapitalmärkten nicht viel zu tun hat.

Was macht einen Kursanstieg zur Blase?

Ein gutes Beispiel hierfür war die sog. Internetspekulationsblase Ende der 90er Jahre, die 2000 platzte. Sie wurde getrieben von der Euphorie vieler Anleger, die erkannten, welche fundamentalen Änderungen das Internet für unsere Art zu wirtschaften mit sich bringt. Allerdings war es zu diesem Zeitpunkt relativ schwer vorherzusagen, welche Firmen wirklich die Gewinner sein würden. So wurden praktisch alle Aktien, die irgendwie mit Internet oder Technologie zu tun hatten, mit einer deutlichen Prämie zum Markt gehandelt. Bei den meisten stellte sich dies als übertrieben heraus, starke Kursverluste waren zumeist die Folge.

Die Kurse der erfolgreichen Internetkonzerne Ebay und Amazon haben sich seit 2000 allerdings verdreifach bzw. vervierfacht. Der Wert von Apple hat sich im gleichen Zeitraum mehr als verzwanzigfacht. Diese Unternehmen haben ihre hohe Bewertung und die damit verbundenen Anlegererwartungen im Blasenjahr 2000 mehr als gerechtfertigt. Gab es für sie etwa keine Spekulationsblase? Erscheint das Jahr 2000 nur nachträglich so, weil es im Anschluss viel mehr Verlierer als Gewinner gab?

Das, was das Jahr 2000 meiner Ansicht nach zur fragwürdigen Spekulationsblase machte, waren nicht die vielen im Grunde seriösen Unternehmen, bei denen sich erst im Nachhinein herausgestellt hat, dass sie nicht erfolgreich sind. Das fehlgeschlagene Investment in sie ist die Kehrseite des unternehmerischen Risikos, das man mit der Anlage in Wachstumsaktien eingeht. Im Rahmen der Euphorie hatten sich aber auch viele Firmen mit unseriösen Geschäftsmodellen und fragwürdigen Bilanzierungsmethoden an die Börse geschlichen, die auf Dauer nicht lebensfähig sein konnten. Mit Fantasiegeschichten wurde den Anlegern das Geld aus der Tasche gezogen, die mit den wahren Möglichkeiten des Internets nicht mehr viel zu tun hatten. Gerade Deutschland mit dem Neuen Markt entwickelte sich zu einem Magneten für Schwindelfirmen.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Echte Spekulationsblasen haben deshalb auch immer viel mit häufigem und systematischem Betrug zu tun, da sie unseröse Geschäftemacher in Scharen anziehen. Wenn z. B. risikobereite Investoren auf Firmen treffen, die eine Zukunftstechnologie propagieren, ist es manchmal schwer zu sagen, ob das angepriesene Geschäftsmodell realistisch oder fantastisch ist. Dies war 1720 während der „South Sea Bubble“ so, und im 19. Jahrhundert bei der Finanzierung der Eisenbahnlinien genau wie beim Internet vor wenigen Jahren. Auch der Finanzkrise 2008 gingen heimliche Aufweichungen der Qualitätsstandards der Banken bei der Kreditvergabe voraus, teilweise verbunden mit systematischen Fälschungen der Angaben bei den Kreditanträgen. Manipulierte Risikomodelle bei Ratingagenturen taten dann noch ein Übriges, um ein geschöntes Bild der Risikolage zu zeichnen.

Doch lässt sich zum Zeitpunkt der Blase für die große Masse der Anleger unterscheiden, ob ein Unternehmen in der Zukunft erfolgreich, seriös aber erfolglos, oder betrügerisch sein wird? Fama sagt Nein, und ich gebe ihm hier recht. Hierfür dürfte vor allem weitverbreiteter Betrug verantwortlich sein. Er wird fast immer nur im Nachhinein aufgedeckt, oftmals erst nach einigen Jahren.

Sprachhistorisch interessant ist, dass das Wort „Spekulationsblase“ in seinen Ursprüngen im 17. und 18. Jahrhundert gleichbedeutend mit „Betrug“ verwendet wurde. Erst in den vergangenen Jahrzehnten geriet dieser Aspekt in den Hintergrund, als sich die Auseinandersetzung mit dem Thema zunehmend verwissenschaftlichte. Möglicherweise liegt dies daran, dass systematischer Schwindel als gesamtwirtschaftliches Phänomen bisher schlecht mit der Vorstellungswelt von Wissenschaftlern zusammenpasste.

Ökonomische Spieltheorie und die Verhaltenspsychologie haben in den vergangenen Jahren zwar einige Fortschritte erzielt, um auf individueller Ebene die Ursachen bzw. Wirkungen von Betrug und Selbstbetrug zu erforschen. Dennoch ist es bisher nicht gelungen, hieraus für die gesamte Ökonomie betreffende Ereignisse – wie eine Spekulationsblase – eine aussagekräftige Theorie abzuleiten. Das Problem der fehlenden mikroökonomischen Fundierung makroökonomischer Phänomene betrifft nicht nur die Erforschung von Spekulationsblasen, sondern ist ein grundsätzliches Problem der Volkswirtschaftslehre. Insbesondere in diesem Fall hat der Versuch, sich dem Phänomen der Spekulationsblasen rational und wissenschaftlich anzunähern, dazu geführt, dass ein entscheidender Faktor aus dem Blickfeld geriet und so der Erkenntniswert ökonomischer Analysen vermindert wurde.

Doch was macht Spekulationsblasen eigentlich so gefährlich?

Wenn man den hysterischen Tonfall vieler Warnungen in der aktuellen Presse liest, liegt der Gedanke nahe, dass diese immer die Vorstufe zum ökonomischen Chaos sein müssen. Generell wird Blasen unterstellt, dass sie in einer Volkswirtschaft zu einer massiven Fehlsteuerung von Investmentkapital und damit zu Ressourcenverschwendung führen. Dennoch ist, wenn man die Vergangenheit betrachtet, der Zusammenhang zwischen Wirtschaftsentwicklung und Spekulationsblasen alles andere als eindeutig. Wie der Ökonom und Venture-Capital-Investor William Janeway unlängst gezeigt hat, hängt dies damit zusammen, dass es sog. „produktive Blasen“ und „unproduktive Blasen“ gibt.

Beispiele für unproduktive Blasen sind die Amsterdamer Tulpenblase von 1637 oder die jüngsten Immobilienblasen in USA, Spanien oder Irland. Hier ist der Befund relativ eindeutig: Anlagekapital

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

wurde im großen Maßstab vernichtet, der Effekt auf die Volkswirtschaften war klar negativ. Bei den produktiven Blasen ist das Bild weniger klar. So verloren bei der Eisenbahnblase im 19. Jahrhundert bzw. der jüngsten Internetblase zwar auch viele Anleger ihr Geld, andererseits ermöglichten sie damit den Aufbau einer industriellen Infrastruktur, auf deren Basis sich dann aber die Gesamtwirtschaft dynamischer entwickeln konnte und prosperierte. Zudem gab es hier nicht nur Verlierer, sondern auch Gewinner wie z. B. seit 2000 die Aktionäre von Amazon, Ebay oder Apple.

William Janeway ist sogar der Ansicht, dass ohne eine Blase die Entwicklung einer neuen Industrie sehr viel langsamer vor sich gehen würde. Denn in einer von Unsicherheit geprägten Welt sind Anleger normalerweise nicht bereit, ihr Geld in Projekte mit sehr ungewissen Perspektiven zu setzen. Nur in euphorischen Blasenphasen stellen Investoren Venture Capital-Gesellschaften genügend Geld zur Verfügung, die es erlauben, neue Industrien mit den erforderlichen Finanzmitteln auszustatten. In gewisser Hinsicht lässt sich der Erfolg der US-amerikanischen Internetindustrie – wie auch vieler Industrien (z. B. Eisenbahn) davor – darauf zurückführen, dass ihr Entstehungsprozess mit einer Spekulationsblase verbunden war. Aus diesem Blickwinkel erscheinen Blasen als unvermeidbare Begleiterscheinungen der industriellen Entwicklung, sind Bestandteile des Prozesses „kreativer Zerstörung“, der die kapitalistische Wirtschaft vorantreibt.

Verschuldung, Betrug und unproduktive Investments machen Blasen sehr zerstörerisch

Doch nicht nur der Verwendungszweck allein entscheidet über die Schadenswirkung einer Blase. Mindestens genau so wichtig ist meiner Ansicht nach die Finanzierung, d. h. ob das Geld für die Blase aus eigenen Mitteln oder der Kreditaufnahme kommt. Während produktive Blasen i. d. R. überwiegend mit Eigenkapital – also ausdrücklichem Risikokapital – finanziert wurden, war speziell bei Immobilienblasen zumeist geliehenes Geld die Hauptfinanzierungsquelle. Über geplatzte Bankkredite kam es dann zu Feedback-Wirkungen ins gesamte Finanzsystem, die dann wiederum in Verbindung mit Betrug fatale Wirkungen entfalten konnten.

Spekulationsblasen sind vor allem dann richtig gefährlich, wenn a) Geld in unproduktive Anwendungen wie Immobilien oder Tulpenzwiebeln fließt; b) sie überwiegend kreditfinanziert sind und so Rückwirkungen ins Finanzsystem erzeugen; sowie c) diese mit systematischem und weitreichendem Betrug verbunden sind. Speziell Letzteres macht sie aber nur sehr schwer identifizierbar, weshalb man Fama recht geben muss, wenn er postuliert, dass man eine Spekulationsblase nicht wirklich erkennen kann, wenn man in ihr ist. Insofern ist es relativ müßig, aufgrund irgendeines starken Preisanstieges vor Blasen zu warnen. Viel zielführender wäre es, sich über Begründung und Finanzierung einer Kurssteigerung Gedanken zu machen, bzw. nach potenziellen Betrugsfällen zu suchen.

Blasen als Medienthema

Woraus resultiert dann aber die derzeit weitverbreitete, exzessive Beschäftigung mit dem Thema „Spekulationsblase“? Mir scheint, nach den schweren Jahren von Finanz- und Eurokrise sowie den anhaltenden geopolitischen Konflikten trauen viele professionelle Beobachter des Kapitalmarktes dem Frieden nicht mehr. Für viele – auch für mich – war die Heftigkeit des Zusammenbruchs in Folge der Lehman-Pleite sehr überraschend. Die Reaktionen von Regulierern, Politik und Finanzindustrie

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

auf die Krise werden allgemein als ungenügend – teilweise sogar als kontraproduktiv – empfunden. Man ist verunsichert, wartet darauf, dass die nächste Bombe irgendwo platzt, und sucht nach Indikationen für den neuen Krisenherd. Intuitiv bringen viele Kommentatoren die Begriffe „Spekulationsblase“ und „Finanzkrise“ in einen Zusammenhang, weil dieser auch 2008 bestand.

Irgendwann wird auch wieder eine Bombe im Finanzsystem hochgehen, da bin ich mir – wie viele andere Beobachter auch – ganz sicher. Möglicherweise führt gerade die derzeitige Popularität des Themas Spekulationsblase aber dazu, dass andere gefährliche Konstellationen übersehen werden. Denn sie hat eine Verengung des Blickwinkels nur auf die Kursbewegungen zur Konsequenz. Was dahinter steht, wird viel zu selten analysiert.

Gefahren im Finanzsystem müssen nicht mit Blasen zusammenhängen

Die Risikofaktoren Unproduktivität, Kreditfinanzierung und Betrug sind auch völlig unabhängig von exzessiven Kurssteigerungen brandgefährlich. Hier gibt es speziell bei Hedgefonds oder auch bei chinesischen Schattenbanken derzeit besorgniserregende Entwicklungen, die in der Öffentlichkeit aber kaum Beachtung finden. Starke Kursbewegungen sind hier kein Warnsignal, ganz im Gegenteil. Die Hedgefondsindustrie liefert mit LTCM (1998, Überschuldung) und Bernhard Madoff (2008, Betrug) bereits schlagende Beispiele dafür, wie sich gerade die ungewöhnlich hohe Gleichmäßigkeit einer Kurssteigerung als Konsequenz eines fatalen Investmentansatzes erweisen kann.

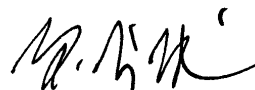
Anleger sollten sich von den Warnungen vor Spekulationsblasen nicht irritieren lassen. Zwar gibt es im Moment viele Investments, die hoch bewertet sind bzw. die einen starken Kursanstieg hinter sich haben. Doch dies wird nicht unbedingt für ihre weitere Entwicklung ausschlaggebend sein. Es kommt vielmehr darauf an, ob sich die zugrunde liegenden Erwartungen als realistisch erweisen werden.

Wer sich heute Aktien von Facebook oder eine Luxusimmobilie in London oder München kauft, kann sich anhand von Analystenberichten relativ gut ausrechnen, welche Wachstumsprognosen ihre Preise reflektieren. Ob man das Risiko auf sich nimmt, dass diese sich als zu optimistisch herausstellen, muss jeder für sich selbst entscheiden. Dabei sollte man aber auf keinen Fall vergessen, dass derjenige, der die hohen Erwartungen weckt, möglicherweise betrügerische Interessen hat.

Ich persönlich halte die angesprochenen Anlagemöglichkeiten für überbewertet, was aber nicht heißt, dass ihre Preise unbedingt einbrechen müssen. Zudem sehen andere Analysten dies anders. Wer recht hat, wissen wir erst in ein paar Jahren.

Nicht jeder starke Kursanstieg hat mit einer Spekulationsblase zu tun; und wenn doch, muss diese Blase nicht unbedingt für die Wirtschaft gefährlich sein. Gefahren für den Anleger lauern vor allem in der Intransparenz bei Finanzanlagen, mit welcher Betrug, versteckte Verschuldung oder mangelnde Produktivität überspielt werden. Spekulationsblasen erleichtern und verschlimmern Krisen, sind hierfür aber nicht unbedingt notwendig. Wer sich nur darauf ausrichtet, vermeintliche Blasengefahren zu vermeiden, ist prädestiniert dafür, in eine andere Falle zu tappen, die der Kapitalmarkt bietet.

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



Das Minuszins-Syndrom

Von Karl-Heinz Thielmann

An Dienstag, dem 26. August war es soweit: Nach einer Rede von EZB-Präsidenten Mario Draghi, der die Absichten der EZB für eine lockere Geldpolitik bekräftigte, fielen die Renditen für einige €-Staatsanleihen in den negativen Bereich. Nicht nur die deutschen Bundeswertpapiere über 2 bzw. 3 Jahre brachten nur noch eine negative Rendite, auch mit den 2jährigen Renten von Finnland, Österreich, den Niederlanden und Belgien lässt sich nicht einmal mehr nominaler Kapitalerhalt erzielen.

Negative Renditen bei Staatsanleihen sind in den letzten Jahren gelegentlich vorgekommen, so Ende 2008 bei US-Geldmarktpapieren oder 2012 bei kurz laufenden Bundeswertpapieren. Allerdings ließen sich diese niedrigen Zinsen auch als „Flucht in die Sicherheit“ interpretieren, da sie jeweils mit einem akuten Aufflackern der Finanzkrise bzw. der Eurokrise verbunden waren. Denn zu diesen Zeitpunkten gingen die negativen Renditen für „sichere“ Anlagen auch mit Kursverlusten für sog. „unsichere“ Anlagen einher. Die Situation ist heute grundsätzlich anders: Im Moment gibt es kaum Sorgen um ein Zusammenbrechen des Weltfinanzsystems oder der Eurozone. Die Risikoprämien für Investments niedriger Bonität fallen; inzwischen werden sie vielfach sogar als zu niedrig empfunden.

Eugene Fama hat in seiner bereits im vorigen Artikel zitierten Nobelpreisvorlesung gesagt, Spekulationsblasen könnte es für ihn schon deshalb nicht geben, weil er sich nicht vorstellen könnte, dass Anleger bewusst Investments machen würden, die eine prognostizierte negative Rendite haben würden. Befinden wir uns dann jetzt in einer selbst für Fama offensichtlichen Blase, was eine historisch einmalige Situation wäre? Allerdings ist bei Anlegern keine in Blasenphasen sonst so typische Euphorie für die hoch bewertete Anlageform feststellbar. Im Gegenteil, bei den meisten professionellen Marktteilnehmern herrschen Unglaube und Skepsis vor. Denn die momentanen Entwicklungen widersprechen jeder historischen Erfahrung und auch intuitiver Logik.

Welche Gründe kann es geben, warum die Zinsen negativ sind; warum es rational sein könnte, Anleihen mit negativer Verzinsung zu kaufen? Zumindest für eine stark ausgeprägte Niedrigzinsphase lassen sich Begründungen finden:

- Deflationserwartungen: Die Inflationsraten in vielen entwickelten Volkswirtschaften sind seit einigen Jahren rückläufig. Dies hat einige Gründe: sinkende Rohstoffpreise; Kostensenkungen durch Innovationen, die an Kunden weitergegeben werden; stagnierende Staatsausgaben aufgrund von Austerität. Tatsächlich ist bei vielen Marktteilnehmern spürbar, dass die Inflationsängste nicht so stark sind wie noch vor vielen Jahren. Allerdings haben viele Notenbanken erklärt, dass sie die aktuellen Inflationsraten für zu niedrig halten und tendenziell eine leichte Inflationierung der Wirtschaft anstreben. Insofern wäre es für Anleger unrealistisch, in der Zukunft von Deflation als Basiszenario auszugehen. Geringere Inflationsraten als in der Vergangenheit könnten deshalb niedrigere Zinsen als in der Vergangenheit rechtfertigen (z. B. 2-3% p.a. bei Bundesanleihen anstatt wie früher 5 % p.a.), aber nicht Negativzinsen.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

- **Leichte Geldpolitik:** Mit ihrer lockeren Geldpolitik beeinflussen die EZB und die US-Federal Reserve insbesondere die Geldmarktzinsen massiv; dies hat auch Rückwirkungen auf den Anleihemarkt. Andererseits ist gerade bei der EZB auffällig, dass sie sich – im Gegensatz zu den angloamerikanischen Notenbanken – mit direkten Interventionen sehr zurückhält. Mario Draghi hat bereits mehrfach öffentlichkeitswirksam erklärt, dass er bereit ist, entschlossen zu handeln. Die darauffolgende Marktreaktion am Bondmarkt hat dann ein direktes Eingreifen der EZB dann aber überflüssig gemacht. Insofern erklärt die Geldpolitik von EZB und anderen Notenbanken schon, dass die Renditen niedrig sind; aber nicht, dass sie negativ geworden sind.
- **Finanzielle Repression / Bankenregulierung:** Banken müssen normalerweise ihre Anlagen oder Kredite mit Eigenkapital unterlegen, wobei diese Kapitalhinterlegung vom vorgeblichen Risikograd abhängen soll. Ausnahme ist der Kauf von Staatsanleihen von Nationen mit guter Bonität, die definitionsgemäß als risikofrei gelten und für die deshalb kein Kapital zu hinterlegen ist. Da sich Banken derzeit zu minimalen Kosten refinanzieren können, sind sie in der Lage, auch bei niedrigen Renditen Geld durch Anlagen in Staatsanleihen zu verdienen. Allerdings erfordern diese Geschäfte einen positiven Zins, wenn auch keinen besonders hohen.
- **Finanzielle Repression / Zwangskäufe:** Aufgrund verschärfter Sicherheitsanforderungen sind regulierte Pensionsfonds weltweit gezwungen, ihr Geld vorzugsweise in Staatsanleihen oder sehr gut besicherten Unternehmensanleihen bzw. Pfandbriefen anzulegen. Ein steter Strom an Liquidität – und damit an renditeunabhängiger Nachfrage – für „sichere“ Anleihen ist damit vorhanden. Allerdings stehen diesen Anlegern auch viele Institutionen gegenüber, die keinen so strengen Restriktionen unterliegen. Viele traditionelle Rentenanleger haben in den vergangenen Jahren ihre Bestände an Staatsanleihen komplett verkauft und steigen bei den aktuellen Zinsen nicht wieder ein.

Keiner der angesprochenen Faktoren kann begründen, warum einige Zinsen derzeit negativ sind. In ihrem Zusammenwirken ergeben sie zwar ein niedriges, aber nicht ein negatives Renditeniveau. Zudem widerspricht dem Bild einer Spekulationsblase, dass sich die Gründe für die niedrigen Zinsen nur zu geringem Teil durch Erwartungen der Marktteilnehmer, sondern vorwiegend durch regulatorische und geldpolitische Vorgaben ergeben.

Negative Zinsen kann man nur erklären, wenn man bedenkt, dass es inzwischen eine Reihe von Akteuren an den Rentenmärkten gibt, die Anleihen vor allem aufgrund des intakten Aufwärtstrends kaufen und weniger auf Faktoren wie die laufenden Renditen oder der Bonität achten. Hier sind insbesondere zwei Gruppen besonders wichtig: Handelsprogramme und Risk-Parity-Fonds.

- **Handelsprogramme:** Auffällig an vielen Kursrallyes am Bondmarkt ist, dass diese durch massive Käufe in Terminkontrakten wie dem Bund-Future oder dem T-Bond-Future ausgelöst werden. Hinter diesen Käufen stehen weniger echte Endanleger als Wertpapierhändler, die über diese gehebelten Instrumente auf weitere Kurssteigerungen setzten. Diese Händler sind bei vielen Banken und Hedgefonds aber keine Menschen mehr, sondern nur noch Algorithmen, die automatisch charttechnische Muster und Marktinformationen auswerten und in Orders übersetzen. Diese Handelsprogramme lassen sich kurzfristig sehr wohl verantwortlich machen für Rentenkurse, die

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

mit negativen Renditen einhergehen. Allerdings lässt sich mit ihnen nur ein kurzfristiges Überschießen des Kurses, aber nicht eine andauernde Minuszinsphase erklären. Denn Händler nehmen ihre Gewinne nach relativ kurzer Zeit wieder mit, was zu einer Trendumkehr führen kann. Wenn nur Handelsprogramme für die niedrigen Renditen verantwortlich wären, müssten Gewinnmitnahmen irgendwann zu einem Kursrutsch führen, was aber bisher nicht der Fall war.

- Risk-Parity-Investments: Risk-Parity ist eine Anlagestrategie, die in den vergangenen Jahren bei vielen Institutionen an Popularität gewonnen hat. Sie soll Kapital auf einer risikogewichteten Basis investieren und somit eine Verbesserung gegenüber traditionellen Vermögensanlagestrukturen darstellen. Ihre Anhänger stellen sie gerne als Fortentwicklung der Modern Portfolio Theory dar. Problem dieses Ansatzes ist allerdings, dass weniger die aktuelle Rendite als vielmehr historischen Performancetrends sowie alleine die Volatilität als Risikomaß bei der Portfoliooptimierung eingehen. Dies führt in der Praxis dazu, das Aktien untergewichtet werden sowie ein stark gehebeltes Rentenportfolio übergewichtet wird, und zwar unabhängig von den aktuellen Bewertungen, Bonitätsnoten und Renditen. Risk-Parity-Fondsmanager kaufen deshalb festverzinsliche Anlagen zu sehr niedrigen oder negativen Renditen, weil die Modelle ihnen aufgrund der implizit fortgeschriebenen historischen Trends weitere risikoarme Gewinne prognostizieren. Dies funktioniert aber nur, solange der Bullenmarkt bei Renten läuft, da dann die Kursgewinne die Finanzierungskosten für gehebelte Rentenanlagen überschreiten. Andernfalls müssen sie zwangsläufig verlieren. Harry Markowitz, Begründer der Modern Portfolio Theory und erklärter Gegner des Risk-Parity-Ansatzes („Ich bin im Anti-Risk-Parity-Lager“), hat die fragwürdige Logik hinter diesem Ansatz in einem Artikel vor einigen Monaten sehr treffend charakterisiert: *„Ich konnte niemals verstehen, wie ein Portfolio gehebelt werden kann, das festverzinsliche Anlagen mit niedrigen erwarteten Renditen stark übergewichtet, um Überschussrenditen zu erzielen. Das ist, als ob ein Kaufmann drei Dollar bei jedem Verkauf verliert und dies durch Volumensteigerung ausgleichen möchte.“*

Bei Handelsprogrammen und insbesondere bei Risk-Parity-Investments erfolgen Käufe in niedrig verzinslichen Renten über Terminkontrakte bzw. werden fremdfinanziert. Die Hebelwirkung kann sich bei Kursbewegungen nach unten fatal auswirken. Dies ist im Fall einer Trendwende brandgefährlich: Bei einem Kursrutsch sind Zwangsliquidationen zu befürchten, die weitere Kursverluste mit sich bringen. Einen Vorgeschmack hierauf sah man im Mai und Juni 2013, als eine Korrektur am Rentenmarkt teilweise zu empfindlichen Kursverlusten bei Risk-Parity-Fonds führte.

Während die Konsequenzen einer Trendumkehr bei Handelsprogrammen jedoch begrenzt bzw. durch das Kapital der spekulierenden Banken und Hedgefonds abgesichert sein sollten, stellen Risk-Parity-Fonds durch ihre großen Volumina und die hohe Verschuldung eine echte Gefahr für Anleger dar. Um Gewinne zu machen, benötigt ein Risk-Parity-Portfolio nicht nur niedrige, sondern permanent sinkende Renditen. Genau dies wird bei den aktuellen Zinsen immer unwahrscheinlicher, wenn nicht sogar unmöglich: Minus-Renditen lassen die Erwartung von automatischen Kursgewinnen am Anleihemarkt absurd erscheinen. Damit setzen sie dieser Anlagestrategie eine natürliche Grenze. Die Investoren in Risk-Parity-Fonds sitzen daher mit Milliarden von Anlegergeldern auf einer Bombe, deren Lunte mit den kürzlich negativ gewordenen Zinsen gezündet wurde.

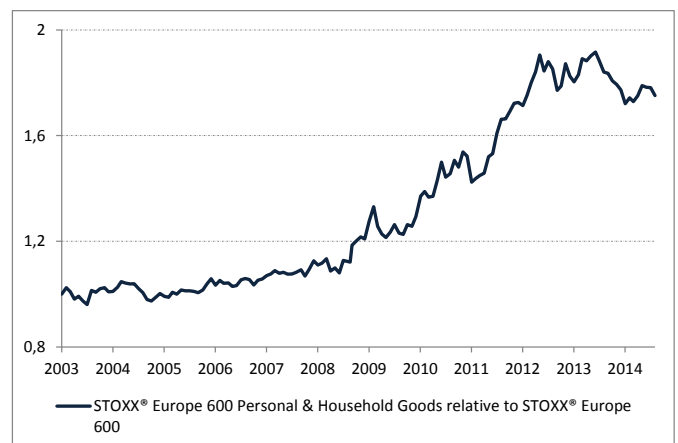
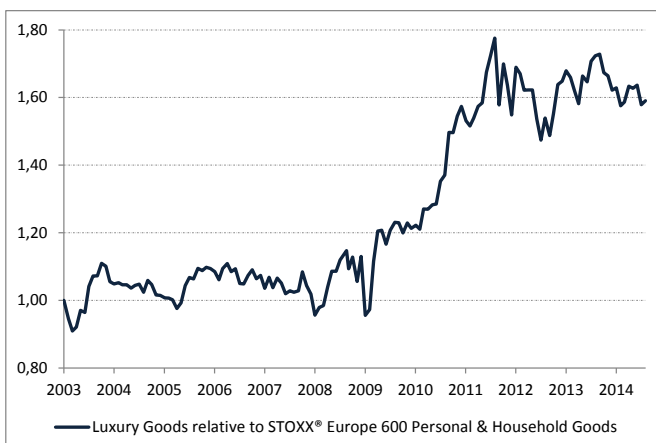
Savoir vivre: Luxusgüterkonzerne im Vergleich – Teil 3

Von Karl-Heinz Thielmann

In den Ausgaben vom Juni und Juli wurden die Luxusgüterindustrie sowie die aktuell führenden Konzerne aus diesem Bereich vorgestellt. Im Einzelnen handelte es sich um LVMH, Hermès International, Kering, Luxottica sowie um Richemont. Abschließend sollen diese Unternehmen noch mit einer Peer-Group von ähnlichen Unternehmen aus dem Konsumgüterbereich verglichen werden. Hierzu wurden als Vergleichswerte andere große Gesellschaften des Sektorindex STOXX® Europe 600 Personal & Household Goods ausgewählt, der auch die dargestellten Luxusunternehmen umfasst.

Den betrachteten Unternehmen ist gemeinsam, dass Marken eine besonders große Rolle für sie spielen. Die Produkte sind in der Vergleichsgruppe zwar mit Tabak (BAT), Sport- und Freizeitartikeln (Adidas), Haushaltswaren (Henkel) sowie Kosmetik (L'Oréal) relativ unterschiedlich, genau so wie die typische Produktlebensdauer oder die Frequenz von Wiederholungskäufen. Ähnlich differenziert sind aber auch die einzelnen Segmente des Luxussektors mit unterschiedlichen Produkten wie Mode, Uhren, alkoholischen Getränken etc.

Die Performance der angesprochenen Luxus-Unternehmen war im abgelaufenen Jahrzehnt deutlich besser als diejenige des Gesamtmarktes (siehe rechte Grafik). Insbesondere in den Krisen-jahren zwischen 2008 und 2012 konnte sich diese Branche eindeutig absetzen. Wenn man allerdings die relative Entwicklung zum STOXX® Europe 600 Personal & Household Goods (Grafik links unten) sowie die Performance des Sektors relativ zum Gesamtmarkt (Grafik rechts unten) betrachtet, so fällt auf, dass die starke Performance mit einer generell überdurchschnittlichen Wertentwicklung des gesamten Konsumsektors verbunden war, die allerdings bei Luxusgütern zwischen 2009 und 2011 besonders stark ausgeprägt war.



Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Dass es sich bei der herausragenden Performance seit der Zeit unmittelbar vor Ausbruch vor der Finanzkrise vor allem um ein Sektorphänomen handelt, wird auch an der Kursentwicklung der einzelnen Aktien seit 31. August 2007 deutlich. Die Anstiege von Luxottica, LVMH und Richemont lagen sehr eng beieinander. Selbst der im Branchenvergleich mit Abstand schlechteste Wert Kering konnte trotz des deutlichen Abstands zu den übrigen großen Werten aus seinem Sektor immer noch eine absolute Verbesserung um 27% erzielen, während der Gesamtmarkt um 9% im Minus liegt.

Luxusgüterunternehmen:		Kursentwicklung seit 30. August 2007
Hermès International		230,7%
Kering		27,1%
Luxottica Group		62,2%
LVMH		61,1%
Richemont		62,0%
Vergleichsgruppe:		
L'Oréal		46,5%
Henkel		110,6%
Adidas		39,8%
BAT		88,6%
Vergleichsindizes:		
STOXX® Europe 600 Personal & Household Goods		47,1%
STOXX® Europe 600		-9,0%

Deutlich differenzierter als die Kursentwicklung war die Gewinnentwicklung der einzelnen Unternehmen. Hier zeigt sich, dass bei LVMH, Henkel, L'Oréal (Verzerrung nach oben 2007), Adidas (unter Einbeziehung der Gewinnwarnung von Juli 2014, die in den Zahlen der unteren Tabelle noch nicht enthalten ist) sowie BAT Ertragsveränderungen und Kursteigerungen relativ eng miteinander zusammenhängen. Bei Hermès International gab es zwischenzeitlich einen Übernahmever such, durch den sich der Free Float stark vermindert hat, wodurch sich die gestiegene Bewertung erklärt.

Luxusgüterunternehmen:	Gewinn je Aktie			Veränderung		
	2007	2009	2013	2007/09	2009/13	2007/13
Hermès International	2,71	2,75	7,59	1,5%	176,0%	180,1%
Kering	8,22	1,74	6,9	-78,8%	296,6%	-16,1%
LUXOTTICA GROUP	1,07 €	0,69 €	1,14 €	-35,5%	65,2%	6,5%
LVMH	4,22	3,7	6,83	-12,3%	84,6%	61,8%
Richemont*)	n.v. **)	1,07	3,68	n.v. **)	243,9%	n.v. **)
Vergleichsgruppe:						
L'Oreal	4,38	3,07	4,87	-29,9%	58,6%	11,2%
Henkel	2,14	1,91	4,07	-10,7%	113,1%	90,2%
Adidas	2,57	1,22	4,01	-52,5%	228,7%	56,0%
BAT	108,5	152,8	216,6	40,8%	41,8%	99,6%

*)= Geschäftsjahresenden 31.3.2008; 31.3.2009; 31.3.2014

**)= aufgrund Veränderung in der Unternehmensstruktur nicht vergleichbar

Interessant sind vor allem die Entwicklungen von Kering und Luxottica. Bei beiden Firmen war das starke Wachstum der letzten Jahre auch der Reflex einer Aufholjagd nach der Finanzkrise. Ihr Kursanstieg reflektiert zwar die jüngste Ertragserholung, aber nicht die im Sektorvergleich überdurchschnittliche Krisenanfälligkeit. Generell lässt sich sagen, dass die Stärke eines Einbruchs davon abhängt, wie wichtig modische Aspekte oder Lifestyle bei den Produkten sind. Hier haben sich sowohl Adidas, Kering und auch Luxottica als besonders anfällig erwiesen; völlig unabhängig davon, ob der Schwerpunkt bei Luxusprodukten liegt oder nicht.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Luxusgüterunternehmen:	Kurs-Gewinn-Verhältnis *)	
	2014	2015
Hermès International	31,7	28,3
Kering	16,4	14,2
Luxottica Group	28,6	24,6
LVMH	18,5	16,5
Richemont **)	18,2	16,2
Vergleichsgruppe:		
L'Oréal	23,6	21,1
Henkel	18,3	16,8
Adidas	19,5	16,8
BAT	16,9	15,6

*) Bewertungsbasis Konsensusgewinnschätzungen Quelle IBES / Onvista

**) = Geschäftsjahre 2015; bzw 2016

Betrachtet man die Bewertungen aufgrund der vom Markt erwarteten zukünftigen Gewinne, fällt auf, dass die von der Marktkapitalisierung größten Luxusunternehmen LVMH und Richemont ähnlich wie Henkel, Adidas oder BAT bewertet sind. Hier gibt es keine Bewertungsprämie für Luxusgüter. Kering ist sogar am niedrigsten bewertet, was sich aus einem Misstrauen des Marktes aufgrund der wechselvollen Geschichte erklärt. Eine deutliche Prämie

haben nur die Aktie von Hermès International und Luxottica. Bei Hermès kann die Prämie durch die herausragende Performance in der Vergangenheit sowie den geringen Free Float erklärt werden. Bei Luxottica hingegen scheint die Prämie neben den starken Gewinnsteigerungen in der unmittelbaren Vergangenheit auch darauf zurückzuführen zu sein, dass institutionelle Anleger während der Eurokrise eine relativ stabile Anlage in Italien suchten. Dieser Faktor wird den Kurs aber nicht dauerhaft stützen können.

Luxusgüterunternehmen:	Free Cashflow 2013		Operative Marge 2013	Steuerquote 2013
	in Mio.	in % vom Umsatz		
Hermès International	784 €	20,9%	32,4%	33,1%
Kering	858 €	8,8%	18,0%	20,6%
LUXOTTICA GROUP	610 €	8,3%	14,4%	42,6%
LVMH	2.958 €	10,1%	20,2%	30,8%
Richemont *)	1.818 €	17,1%	22,7%	16,6%
Vergleichsgruppe:				
L'Oreal	2.698 €	11,7%	16,9%	25,1%
Henkel	1.616 €	9,8%	13,8%	25,2%
Adidas	1.063 €	7,3%	8,3%	30,3%
BAT	£3.371	22,1%	36,2%	27,6%

*) = Geschäftsjahre 2015; bzw 2016

Bei Messgrößen zur operativen Effizienz wie der operativen Marge oder dem freien Cashflow fällt auf, dass es allen hier gezeigten Unternehmen gelingt, im Vergleich zu anderen Branchen herausragende Werte erzielen. Die Bedeutung ihrer Marken für die Konsumenten ermöglicht es diesen Firmen, sich relativ geschützte Wettbewerbsvorteile zu sichern. Nicht nur die Luxusunternehmen, sondern auch die Vergleichsgruppe ist deshalb für Langfristanleger besonders interessant.

Mit Ausnahme von BAT, wo es als Tabakproduzent in einem hochregulierten Markt und relativ preisunempfindlichen Kunden eine Sonderstellung gibt, fällt auf, dass es den Luxusgüteranbietern besser gelingt, hohe operative Margen zu erzielen. Gleichzeitig wird aber auch deutlich, dass es der Vergleichsgruppe besser gelingt, ihre operative Stärke in freien Cashflow umzusetzen. Dies deutet auf grundsätzliche Effizienzprobleme bei den Luxusanbietern hin.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Positive Ausnahme ist hier nur Richemont. Die schweizerische Gesellschaft hat ihr Geschäftsmodell aber auch am konsequentesten darauf ausgerichtet, die organisatorischen Vorteile eines internationalen Konzerns mit einem dezentralisierten Markenmanagement – das sich an spezifischen Traditionen und individuellen Kundenbedürfnissen ausrichtet – zu verbinden.

Richemont hat auch im Vergleich mit allen anderen Unternehmen eine signifikant niedrigere Steuerquote. Mit Ausnahme von Kering, wo die Steuern im Moment durch Sonderfaktoren verzerrt sind, weisen alle anderen Luxusanbieter eine relativ hohe Abgabenbelastung aus. Dies weist auf mangelnde Effizienz im Sektor in Hinblick auf die Möglichkeiten der legalen Steuervermeidung hin.

Bilanzvergleich Abschluss 2013	Immaterielle Vermögenswerte			Nettoverschuldung	
	in Mio.	in % Bilanzsumme	in % Eigenkapital	in Mio.	in % Eigenkapital
Hermès International	160,3 €	4,1%	5,6%	42,7 €	1,5%
Kering	14.473 €	63,4%	129,3%	9.289 €	83,0%
LUXOTTICA GROUP	4.306 €	53,3%	103,8%	3.315 €	79,9%
LVMH	21.417 €	38,5%	80,2%	24.730 €	92,6%
Richemont*)	1.065 €	26,0%	8,9%	571 €	4,8%
Vergleichsgruppe:					
L'Oreal	9.005 €	28,8%	39,8%	6.042 €	26,7%
Henkel	8.189 €	42,3%	80,6%	8.135 €	80,1%
Adidas	2.787 €	24,0%	50,8%	4.531 €	82,7%
BAT	£11.205	41,7%	161,6%	£17.840	257,2%

*)= Geschäftsjahresende 31.3.2014

Zur Analyse der bilanziellen Qualität soll hier insbesondere auf einen Aspekt abgestellt werden, der bei Markenartiklern besonders wichtig ist, vor allem wenn sie durch Akquisitionen gewachsen sind: die Bilanzierung von immateriellen Vermögenswerten, die sich aus Goodwill, Markenrechten etc. ergeben. Hier kann man gravierende Unterschiede erkennen: Hermès gibt so gut wie keine immateriellen Vermögenswerte an, was einem starken Understatement gleichkommt und erhebliche stille Reserven vermuten lässt. Auch Richemont bilanziert sehr konservativ, hier verstecken sich sehr wahrscheinlich ebenfalls stille Reserven, wenn auch nicht in dem Umfang wie bei Hermès. Bei beiden Firmen gibt es zudem eine außergewöhnlich niedrige Nettoverschuldung, sodass ihnen eine hervorragende Bilanzqualität attestiert werden kann.

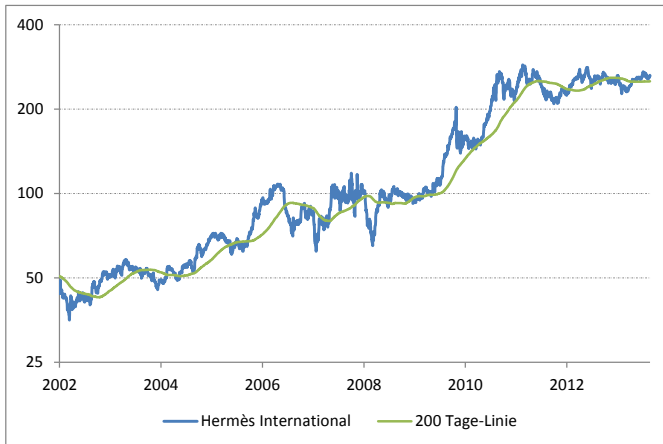
Die Bilanzierung bei LVMH erscheint angesichts der zahlreichen Akquisitionen in der der Vergangenheit durchaus ausreichend. Sehr kritisch hingegen sind insbesondere die hohen Beträge an Goodwill bei Luxottica und die sehr hoch angesetzten Markenwerte bei Kering zu sehen. Die Bilanzen beider Unternehmen sehen nicht flexibel genug aus, um negative Überraschungen verkraften zu können.

Abschließend soll noch auf die relativen Entwicklungen der Aktienkurse in Bezug auf die Vergleichsindizes sowie einige wichtige Peer-Group-Werte eingegangen werden.

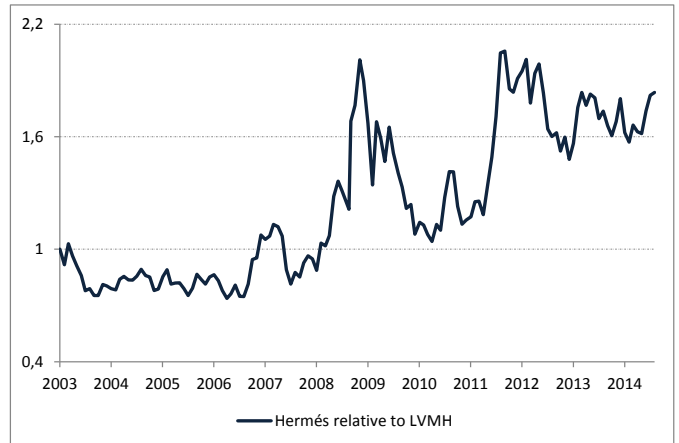
Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

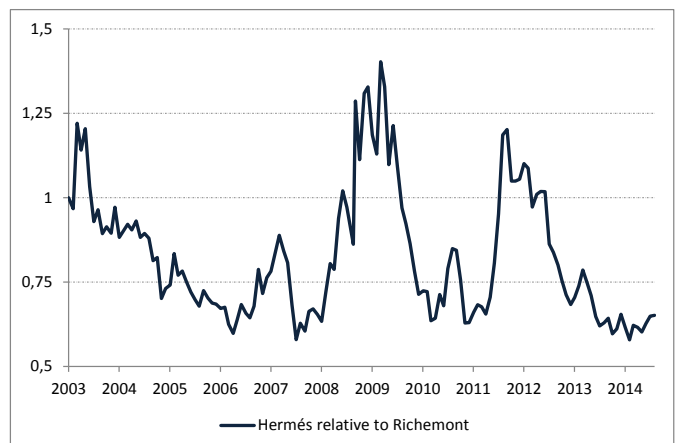
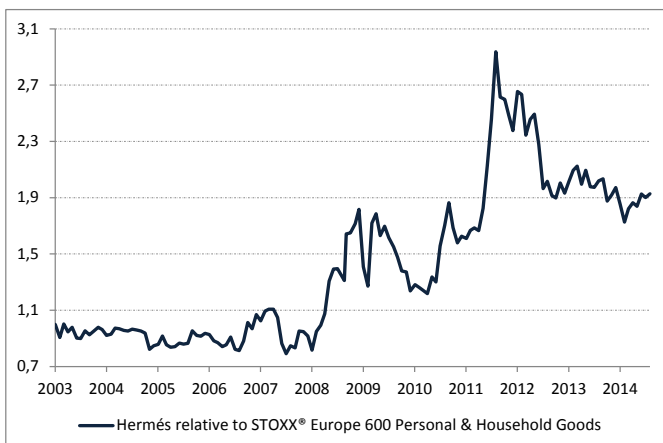
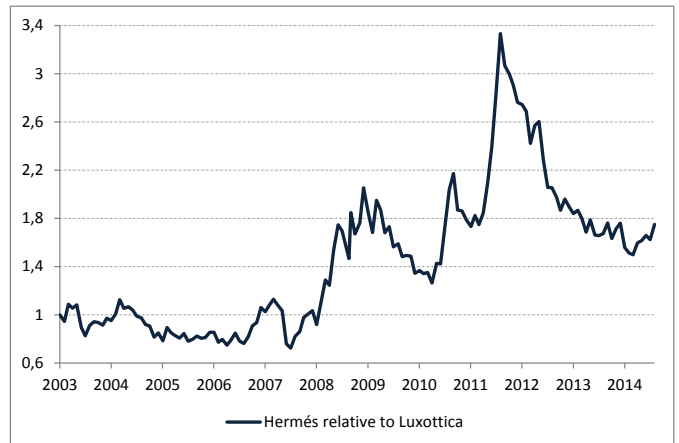
Hermès International



Entwicklung relativ zu Vergleichsaktien:



Kursentwicklung relativ zu Vergleichsindizes:

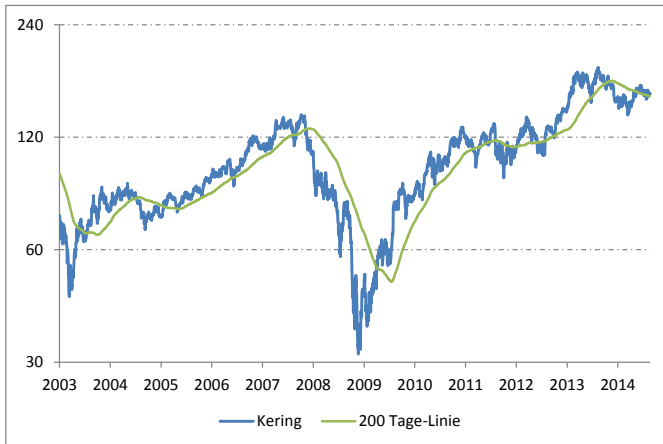


Die Aktie von Hermès International hat sich relativ stark von den Sektor- und Gesamtmarktentwicklungen abgekoppelt. Nach dem Kurssprung in Zusammenhang mit dem Übernahmeangebot von LVMH folgte eine Periode relativer Schwäche, die jedoch in Bezug auf die meisten Referenzwerte nur eine Zwischenbewegung in einem langfristigen relativen Aufwärtstrend war. Lediglich gegenüber Richemont zeigte die Aktie von Hermès auch langfristig relative Schwäche.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

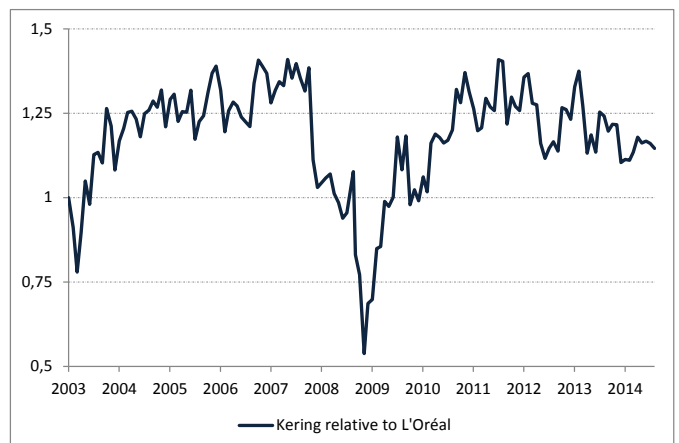
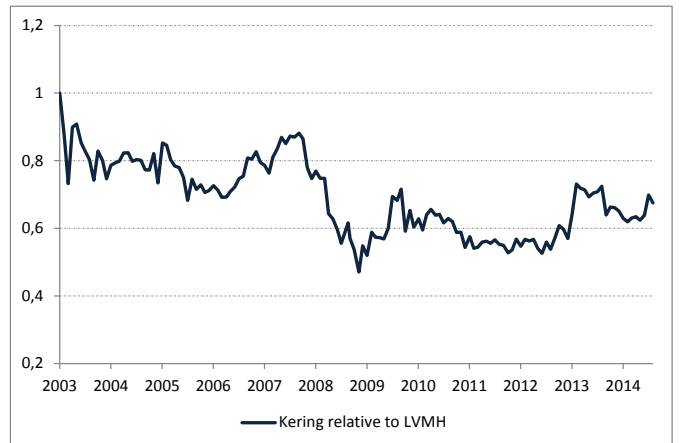
Kering



Entwicklung relativ zu Vergleichsaktien:



Kursentwicklung relativ zu Vergleichsindizes:

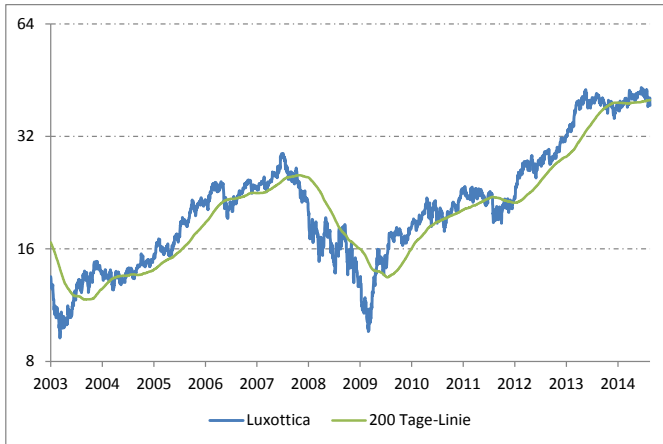


Bei Kering ist deutlich erkennbar, dass sich die Aktie zwar relativ zum Gesamtmarkt zwischenzeitlich gut entwickeln konnte, aber im Sektorvergleich in einem klaren Abwärtstrend ist. Rein charttechnisch gesehen spricht deshalb nichts dafür, Kering gegenüber anderen Konsum- oder Luxuswerten zu bevorzugen.

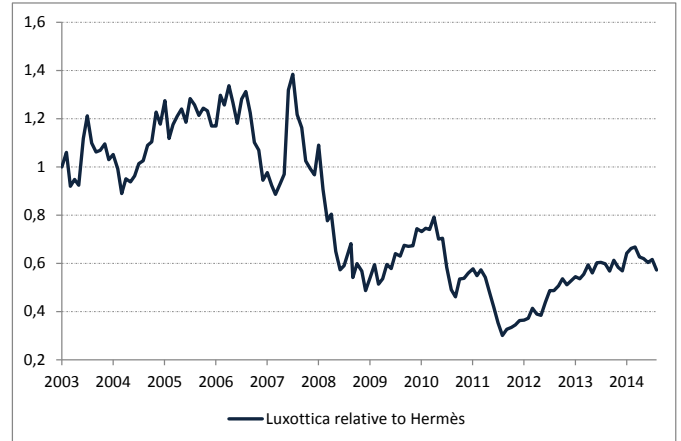
Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

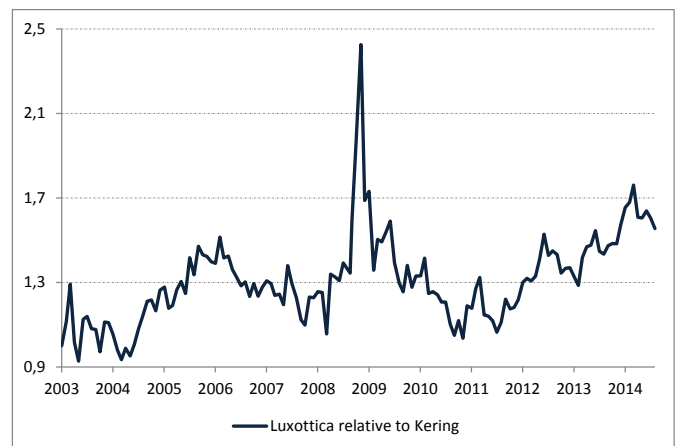
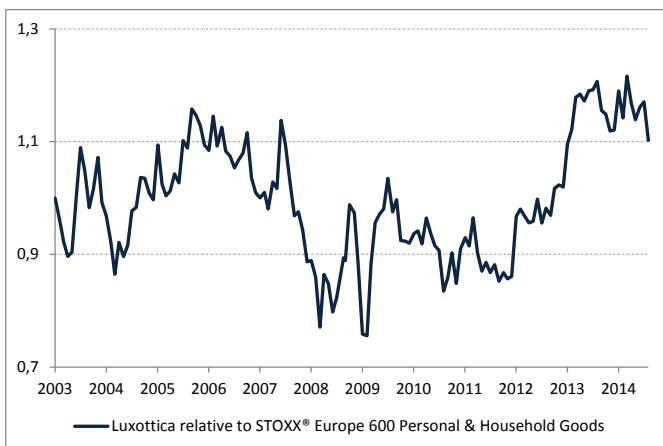
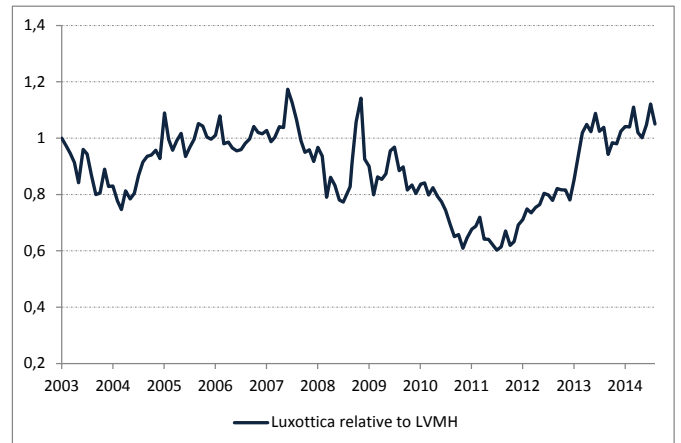
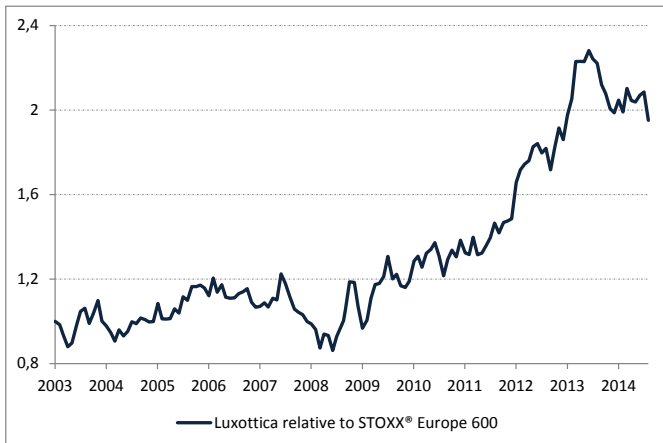
Luxottica



Entwicklung relativ zu Vergleichsaktien:



Kursentwicklung relativ zu Vergleichsindizes:

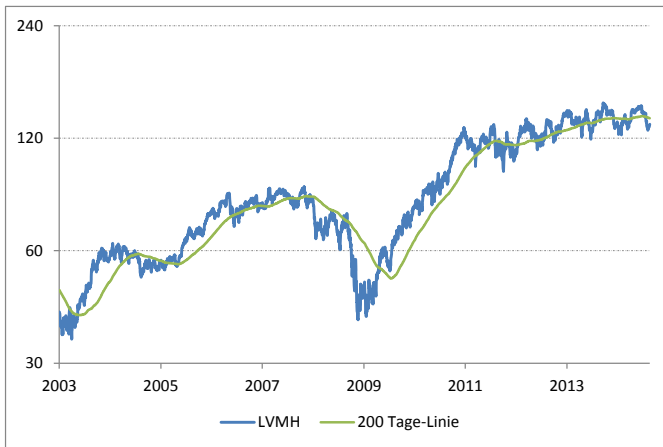


Die Aufwärtsbewegung bei der Aktie von Luxottica zeigt nach dem starken Anstieg der vergangenen Jahre Ermüdungserscheinungen. Einige der Aufwärtstrends sind nicht mehr eindeutig intakt, wenn auch noch nicht klar gebrochen. Insgesamt scheint eine längere Korrekturphase wahrscheinlich, was zu dem fundamentalen Bild der überwerteten Aktie eines grundsätzlich aussichtsreichen Unternehmens passt.

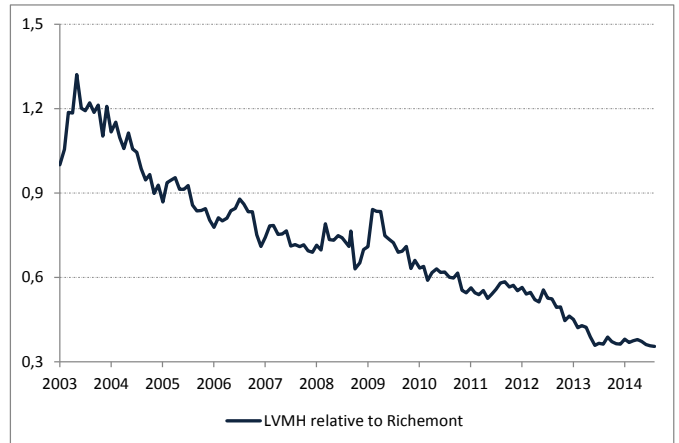
Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

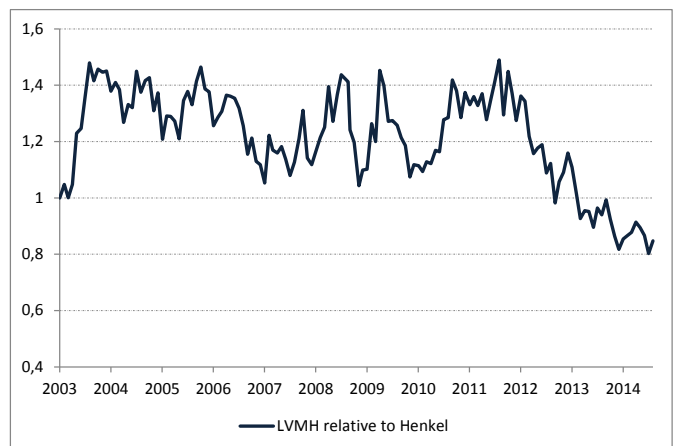
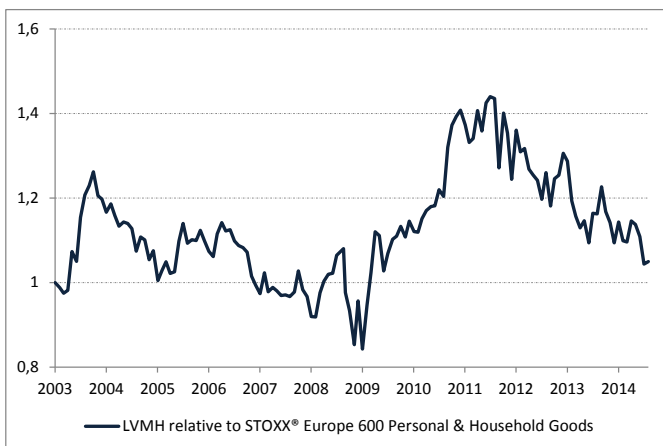
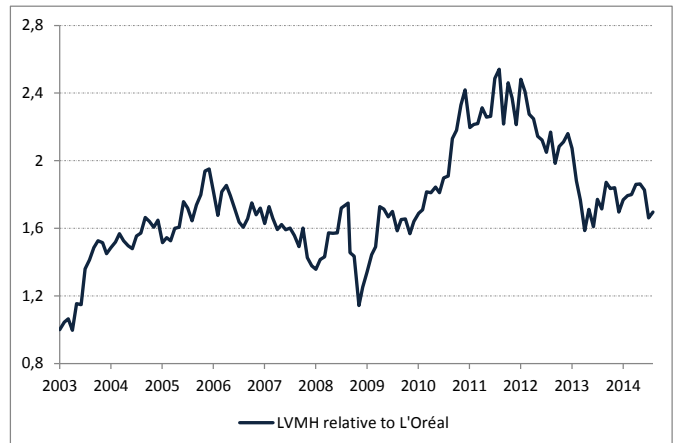
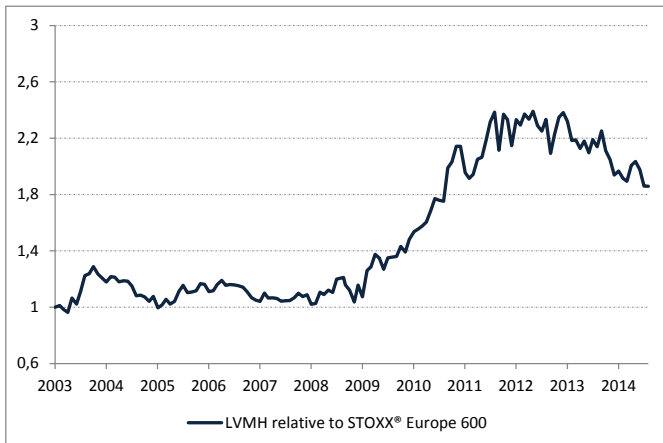
LVMH



Entwicklung relativ zu Vergleichsaktien:



Kursentwicklung relativ zu Vergleichsindizes

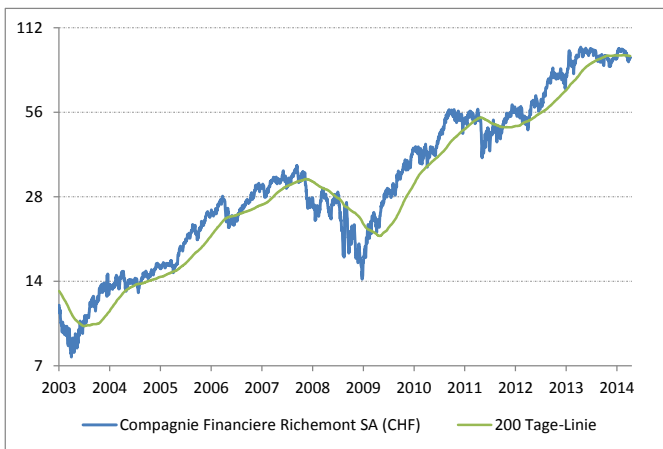


LVMH befindet sich absolut gesehen in einem Seitwärtstrend. Relativ gesehen haben sich seit 2011 aber deutliche Abwärtstrends herausgebildet, bei denen auch kein Ende abzusehen ist. Allerdings zeigt gerade die Performance relativ zum Sektor einen ausgesprochen zyklischen Verlauf, sodass eine Gegenbewegung in den nächsten Monaten gut möglich ist. Momentan spricht aus rein charttechnischer Sicht aber noch nichts für ein Neuengagement in LVMH, sondern eher dafür, vor Käufen noch den Bruch der relativen Abwärtstrends abzuwarten.

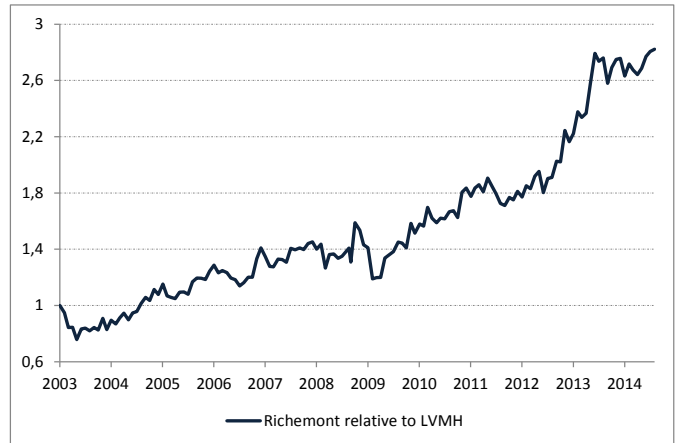
Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

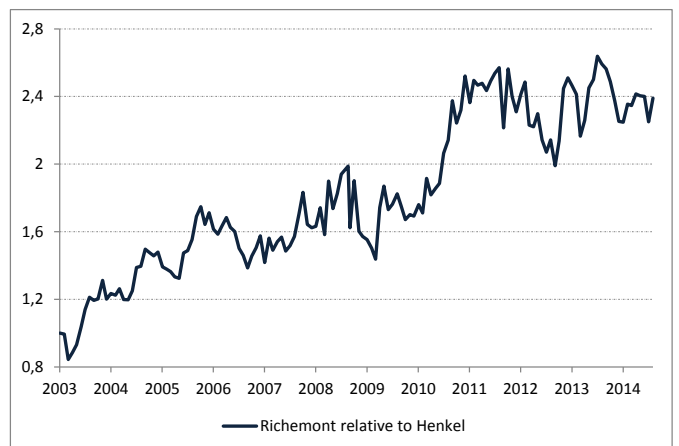
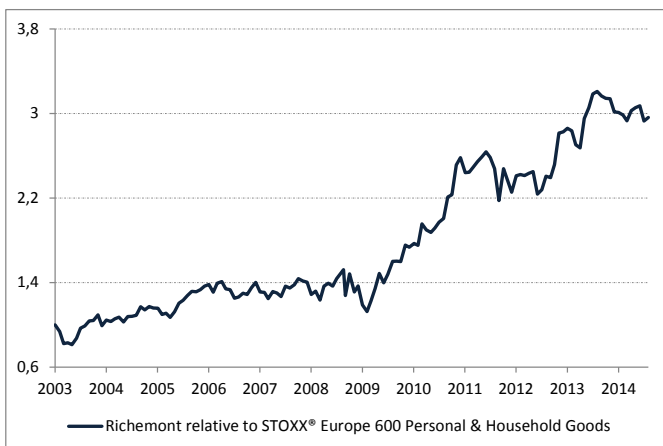
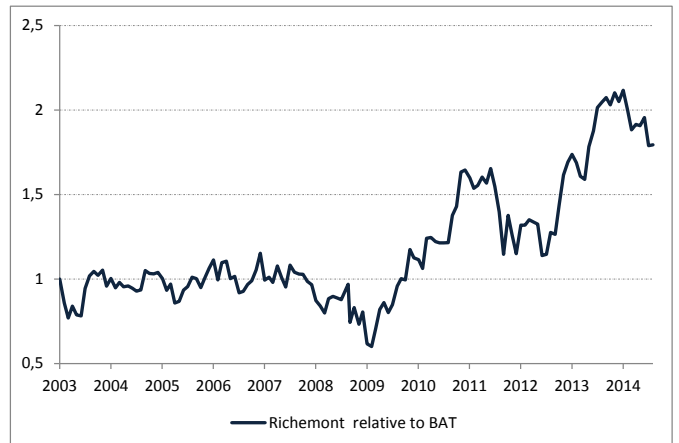
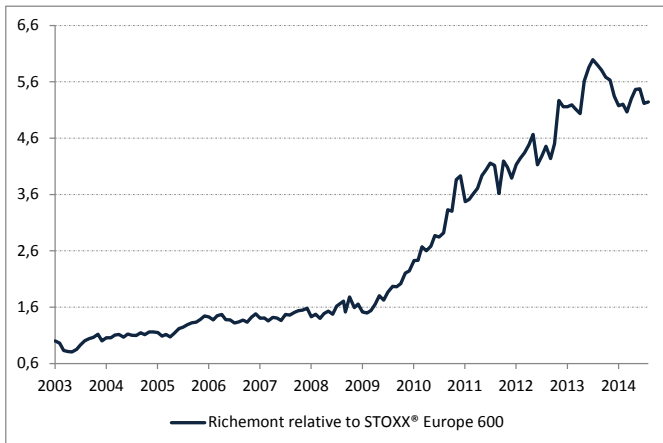
Richemont



Entwicklung relativ zu Vergleichsaktien:



Kursentwicklung relativ zu Vergleichsindizes:



Die Aktie von Richemont befindet sich in eindeutigen relativen Aufwärtstrends zu allen Vergleichswerten und –indizes. Allerdings hat die Aufwärtsbewegung zuletzt an Dynamik verloren, was auf eine zwischenzeitliche Korrektur oder zumindest auf eine Pause bei der Fortsetzung des Kursanstiegs hindeuten kann.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Insgesamt vermittelt sich das Bild, dass Richemont und Hermès International derzeit diejenigen Unternehmen sind, welche die Wettbewerbsvorteile der Luxusbranche am konsequentesten umsetzen. Richemont kann insbesondere Steuervorteile am besten nutzen, während Hermès bei der Ertragsstärke des eigentlichen Kerngeschäfts noch unerreicht ist. Richemont hat noch Verbesserungsmöglichkeiten bei der operativen Effizienz. Bei Hermès hingegen dürften sich aufgrund der Bindung zu Frankreich nur geringe Spielräume für eine Verminderung der Steuerbelastung eröffnen.

Bei Hermès International hat sich die hohe Qualität des Geschäftsmodells bereits in einer sehr hohen Bewertung niedergeschlagen, nicht zuletzt auch, weil LVMH vor einigen Jahren einen erfolglosen Übernahmeversuch gestartet hatte. Richemont hingegen ist wie ein normales Konsumgüterunternehmen bewertet, was aber die Wettbewerbsvorteile nur ungenügend reflektiert.

Bewertung und Finanzkennzahlen ordnen LVMH als relativ normale Konsumaktie ein. Dies erscheint auf den ersten Blick auch richtig, da der Unternehmensfokus bisher relativ stark auf aggressivem Wachstum durch Akquisitionen lag und weniger bei einer Optimierung der bestehenden Wettbewerbsposition. Für die Zukunft wird es entscheidend sein, dass LVMH operativ mehr aus seinen Marken macht. Die Bewertung reflektiert nicht das Potenzial, sondern die mittelmäßige Gegenwart.

Kritisch sind hingegen die weiteren Aussichten von Kering und Luxottica zu sehen. Kering ist als „Turnaround-Wert“ allerdings relativ niedrig bewertet, womit eine erhöhte Unsicherheit reflektiert ist. Luxottica hingegen ist vergleichsweise hoch bewertet, was auf das starke Gewinnwachstum der vergangenen Jahre und dem Ruf als eines der wenigen zuverlässigen italienischen Unternehmen zurückzuführen ist. Luxottica hat aber eine im Branchenvergleich unterdurchschnittliche Rentabilität, woran sich aufgrund der Abhängigkeit von der Lizenzproduktion auch nicht viel ändern dürfte. Die Höhe des Wachstums ist von Akquisitionen abhängig, die damit zusammenhängende Bilanzierung von Goodwill ist für eine relativ schwache Bilanz verantwortlich.

Durch die Peer-Group-Analyse werden die bereits in den Ausgaben 26 (Juni 2014) und 27 (Juli 2014) gemachten Anlageempfehlungen bestätigt: Hermès International ist äußerst erfolgreich, die Aktie ist aufgrund der ausgesprochen hohen Bewertung aber derzeit nur für sehr langfristig ausgerichtete Anleger zur Depotbeimischung geeignet. Die Kering-Aktie ist viel riskanter als diejenigen der Wettbewerber, kommt aber aufgrund der niedrigen Bewertung für sehr spekulative Anleger infrage. Die Aktie von Luxottica hingegen erscheint im Moment überbewertet; nur unter sehr langfristigen Aspekten lässt sich eine Halteposition rechtfertigen.

LVMH hat einige Schwächen und eine schlechte Charttechnik, ist aber gut aufgestellt und sollte vom Luxustrend grundsätzlich profitieren. Zudem gibt es Potenzial für Effizienzverbesserungen. Damit kommt die Aktie als Kerninvestment (2%-4% Depotanteil) für chancenorientierte Anleger infrage.

Anlagefavorit ist Richemont. Die Aktie ist ähnlich wie der Durchschnitt der Vergleichsunternehmen bewertet, hat aber ein überdurchschnittlich erfolgreiches Geschäftsmodell. Damit sollte die Firma weiterhin überproportional von den Möglichkeiten des Luxussektors profitieren. Die Aktie ist als Kerninvestment (2%-4% Depotanteil) für chancenorientierte und risikofreudige Anleger geeignet. Sie kommt auch als Depotbeimischung (0%-2% Depotanteil) für konservative Anleger infrage.

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 beigesteuert. Darüber hinaus werten wir auch Beiträge der seriösen Wirtschaftspresse sowie Nachhaltigkeitsreports über den jeweiligen Emittenten aus.

Spezielle Quellen für diese Ausgabe:

Die Zahlenangaben zur Verwendung des Begriffes „speculative bubble“ stammen aus: James Mackintosh: „Mania: a guide to over-heated assets“; Financial Times; July 26/27 2014 S. 34. Das Zitat von Eugene Fama lautet im Original:

“People who use the term ‘bubble’ never tell you what they mean. [They] seem to define a bubble as a strong price increase that implies a predictable strong decline, but the available research provides no reliable evidence that price declines are predictable. Thus, at least as the literature now stands, confidence statements about bubbles and what should be done about them are based on beliefs, not statistically reliable evidence.”

Es wurde von der Website http://www.ifa.com/articles/eugene_fama_nobel_prize_lecture übernommen (zuletzt abgerufen 27.08.2014).

Das Standardwerk zur Spekulationsblasen ist nach wie vor: von Charles P. Kindleberger, Robert Z. Aliber: “Manias, Panics and Crashes: A History of Financial Crises“ 6. Auflage, London 2011, Palgrave Macmillan.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Die Definition einer Spekulationsblase stammt aus dem Übersichtsartikel von Markus K. Brunnermeier und Martin Oehmke: "Bubbles, Financial Crises, and Systemic Risk" <http://www.nber.org/papers/w18398> (zuletzt abgerufen 31.08.2014).

Zu William Janeway vgl. John Cassidy: "Are Speculative Bubbles Good?" aus der Internetausgabe von „The New Yorker“, April 11, 2014 <http://www.newyorker.com/news/john-cassidy/are-speculative-bubbles-good> (zuletzt abgerufen 27.08.2014).

Die Original-Zitate von Harry Markowitz lauten:

"I'm in the anti-risk-parity camp"; sowie "I could never understand how a portfolio that is heavily overweight fixed-income assets, which have low expected returns, could be leveraged to achieve an excess return. It's like the merchant that loses three dollars on every sale and makes it up on volume."

Sie wurden entnommen bei Kris Devasabai: "Markowitz attacks hedge fund diversification claims"; Risk magazine; 26 Feb. 2014 www.risk.net/risk-magazine/news/2330945/markowitz-attacks-hedge-fund-diversification-claims (zuletzt abgerufen 27.08.2014).

Zu Risk Parity vgl. weiterhin: Markus Schuller, Gökhan Kula: Risk-Parity: Der blinde Fleck wird sichtbar; Das Investment.com; 17.07.2013: <http://www.dasinvestment.com/investments/maerkte/news/datum/2013/07/17/risk-parity-der-blinde-fleck-wird-sichtbar/> (zuletzt abgerufen 27.08.2014).

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 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 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 1.9.2014.

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.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Hinweis gemäß § 5 FinAnV:

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

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

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

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Disclaimer:

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

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

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

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

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

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

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

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

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