

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Nummer 30, 6. Oktober 2014

Heute mit folgenden Themen:

- **Investitionen: Birgt die aktuelle Schwäche die Gefahr einer Dauerstagnation?**
- **Die sechste Welle: Hat ein neuer Kondratjew-Zyklus begonnen?**
- **Deutsche Wohnungsgesellschaften: Welche Aktien sind nach dem starken Kursanstieg noch interessant?**

Die Weltwirtschaft kommt nicht voran, und als Hauptursache haben Ökonomen eine allgemeine Unlust an realwirtschaftlichen Investitionen ausgemacht. In „**Klartext: Investitionsangst**“ wird erläutert, wie allgemeine Unzufriedenheit mit Politik und Wachstumsorgen zur Blockade führen: Unternehmen und vermögende Anleger lassen ihre Gelder lieber auf dem Bankkonto, als es produktiv zu verwenden. Ökonomie-Nobelpreisträger Robert Shiller hat vor Kurzem darauf hingewiesen, dass diese Situation beunruhigende Parallelen zur in den 30er Jahren des vergangenen Jahrhunderts aufweist.

Von der Politik ist keine Besserung zu erwarten, sie ist relativ einseitig darauf ausgerichtet, über niedrige Zinsen oder Ausgabenprogramme die Konjunktur anzukurbeln, was genauso wenig funktionieren wird wie in den Vorjahren. Maßnahmen zur Förderung von privaten Investitionen sind hingegen unpopulär und politisch kaum durchzusetzen. Dennoch besteht zum übertriebenen Pessimismus kein Anlass: Die Wachstumstreiber Demografie, Globalisierung und Innovationen sind nach wie vor intakt und dürften eine Dauerstagnation verhindern. Insofern sollte man sich von der Zukunftsangst nicht anstecken lassen, sondern gerade jetzt nach guten Anlagemöglichkeiten Ausschau halten.

Inwieweit technischer Fortschritt die Wirtschaftsentwicklung in den nächsten Jahren tragen wird, hängt ganz entscheidend davon ab, ob grundlegende Neuerungen, sog. Basisinnovationen, für einen Wachstumsschub sorgen. Solche Basisinnovationen haben in den vergangenen 240 Jahren bereits in fünf langen Konjunkturzyklen mit einer Dauer von 40-60 Jahren die Wirtschaft vorangetrieben. Im Text „**Die sechste Welle**“ wird die These vertreten, dass wir uns sehr wahrscheinlich in der Frühphase einer neuen Aufschwungperiode befinden. Hierzu werden 12 neue Technologien vorgestellt, die das Potenzial für die nächsten Basisinnovationen haben.

Der Beitrag „**Haben deutsche Wohnimmobilien-Aktien noch Potenzial?**“ befasst sich mit einem Sektor, der in den vergangenen Monaten in den Aufmerksamkeitsbereich vieler Anleger gerückt ist. Nach den starken Kursgewinnen stellt sich allerdings die Frage, ob sich die Aktien noch für Neuengagements eignen. Zur Beantwortung werden die Branchentrends sowie den größten Unternehmen analysiert. Bei genauerer Betrachtung offenbaren sich gravierende Unterschiede zwischen den einzelnen Gesellschaften, die sich noch nicht in den Börsenkursen niedergeschlagen haben. Vor allem Deutsche Annington und Gagfah konnten sich von der Branche absetzen, ohne dass dies bisher ausreichend in ihrer Bewertung reflektiert ist.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Klartext: Investitionsangst

Liebe Langfristanleger,

warum erholt sich die Weltwirtschaft selbst 6 Jahre nach der Finanzkrise nur so zögerlich? Weshalb kommt die Eurozone einfach nicht aus ihrem Wachstumsloch heraus? Im Grunde sind sich alle Ökonomen einig, dass dies vor allem an einer ausgesprochenen Schwäche der realwirtschaftlichen privaten Investitionen liegt. Denn nicht nur bei den Kriseneuropäern will keine so rechte Lust hierzu aufkommen. Wenn man vom Fracking-Sonderboom im Energiebereich absieht, sind auch die USA nicht besonders investitions-



Inhalt:

Seite 6: Die sechste Welle

Seite 11: Haben deutsche Wohnimmobilien-Aktien noch Potenzial?

Seite 20: Impressum, Anhang

Seite 23: Disclaimer

freudig. In den Schwellenländern macht sich nach der Euphorie des vergangenen Jahrzehnts ebenfalls Vorsicht breit.

Großunternehmen und die Wohlhabenden dieser Welt schieben Unmengen von Geldern vor sich her und wissen nicht, wie sie diese produktiv einsetzen sollen. Neue Zahlen der Financial Times zeigen, dass die 1.000 weltweit größten Unternehmen außerhalb des Finanzsektors die Rekordsumme von 3,5 Billionen US\$ als Liquidität halten. 1,6 Bill. US\$ gehören US-Firmen und sind vorwiegend in Steuerparadiesen geparkt; fast 1 Bill. US\$ liegen auf den Bankkonten europäischer

Gesellschaften. Eine aktuelle Studie des Informationsdienstes Wealth-X schätzt für die 2.325 Milliardäre auf dieser Welt ein Durchschnittsvermögen von ca. 3,1 Milliarden US\$; wovon 600 Millionen US\$ (also ca. 20%) als Liquidität gehalten werden.

Sofern man überhaupt klare Aussagen über die Ursachen für diese Misere finden kann, so lassen sie sich auf zwei Faktoren reduzieren:

- 1) Grundsätzliche Befürchtungen bzgl. des globalen Wachstums.
- 2) Verunsicherung bzgl. politischer Entwicklungen und Interventionen.

Droht eine „säkulare Stagnation“ wie in den 30er Jahren?

Beide Begründungen hängen eng zusammen und bergen die Gefahr eines Teufelskreises in sich, worauf Ökonomie-Nobelpreisträger Robert Shiller vor Kurzem hingewiesen hat. In dem Essay „Parallels to 1937“ zeigte er beunruhigende Ähnlichkeiten in den Entwicklungen nach der Wirtschaftskrise 1929 und der Finanzkrise 2008 auf. In beiden Fällen blieb in vielen Ländern die Erholung nach dem Einbruch stecken, was zu Hoffnungslosigkeit bei breiten Bevölkerungsschichten und zur Anfälligkeit für nationalistische Ideologien führte. Abschottung, Konflikte und Krieg waren die Konsequenz. Shiller wies insbesondere darauf hin, wie sich die wirtschaftliche Lage in der Ukraine mit der Finanzkrise veränderte: vorher Boom-Region, erlebte dieses Land 2009 einen ökonomischen Absturz, von dem es sich bisher nicht erholen konnte. Dies hat Shillers Ansicht nach entscheidend dazu beigetragen, dass die jüngsten Konflikte und Auflösungserscheinungen in der Ukraine angeheizt wurden.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Insbesondere wichtig ist für Shiller, wie sich die mentale Einstellung zum Thema Wirtschaftswachstum verändert hatte: Damals wie heute wird von Ökonomen ernsthaft über Grenzen des Wachstums diskutiert, Theorien von einer „säkularen Stagnation“ gewannen damals und gewinnen heute wieder an Popularität. „Unterkonsumtion“, also übertriebenes Sparen aufgrund allgemeiner Unsicherheit, wird zum Massenphänomen, was zum wirtschaftlichen Krebsgang beiträgt. Psychologisch fatal ist für Shiller insbesondere, wenn zu viele Menschen das Gefühl bekommen, dass sich für sie persönlich nichts mehr verbessern kann. Dies führt zu Frustration, Verbitterung sowie möglicherweise am Ende auch zu Abschottung und Gewalt.

Wer kein Vertrauen in die Zukunft hat, der investiert nicht. Er empfindet die Möglichkeit einer Investition mehr als Gefahr für sein Vermögen und weniger als eine Chance, den zukünftigen Lebensstandard zu verbessern. „Safety first“ ist aber kein sehr vorausschauendes Motto der Zukunftsvorsorge.

Denn fatalerweise geht es bei Investitionen um mehr, als lediglich um die Wahrnehmung von Chancen. Sie sind nicht nur Voraussetzung für eine bessere Zukunft, sondern Grundbedingung dafür, dass sich nichts verschlechtert. Wer nicht investiert, sägt zwar nicht den Ast ab, auf dem er gerade sitzt. Er bekommt aber später auch keinen neuen Ast, wenn die alte Sitzgelegenheit abgenutzt und morsch geworden ist sowie abubrechen droht. Besteht aufgrund der Investitionsangst die Gefahr eines Teufelskreises aus Pessimismus, Investitionsunlust und Niedergang?

Fragwürdige Patentrezepte

Die meisten Ökonomen erscheinen etwas ratlos, wenn sie danach gefragt werden, wie denn nun die allgemeine Investitionsschwäche zu bekämpfen sei. Dies dürfte damit zusammenhängen, dass die zwei üblicherweise aus der Mainstream-Wirtschaftswissenschaft abgeleiteten Lösungsvorschläge derzeit alles andere als unproblematisch sind:

- 1) Soll die Geldpolitik noch lockerer werden, um über niedrige Zinsen die Investitionen anzukurbeln?
- 2) Oder befinden wir uns in einer Situation der Unterkonsumtion, in welcher der Wirtschaftskreislauf durch mehr Staatsausgaben – wie z. B. mit Investitionsprogrammen – wieder angekurbelt werden muss?

Beide Vorschläge haben einen fragwürdigen Nutzen bzw. negative Nebenwirkungen. Denn reine Geldpolitik kann nur die Zinsen, aber nicht das grundsätzliche Vertrauen in die Zukunft beeinflussen. Solange dies nicht wieder da ist, werden höchstens Ersatzinvestitionen vorgenommen, egal wie günstig der Zins ist. Zudem würden kreditfinanzierte Investitionen die Schuldenspirale wieder ankurbeln, die uns erst in die Finanzkrise geführt hat. Genau das gleiche gilt für staatliche Ausgabenprogramme, die durch Kreditaufnahme finanziert würden.

Die Knackpunkte, warum weder leichte Geldpolitik noch schuldenfinanzierte Staatsausgaben so richtig vertrauenserweckend sind, liegen im Wesentlichen in zwei Punkten begründet:

- Sie lösen nicht das allgemeine Problem politischer Unsicherheit, was sich durch immer kompliziertere Regulierungen und steigende geopolitische Konflikte ergibt.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

- Beide zielen letztlich darauf ab, die Wirtschaft durch eine Erhöhung der Verschuldung anzukurbeln, sie es indirekt im privaten Sektor wie bei der Geldpolitik oder direkt im Staatsbereich wie bei Ausgabeprogrammen. Nach einer Finanzkrise durch zu hohe Schulden sollte aber ein Abbau der Gesamtverschuldung oberste Priorität sein, nicht eine erneute Aufblähung.

Bedauerlicherweise hat auch der vor ein paar Tagen zu Ende gegangene G20 Gipfel wenig Hoffnung gemacht. Zwar wurden vollmundig eine deutliche Ankurbelung des globalen Wachstums versprochen und eine Reihe von neuen Ideen hierzu präsentiert. Bei näherer Betrachtung stellen sich die brillanten Neuvorschläge jedoch als recht einseitig heraus. So soll jetzt verstärkt das Verstecken von Gewinnen in Steuerparadiesen bekämpft werden. Weiterhin sollen sich jetzt private Anleger verstärkt an öffentlichen Infrastrukturinvestitionen beteiligen dürfen.

Mit dem Titel „Planwirtschaft trifft Größenwahn“ beschrieb Spiegel Online recht zutreffend diesen Politikansatz. Denn die angebliche Wachstumsförderung ist nichts anderes als ein Etikettenschwindel. So notwendig einige der angestrebten Maßnahmen auch sein mögen, primär geht es darum, private Gelder zur Stopfung von Haushaltslöchern umzuleiten. Konsequenz ist damit nicht die Förderung privater Investitionen, sondern ihre Substitution durch staatliche Programme.

Das Offensichtliche wird ignoriert

Auf die relativ offensichtliche Idee, dass man das Klima für private Investitionen verbessern könnte, indem man Regulierungen vereinfacht und die Eigenkapitalbildung steuerlich begünstigt, scheinen derzeit weder Ökonomen oder Spitzenpolitiker zu kommen. Während bei Ökonomen diese Einfallslosigkeit relativ erstaunlich ist, hat sie in der Politik damit zu tun, dass solche Maßnahmen nicht nur die Steuereinnahmen vermindern würden, sondern ebenfalls viele Wählerstimmen kosten könnten. Denn die aktuelle Diskussion um eine wachsende soziale Ungleichheit in den westlichen Gesellschaften hat die fatale Konsequenz gehabt, dass das alte Feindbild vom bösen Kapitalisten in Form der Figur des „Superreichen“ wiederbelebt wurde. Maßnahmen zur Förderung der Kapitalbildung werden allgemein abgelehnt, weil sie ja die verhassten Superreichen begünstigen könnten.

Dies ist extrem kurzsichtig. Denn:

- a) mit zunehmender Eigenkapitalbasis steigt auch wieder die Fähigkeit zur Verschuldung, was die Wirksamkeit der traditionellen Geldpolitik wieder verbessern könnte.
- b) der sozialen Ungleichheit könnte man z. B. durch Förderung der Kapitalbildung in Arbeitnehmerhand entgegen wirken (warum sind eigentlich Mitarbeiteraktien so aus der Mode?).
- c) man könnte gezielt Start-ups oder den Mittelstand fördern, die i.d.R. mit ihren Investitionen besonders viel Wachstum und Arbeitsplätze schaffen sowie die Gewinne hinterher nicht in Steuerparadiese verschieben.
- d) selbst wenn ein Superreicher durch die von seinen Investitionen geschaffene Wertschöpfung überproportional profitiert; so ist dies für die Gesamtwirtschaft immer noch besser, als wenn er überhaupt nichts macht. Vor allem in Asien nimmt man daher wachsende soziale Ungleichheit gerne in Kauf, solange im Ergebnis die Wirtschaft an sich vorankommt. Dies ist einer der Gründe für die anhaltende wirtschaftliche Dynamik in dieser Region.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Totgesagte leben länger: Die Weltwirtschaft ist nicht so einfach kaputt zu machen

Muss man jetzt pessimistisch werden, wenn man es nicht schon ist? Ich meine nein, weil es trotz der kontraproduktiven Politik drei Faktoren gibt, aufgrund derer sich die heutige Situation grundlegend von den 30er Jahren unterscheidet. Sie werden auch dafür sorgen, dass es kein Abgleiten der Weltwirtschaft in eine säkulare Stagnation geben wird:

- Die Weltbevölkerung wächst weiter mit ca. 0,8% p.a. Insbesondere die für das Wachstum wichtige Mittelschicht in den Schwellenländern gewinnt weiter an Bedeutung. Sie hat nach wie vor einen gewaltigen Nachholbedarf, ist konsumfreudig und generell sehr leistungsbereit.
- Die Globalisierung schreitet trotz der nationalistischen Bestrebungen einzelner Länder unaufhaltsam voran. Nach einem scharfen Einbruch im Welthandel 2009 wurde 2012 mit einem Volumen von 17,8 Billionen US\$ (bzw. 22 Billionen incl. Dienstleistungen) das Niveau vom bisherigen Rekordjahr 2008 wieder deutlich übertroffen.
- Die Innovationskraft von Wissenschaftlern und Unternehmern ist noch lange nicht am Ende. Im Gegenteil, in vielen Bereichen wie der Informationsindustrie; der Pharmazeutik; den alternativen Energien; der Materialtechnik etc. haben sich eine Reihe von vielversprechenden neuen Technologien entwickelt, die vor der Markteinführung stehen (hierzu mehr im folgenden Beitrag „Die sechste Welle“). Asiatische Wissenschaftler spielen bei der Hervorbringung echter Neuheiten eine immer größere Rolle, was die Innovationsdynamik noch verstärkt.

Wachstum trotz Politik

Schlechte Wirtschaftspolitik ist kein exklusives Phänomen der heutigen Zeit. Tatsächlich lässt sich für die meisten Phasen der ökonomischen Entwicklung in den vergangenen Jahrhunderten feststellen, dass Wachstum nicht wegen, sondern trotz politischer Interventionen erfolgt ist. Lediglich in den dreißiger Jahren des vorigen Jahrhunderts gelang es der Politik erfolgreich, durch eine beispiellose Kombination aus restriktiver Geldpolitik, Protektionismus und übertriebener Sparpolitik die Wachstumskräfte zeitweise komplett abzuwürgen. Insofern hat Robert Shiller schon recht, davor zu warnen, dass Fehler aus dieser Zeit wiederholt werden und sich Pessimismus in den Köpfen festsetzt. Selbst wenn global gesehen kaum eine Dauerstagnation zu befürchten ist, sieht dies regional – wie in einigen Nationen Osteuropas und bestimmten Ländern der Eurozone – teilweise ganz anders aus.

Vielleicht kommen irgendwann einmal wieder Phasen besserer Politik, Anleger sollten darauf aber nicht warten. Denn insbesondere Perioden schlechter Marktstimmung und pessimistischer Erwartungen eröffnen gute Einstiegschancen an den Aktienmärkten. Dabei sind vor allem Unternehmen interessant, die gerade in diesem verunsicherten Umfeld weitsichtig in die Zukunft investieren. Wenn alles wieder sicher erscheint, sind die guten Gelegenheiten ebenfalls weg. Nur wenn Angst regiert, und die Folgen von Investitionen überwiegend als Gefahren empfunden werden, bieten sich echte Chancen.

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



Die sechste Welle

Von Karl-Heinz Thielmann

Gibt es Grenzen des Wirtschaftswachstums? Sind nicht irgendwann alle Ressourcen erschöpft; alle Produktionskapazitäten ausgelastet? Wie viele Menschen können auf dieser Erde überhaupt ernährt werden? Diese Fragen stellen sich nicht nur heutige Globalisierungskritiker. Bereits der britische Ökonom Thomas Robert Malthus (1766–1834) beschäftigte sich mit dieser Problematik und kam zu beunruhigenden Ergebnissen.

Auf der Suche nach Gründen für die sozialen Probleme im frühindustriellen England veröffentlichte er im Jahr 1798 den Aufsatz „The Principle of Population“. Hierin stellte Malthus die These auf, dass die Bevölkerungszahl exponentiell wachsen werde, die Lebensmittelproduktion aber nur linear erhöht werden könne. Das Angebot könnte man deshalb nicht entsprechend der steigenden Nachfrage ausdehnen. Nahrungsmittel würden immer knapper; ihre Preise immer weiter steigen und sie damit für breite Schichten der Bevölkerung unerschwinglich werden. Weitverbreiteter Hunger und Verelendung wären die Folge.

Für diesen Prozess des in die Verarmung führenden Wachstums haben sich in den späteren Jahren Begriffe wie die Malthusianische Katastrophe bzw. Bevölkerungsfalle geprägt. Malthus beeinflusste mit seinen Gedanken stark spätere sozialistische Ökonomen (wurde von Karl Marx allerdings abgelehnt) sowie in heutiger Zeit noch Wachstumsskeptiker wie den „Club of Rome“ bzw. die sogenannten „Postwachstumsökonomien“.

Von marktwirtschaftlich orientierten Ökonomen wurden Malthus Thesen immer schärfstens angegriffen, da sie ein Versagen der Selbstregulierungskräfte von Märkten implizierten. Zudem waren die logischen Konsequenzen von Malthus Ideen massive staatliche Eingriffe zur Eindämmung des Bevölkerungswachstums, die jeglichem Freiheitsverständnis widersprachen. Dies sieht man z. B. an den Konsequenzen der chinesischen Ein-Kind-Politik, die man in gewisser Weise als praktische Umsetzung von Malthus Ideen in der Neuzeit ansehen kann.

Das Hauptproblem der Vorstellungen von Malthus und seiner geistigen Nachfolger besteht allerdings darin, dass sie einen Faktor massiv unterschätzt haben. Dieser hat in der Realität dazu geführt, dass genau das Gegenteil der pessimistischen Prognosen eingetreten ist. Produktivitätsgewinne aufgrund von technischem Fortschritt haben es ermöglicht, immer mehr Güter und Nahrungsmittel immer billiger zu produzieren. Massenwohlstand statt Elend ist das Resultat der Wirtschaftsentwicklung der vergangenen 250 Jahre.

Dynamisches Unternehmertum und technische Innovation: die Wachstumsformel

Wenn man die Rolle des technischen Fortschritts in der wirtschaftlichen Entwicklung verstehen will, stößt man unweigerlich auf die Namen zweier Ökonomen, die seine Rolle grundlegend analysiert und beschrieben haben: Nikolai Kondratjew und Joseph Schumpeter.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Nikolai Kondratjew veröffentlichte 1926 den bahnbrechenden Aufsatz „Die Langen Wellen der Konjunktur“. Auf der Basis empirischen Materials aus Deutschland, Frankreich, England und den USA stellte er fest, dass es zwei Arten von Wirtschaftszyklen gibt: mittelfristige durch allgemeine Angebots- und Nachfrageschwankungen sowie sehr lange Konjunkturwellen, die 40 bis 60 Jahre dauern können. Als Ursache für diese „langen Wellen“ wurden Paradigmenwechsel in der Wirtschaft durch technische Neuerungen identifiziert, die zu massiven Investitionen in neue Technologien führten.

Joseph Schumpeter entwickelte in den 30er Jahren in seinen Untersuchungen über Konjunkturzyklen die Ideen von Kondratjew weiter. Er bezeichnete die langen Konjunkturwellen erstmals als „Kondratjew-Zyklus“. Weiterhin prägte Schumpeter den Begriff der „Basisinnovationen“ für die grundlegenden technischen Innovationen, die Ausgangspunkt für diese „Langen Wellen“ sind und zu einer Umwälzung in der Produktion und Gesellschaft führen.

Für Schumpeter war für den Erfolg einer Basisinnovation nicht ihre Entdeckung ausschlaggebend, sondern der weitverbreitete Einsatz. Insofern war für ihn nicht unbedingt der Wissenschaftler oder Erfinder der Innovation die entscheidende Figur, sondern derjenige, welcher die Neuheit kommerziell verwertete und damit ihre Verbreitung vorantrieb: der dynamische Unternehmer.

Unternehmer verbreiten Innovationen, weil sie sich hiervon kommerzielle Erfolge versprechen. Andere Unternehmer imitieren die Pioniere, worauf diese mit weiteren Verbesserungen reagieren müssen, um ihre Stellung zu halten. Dies zieht wiederum Reaktionen der Wettbewerber nach sich. Aus dem Wechselspiel zwischen Innovation und Imitation beschleunigt sich der technische Fortschritt. Allerdings geht dies meist zulasten traditioneller Produkte, die dann ganz oder teilweise verdrängt werden. Innovativer Fortschritt ist deshalb auch immer ein Prozess „kreativer Zerstörung“.

Ein Beispiel hierfür ist die Entwicklung der Tablets in den vergangenen Jahren. Technisch schon lange möglich, waren diese Mini-Rechner mehrere Jahre eher unpopuläre Nischenprodukte geblieben. Erst als der dynamische Unternehmer Steve Jobs von Apple die Idee aufgriff und mit dem iPad ein sehr benutzerfreundliches Tablet präsentierte, verbreiteten sich diese rasend schnell. Wettbewerber wie Samsung kamen mit ähnlichen Produkten auf den Markt, was den ursprünglichen Innovator Apple zu weiteren Verbesserungen zwang. Tablets wurden damit ebenfalls immer mehr zum Ersatz für traditionelle Computer, deren Markt in der Folge massiv beeinträchtigt wurde.

Die wichtige Rolle des dynamischen Unternehmers (und seiner ebenfalls dynamischen Nachahmer) bei der Durchsetzung von Innovationen erklärt, warum das System freier Marktwirtschaft mit einem relativ ungehinderten Marktzugang so wichtig ist für Wirtschaftswachstum. Etablierte Unternehmen und Bürokraten haben immer ein Interesse daran, dass sich möglichst wenig ändert, da ihre Besitzstände durch den Prozess kreativer Zerstörung gefährdet werden.

Hat der zyklische Aufschwung nicht schon längst begonnen?

Wo befinden wir uns heutzutage im „Kondratjew-Zyklus“? Allgemeiner Grundkonsens in der Wissenschaft ist, dass wir uns in den 80er und 90er Jahren des vergangenen Jahrhunderts in einer neuen Aufschwungphase befunden haben. Der Fortschritt in der Informationstechnologie bildete eine

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Basisinnovation, die in der allgemeinen Verbreitung von Computern; vernetzter Produktion; sowie in dem Internet seinen Ausdruck gefunden hat. Dies war die Aufschwungphase der sogenannten „fünften Kondratjew-Welle“. Vorausgegangen waren folgende Perioden:

1. Welle (ca. 1780–1840): Erste industrielle Revolution (Frühmechanisierung); Beginn der Industrialisierung durch die Basisinnovationen der Dampfmaschinen und der Textilindustrie.
2. Welle (ca. 1840–1890): Zweite industrielle Revolution (Gründerzeit): Stahl wird bevorzugter Werkstoff; Eisenbahnen und Dampfschiffe potenzieren Transportmöglichkeiten.
3. Welle (ca. 1890–1940): Blütezeit von Elektrotechnik und Chemie: Energieversorgung, Telefon, Radio etc. verbreiten sich.
4. Welle (ca. 1940–1980): Erdölzeit: Petrochemische Produkte (insb. Plastik), Luftverkehr und Automobile werden Massenprodukte.

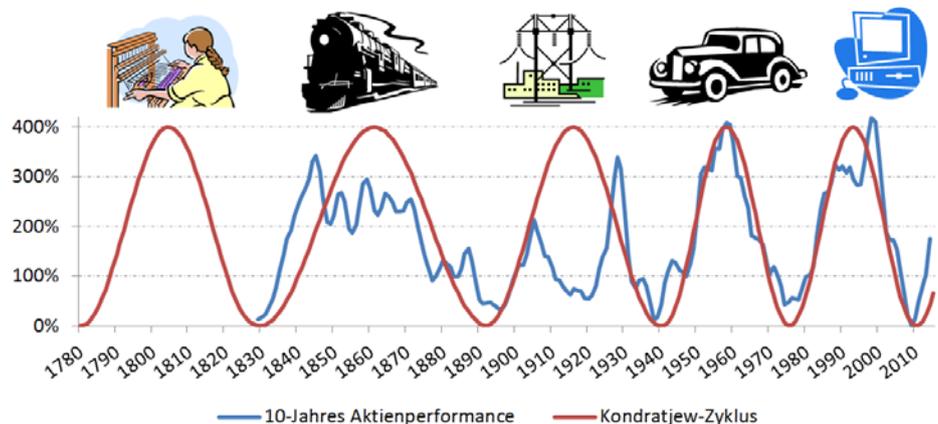
Unklar ist, wann die 5. Welle ihren Höhepunkt überschritten hat. Unterstellt man die von Kondratjew ursprünglich unterstellte Dauer von 40-60 Jahren, so befinden wir uns noch mittendrin. Der Internationale Währungsfonds (IWF) prognostizierte vor über 10 Jahren, dass 2004 der Anfang einer 5jährigen Hochphase mit globalen Wachstumsraten von ca. 5% wird, die dann Ende des Jahrzehnts in einen langsamen Abschwung einmündet. Wie wir inzwischen wissen, lag er damit falsch.

Die Wendezeit ist wahrscheinlich viel früher anzusetzen. Vermutlich war zum Zeitpunkt der Internet-spekulationsblase im Jahr 2000 der Höhepunkt schon längst überschritten. Insofern hatte auch der Abschwung viel früher eingesetzt als z. B. vom IWF oder anderen Ökonomen ursprünglich erwartet.

Doch befinden wir uns weiter in einer Abschwungphase oder bereits wieder einer Aufschwungsperiode? Das ursprüngliche von Kondratjew identifizierte zeitliche Ablaufmuster legt nahe, dass wir uns immer noch im Niedergang befinden. Wenn allerdings der Höhepunkt des vorangegangenen Zyklus schneller erreicht wurde, so könnte man vermuten, dass der Abstieg ebenfalls schneller erfolgte; sich also die Zyklusdauer insgesamt auf ca. 30-40 Jahre verkürzt hat. Nicht auszuschließen ist, dass sie sich in Zukunft sogar noch weiter verkürzt.

Diese Fragestellung ist gerade für langfristig orientierte Anleger sehr interessant, da die Entwicklung der Aktienbörsen bisher eng mit dem Verlauf eines Kondratjew-Zyklus verknüpft war. Dies belegt nebenstehende Grafik, bei der Simulationsrechnungen für den Verlauf dieser Zyklen sowie die historischen Performancedaten

der führenden Aktienmärkte (vor 1871 Großbritannien, danach USA) übereinandergelegt wurden. Mit Ausnahme einer Delle durch den Ersten Weltkrieg stimmen Zyklus und verfügbare Aktienkursdaten gut überein.



Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

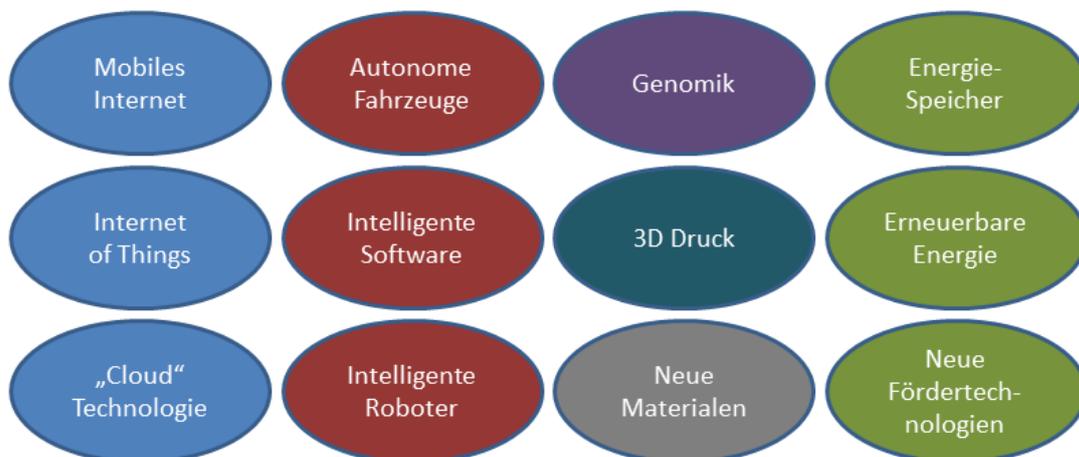
Aufschwungphasen im Kondratjew-Zyklus sind in der Regel mit lang anhaltenden Bullenmärkten verknüpft, wie wir es zuletzt in den 80er und 90er Jahren des vergangenen Jahrhunderts gesehen haben. Für die Endphasen ist typisch, dass viele Marktteilnehmer nach Perioden lang anhaltenden Fortschritts den zyklischen Charakter verkennen. Sie schreiben mit in ihren Erwartungen die positiven Trends immer weiter in die Zukunft fort und werden viel zu optimistisch. Höhepunkte in der langen Welle waren deshalb immer mit weit übertriebenen Aktienkursen verbunden; wie während der „Roaring Twenties“; der Phase der „Nifty-Fifty“-Aktien Anfang der 70er oder eben während des Internetaktienbooms bis zum Jahr 2000.

Nach dem exzessiven Rausch kam dann jeweils ein heftiger Kater, der meist ca. 10 Jahre wirtschaftliche Stagnation und hohe Volatilität an den Börsen mit sich brachte: Die Weltwirtschaftskrise der 30er und die Ölkrise der 70er Jahre schlossen so jeweils ihre Kondratjew-Zyklen ab. Insofern liegt es nahe, auch die Krisenphase des vergangenen Jahrzehnts zwischen platzender Internetblase, Finanzkrise sowie Euro-Staatsschuldenkrise als Endphase der 5. Welle zu interpretieren.

Inzwischen gehe zumindest ich sogar davon aus, dass die letzte Abschwungphase nicht nur beendet ist, sondern die nächste Aufschwungwelle schon längst begonnen hat. Für diese Sichtweise spricht, dass sich in den vergangenen Jahren in einer Reihe von Forschungsgebieten vielfältige Neuheiten entwickelt haben, die das Potenzial für echte Basisinnovationen haben. Erste Markteinführungen von Produkten, die auf neuen Techniken basieren, sind schon erfolgt oder stehen in absehbarer Zeit bevor. Deswegen erscheint es interessant, einen Blick auf diese Innovationen zu werfen, die unser Leben – und auch die Wertentwicklung unserer Kapitalanlagen entscheidend beeinflussen können.

Die 12 neuen Kondratjew-Wellenreiter: potenzielle Basistechnologien im guten Dutzend

2013 hat das McKinsey Global Institute eine große Studie zu disruptiven Technologien *) und ihren potenziellen Auswirkungen vorgestellt. Selbst wenn ich nicht alle Ergebnisse dieser Untersuchung vollständig teilen kann, so halte ich die angewandte Kategorisierung von Zukunftstechnologien für sehr aussagekräftig und möchte sie hier übernehmen:



*) = *Disruptive technologies: Advances that will transform life, business and the global economy (Mai 2013)*

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

1. Mobiles Internet => immer kostengünstigere und leistungsfähigere mobile Computersysteme verbessern die Konnektivität und ermöglichen damit immer weitergehende Anwendungen.
2. „Internet of Things“ => Verknüpfung eindeutig identifizierbarer physischer Objekte (Things) mit der virtuellen Repräsentation in einer Internet-ähnlichen Struktur. Dies wird ermöglicht durch eine Vielzahl von Sensoren zum Datensammeln sowie Miniaturrechentechnik zum Auswerten.
3. „Cloud“-Technologie => Auslagerung von Computer-Hardware und -Software über das Internet.
4. Autonome Fahrzeuge => Fahrzeuge, die sich selbstständig fortbewegen, entweder völlig autonom oder nur noch vom Menschen überwacht.
5. Intelligente Software => Software, die auch komplexe und unstrukturierte Aufgaben bearbeiten, lernen, kreativ Lösungen erarbeiten sowie Werturteile abgeben kann.
6. Intelligente Roboter => zusammen mit verbesserter Sensortechnik stellen intelligente Roboter die Hardwareanwendung von intelligenter Software dar; also Roboter, die selbstständig in der Lage sind, komplexe Zusammenhänge zu analysieren und autonom Handlungen auszuführen.
7. Genomik => Anwendung von Big Data auf die Gen-Sequenz-Analyse; synthetische DNA.
8. 3D-Druck => kostengünstige Herstellung von komplexen und auf individuellen Anforderungen basierenden Produktionsteilen.
9. Neue Materialien => neuartige Werkstoffe, die gegenüber den bisher üblichen weit verbesserte Materialeigenschaften haben.
10. Energiespeicher => kostengünstige und leistungsfähige Energiespeicher.
11. Erneuerbare Energien => stark in der Effizienz verbesserte Technologien der Stromgenerierung, die eine Energiegewinnung aus erneuerbaren Energiequellen ohne Förderung durch Subventionen ermöglichen.
12. Neue Fördertechnologien => effizientere Verfahren zur Förderung von Rohstoffen, welche die Ausbeutung von bisher nicht wirtschaftlich erschließbaren Vorkommen erlauben.

In den nächsten Ausgaben von „*Mit ruhiger Hand*“ werden mit der Reihe „**Kondratjews neue Wellenreiter**“ die einzelnen Kandidaten für neue Basistechnologien unter die Lupe genommen; sowie ihre möglichen Folgen beschrieben und bewertet. Zwar ist es derzeit noch nicht möglich, abzuschätzen, wie erfolgreich die einzelnen Technologien tatsächlich sein und welche Unternehmen hier von am meisten profitieren werden. Klar ist aber, dass noch nie in der Wirtschaftsgeschichte ein so umfangreiches und vielfältiges Spektrum an potenziellen Basistechnologien in den Startlöchern stand. Und viel konkreter als die Gewinner der zukünftigen Entwicklungen zeichnen sich die potenziellen Verlierer ab: die Repräsentanten der alten Technologien, die im nun anstehenden Prozess der kreativen Zerstörung verdrängt werden.

Auf der Identifikation von potenziellen Verlierern wird deshalb ein Schwerpunkt der Analysen liegen. Entscheidend für den zukünftigen Anlageerfolg wird eine möglichst frühzeitige Vermeidung von Unternehmen sein, denen der strukturelle Niedergang bevorsteht. Ihnen entzieht der technische Fortschritt entweder die Geschäftsgrundlage, ähnlich wie er es früher mit Hufschmieden, Kesselflickern oder Fassmachern gemacht hat; oder er sorgt für schmerzhaft und kostspielige Anpassungsprozesse, wie im vergangenen Jahrhundert bei der Textilindustrie oder Konsumelektronik.

Haben deutsche Wohnimmobilien-Aktien noch Potenzial?

Von Karl-Heinz Goedeckemeyer

Immobilienanlagen spielen für institutionelle und vermögende Investoren eine zusehends wichtigere Rolle. Wie aktuelle Umfragen zeigen, wollen viele Investoren ihre Immobilienquote in den kommenden Jahren weiter erhöhen. Während der Großteil der Immobilieninvestments bislang in direkte Anlagen floss, spielten Aktien aus diesem Sektor für deutsche institutionelle Anleger zumeist nur eine untergeordnete Rolle. Gleichwohl gibt es erste Anzeichen dafür, dass sich dies in den kommenden Jahren ändern könnte. Allerdings sind die Perspektiven für die einzelnen Marktsegmente unterschiedlich: Während die Erträge bei deutschen Büroimmobilien zusehends unter Druck geraten, bieten Wohnimmobilien auf lange Sicht weitaus höhere Renditen und Preissteigerungspotenziale.

Immobilienaktien sind neben offenen und geschlossenen Fonds eine dritte Kategorie der indirekten Immobilienanlage. Dieser Kategorie von Wertpapieren hat sich historisch als relativ konjunktursensitiv erwiesen, insofern können Investoren hiermit auf einen Wirtschaftsaufschwung setzen. Weiterhin können Anleger Unternehmen aus unterschiedlichen Segmenten (Büro, Wohnen, Handel, Logistik) und Regionen auswählen und sich somit relativ bewusst so positionieren, wie es ihren Anforderungen entspricht.

Weiterhin sind die Kursverläufe von Gesamtmarkt in der Langfristbetrachtung relativ unabhängig, Investoren können daher ein Portfolio gut diversifizieren. Aktuelle Studien zeigen, dass für die letzten Jahre Anleger dann relativ effiziente Portfolios erzielten, wenn sie neben Aktien und Anleihen auch bis zu 25 % in Immobilien anlegten. Der Risikostreuungseffekt wurde insbesondere durch indirekte Investments erzielt, die ja zumeist selbst breit diversifiziert sind.

Trotz der Kursavancen in den zurückliegenden 12 Monaten bieten Wohnimmobilienaktien zum Teil noch erhebliche Steigerungspotenziale. In den letzten 12 Monaten legte der Immobilien-Branchenindex „RX Real Estate“ um 25,5% zu – und damit weitaus stärker als z. B. der MDAX, der lediglich um 2,9% avancierte. Von den acht Werten des RX Real Estate stammen immerhin sechs aus dem Wohnungssegment. Im MDAX sind inzwischen sechs mittelgroße Immobilienunternehmen notiert, wobei fünf Titel dem Wohnungssegment zuzurechnen sind. Das Indexgewicht dieser Titel dürfte sich etwa bei 10% belaufen. Inzwischen ist Deutschland der drittgrößte Sektor im FTSE EPTA/NAREIT-Index. Seit Anfang 2014 haben sich die Aktien deutscher Wohnimmobilien nicht nur besser entwickelt als der breite europäische Property-Sektor, sondern auch als Gesamtmarkindizes wie der STOXX® Europe 600.



Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Die deutlichen Kursavancen sind zu einem großen Teil den gesunkenen Finanzierungskosten zuzuschreiben, die wiederum die Funds from Operations (FFO) und parallel dazu den Aktienkurs in immer neue Höhen getrieben haben. Falls die Unternehmen in der Lage sind, diese von Investoren viel beachtete Kennzahl kontinuierlich zu steigern, dürften diese auch bereit sein, hohe Prämien auf den Net Asset Value (NAV) einer Gesellschaft zu bezahlen. Damit ermöglichen sie dem Management wiederum die Möglichkeit, billiges Eigenkapital via Kapitalerhöhung einzuholen, um damit letztlich den Gewinn pro Aktie zu steigern.

Um dieser Assetklasse einen neuen Schub zu verleihen, bedarf es nicht nur einer höheren Awareness seitens der institutionellen Anlegerschaft, sondern auch eines größeren Angebots an kapitalmarktgeführten und soliden finanzierten Immobilienunternehmen. Laut unseren Recherchen befindet sich der Streubesitz überwiegend in Händen ausländischer institutioneller Investoren. Dass deutsche Investoren bei Immobilienaktien krass untergewichtet sind, geht z. B. aus einer Studie von Feri EuroRating hervor. Derzufolge liegt die Allokation bei Immobilienaktien/REITs bei 0,3%. Immerhin ist mit den IPOs von LEG und Deutsche Annington im vergangenen und der österreichischen Buwog in diesem Jahr der Kurszettel insbesondere im Wohnungssegment interessanter geworden. Nach unserer Einschätzung dürften die an der Börse notierten Wohnimmobilienunternehmen weiterhin vom guten Makro- und Finanzmarktumfeld sowie von der fortschreitenden Urbanisierungswelle profitieren. Ferner ist davon auszugehen, dass sich die Konsolidierung unter den Wohnungsunternehmen in den kommenden Jahren weiter fortsetzen wird, nicht zuletzt um Kostensynergien zu heben. Des Weiteren gehen wir davon aus, dass die Hauspreise vor dem Hintergrund der niedrigen Kreditzinsen, der Unsicherheit an den Finanzmärkten, der geringen Anzahl von Anlagealternativen und der starken Zuwanderung nach Deutschland in den kommenden Jahren weiter steigen werden, allerdings mit einer nachlassenden Dynamik. Selbst bei steigenden Bauaktivitäten dürfte der Nachfrageüberhang bei Wohnimmobilien in vielen Städten zunächst fortbestehen und damit preistreibend wirken. Diese Faktoren sprechen für eine Fortsetzung des aktuellen Zyklus. Insgesamt ist zu konstatieren, dass der deutsche Immobilienmarkt eine gute Plattform für das Wachstum der Unternehmen liefert.

Im ersten Beitrag einer dreiteiligen Reihe über europäische Immobilienunternehmen soll deshalb der Fokus auf deutschen Wohnungsgesellschaften liegen. In der Analyse haben wir uns auf die Unter-

Unternehmen	Kurs 2.10.	NAV *)	Prämie/Discount	LTV **)	FFO ***) je Aktie	FFO-Multiple 2014e
Dt. Annington	23,12	20,97	10,3%	51,2%	0,54	19,5
Dt. Wohnen	16,91	14,20	19,1%	56,2%	0,40	20,2
LEG	55,31	48,14	14,9%	48,4%	1,54	18,2
Gagfah	15,05	13,59	10,7%	60,5%	0,43	16,8

*) NAV = Nettovermögenswert

**) LTV = Nettoverschuldung in Relation zum Immobilienvermögen

***) FFO = Ergebnis vor Abschreibungen und Steuern und den Gewinnen aus Verkäufen und Entwicklungsprojekten

nehmen mit der höchsten Börsenkapitalisierung konzentriert: Deutsche Wohnen, Deutsche Annington, LEG und Gagfah. Da diese Unternehmen inzwischen eine kritische Masse erreicht haben, werden sie auch für institutionelle Anleger zusehends interessanter.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Deutsche Annington SE

Website: http://www.deutsche-annington.com/de/	Kurs 2.10.2014: 22,42 €	Börsenwert (Mrd.€): 5,4
Hauptbörse: Xetra	Land: Deutschland	WKN: A1ML7J
		ISIN: DE000A1ML7J1

Mit einer Marktkapitalisierung von etwa 5,4 Mrd. Euro weist die Deutsche Annington Immobilien SE (DAIG) die größte Börsenkapitalisierung unter den deutschen Immobilienaktien auf. Nach dem Ausstieg der bisherigen Anteilseigner Terra Firma und CPI Capital Partners erhöhte sich der Streubesitzanteil zum Halbjahr 2014 auf 50,65 %. Im Mai hat sich der Staatsfonds von Abu Dhabi, die Abu Dhabi Investment Authority (ADIA) mit 13,4 % an der Deutschen Annington beteiligt, und ist nunmehr neuer Großaktionär des Unternehmens. Per 22. September wurde die Aktie von der Deutschen Börse in den MDAX aufgenommen. Aufgrund der deutschlandweiten Präsenz – insgesamt gehören dem Unternehmen rund 185.000 Wohnungen mit einer durchschnittlichen Ist-Miete von 5,56 Euro je m² und einer Leerstandsrate von 3,8 % - ist die Dt. Annington in einer vergleichsweise starken Position. Mit den Anfang September dazugewonnenen Beständen (Frankonia-Portfolio), mit einer Wohn- und Nutzfläche von mehr als 344.000 Quadratmetern, wurde insbesondere die bundesweite Präsenz im Großraum Berlin, wo sich 49 % der Wohnungen befinden und in den Großstädten (Dresden, Leipzig, Jena und Erfurt) der neuen Bundesländer nochmals gestärkt. Diese Transaktion soll sich gemäß dem Unternehmen positiv auf den FFO/Aktie (0,9%) und NAV/Aktie (0,1%) auswirken. Ferner soll das EBITDA des neu erworbenen Bestands durch Skaleneffekte gesteigert werden.

Zum Halbjahr hat das Unternehmen aufgrund der schneller als geplant verlaufenden Integration der Dewag-Bestände ihre Prognose deutlich angehoben. Nunmehr wird für das laufende Jahr mit einem FFO1 von 275 - 285 Mio. Euro (anstatt der bisher geplanten 250 - 265 Mio. Euro) gerechnet. Davon sollen rund 70 % als Dividende ausgeschüttet werden. In den ersten sechs Monaten konnte der FFO gegenüber dem Vorjahreszeitraum um 26 % auf 130,3 Mio. Euro gesteigert werden. Der NAV legte zum Stichtag 30. Juni gegenüber dem Jahresendwert um 5,4 % auf 5.038,2 Mio. Euro zu, was einem NAV je Aktie von 20,97 Euro entspricht. Zum Halbjahr lagen die Kosten je Wohneinheit mit rund 800 Euro nicht nur unterhalb des für das Jahresende 2014 gesetzten Zieles, sondern auch deutlich unter ihren deutschen Wettbewerben, die auf Kosten von 900 – 1.150 Euro kommen.

Für das laufende Jahr rechnet DAIG mit einem Privatisierungsvolumen von 2.000 bis 2.100 Wohnungen anstelle der bisher geplanten 1.800 Einheiten aus. Dabei soll sich die Marge auf 30-35 % (statt des bisher geplanten Aufschlages von mindestens 20%) erhöhen. Die Mieten will die DAIG in 2014 um 2,3 %-2,6% steigern.

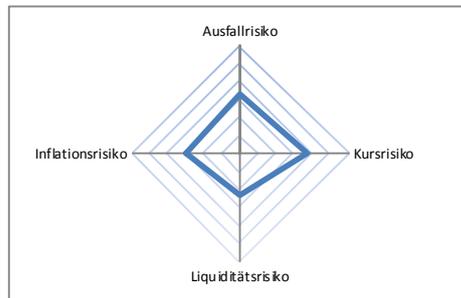
Um die beiden Akquisitionen zu finanzieren, platzierte das Unternehmen Anfang Juli eine Anleihe im Volumen von 500 Mio. Euro mit einem Zinssatz von 2,125 % bei einer Laufzeit von acht Jahren. Im April wurde eine Hybrid-Anleihe mit einem Volumen von 700 Mio. Euro bei institutionellen Investoren platziert. Ein Monat zuvor hat die DAIG eine Barkapitalerhöhung mit einem Bruttoerlös von 304 Mio. Euro vorgenommen. Im dritten und vierten Quartal 2013 hat die Deutsche Annington insgesamt fünf Unternehmensanleihen in Europa und in den USA mit einem Gesamtvolumen von rund 2,5 Milliarden platziert. Aufgrund der Tatsache, dass sich der LTV zu dieser Zeit unterhalb von 55 % be-

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

wegte, stufen Ratingagenturen die Anleihen als Investmentgrade ('BBB') ein. Im Februar dieses Jahres hat Standard & Poor's (S&P) die Anleihe mit einem stabilen Ausblick versehen.

Gewinnänd. 2015/16e Ø p.a.		11%
Bewertungskennziffern		
KGV	KGV	KBV
2014e	2015e	aktuell
21,3	17,2	1,1
Divrend.	Divrend.	Unt.wert
2014e	2015e	zu Umsatz
3,2%	4,1%	N.A.

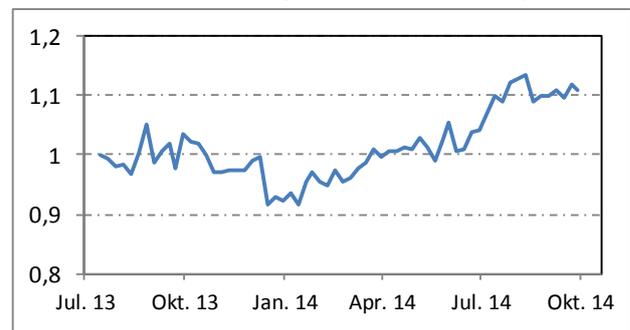


Nachhaltigkeit: ausreichend	
Risikokennziffern	
Ausfallrisiko	Liquiditätsrisiko
3,3	2,3
Kursrisiko	Inflationsrisiko
3,7	3,0

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.

Wegen der guten Präsenz in den Regionen und Städten, die ein hohes Mietwachstum versprechen; der Strategie, das bestehende Portfolio durch die Akquisition neuer, qualitativ hochwertiger Portfolios auszuweiten und der moderaten Bewertung sollte sich die Aktie weiterhin überdurchschnittlich entwickeln. Auf Basis der Erwartungen für 2015 und des aktuellen Kurses von 22,42 Euro errechnet sich ein KGV von 17,2 und eine Dividendenrendite von 4,1%. Infolge dessen ist die Aktie trotz der deutlichen Avancen im Vorfeld der Indexaufnahme unser Sektorfavorit im Wohnimmobiliensegment.

Die Aktie wird für Neuengagements bevorzugt und ist als Kerninvestment (2%-4% Depotanteil) für risikofreudige sowie als Beimischung (0%-2% Depotanteil) für risikobewusste chancenorientierte Anleger geeignet.

Empfehlungshistorie: Die Aktie von Deutsche Annington wurde bisher noch nicht empfohlen.

Deutsche Wohnen			
Website:	http://www.deutsche-wohnen.com/html/	Kurs 2.10.2014:	16,39 €
Hauptbörse:	Xetra	Börsenwert (Mrd.€):	4,7
	Land: Deutschland	WKN:	A0WMPJ
		ISIN:	DE000A0WMPJ6

Der Immobilienbestand des Unternehmens umfasst 148.000 Wohn- und Gewerbeeinheiten sowie Pflegeobjekte mit 2.200 Pflegeplätzen mit einem Fair Value von rund 8,8 Mrd. Euro. Der Großteil des Portfolios (118.000 Einheiten) befindet sich in wachstumsträchtigen Ballungszentren (Core+-Regionen) wie dem Rhein-Main Gebiet inkl. Frankfurt und der rheinischen Region mit der Landeshauptstadt Düsseldorf. Davon wiederum entfallen rund 107.000 Wohneinheiten auf den Großraum

Mit ruhiger Hand

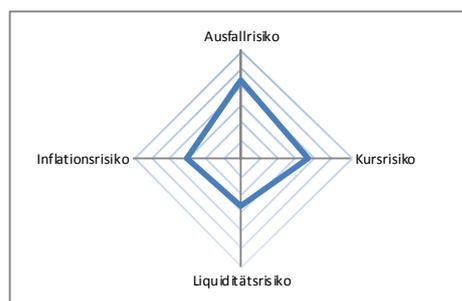
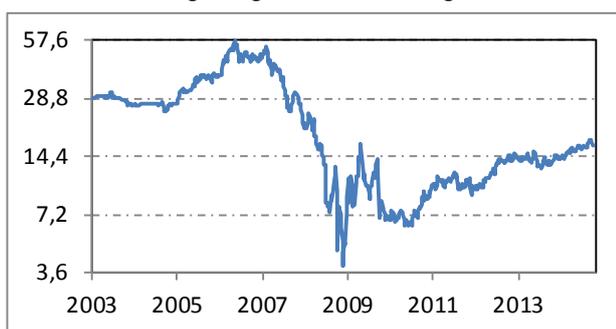
Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Berlin. In den strategischen Ziel- und Core-Märkten beträgt der Leerstand 2,3 % bzw. 2,1%. Im Schnitt beläuft sich die durchschnittliche Bestandsmiete in den Core-Märkten auf 5,93 Euro je qm, neue Wohnungen werden im Schnitt zu 7,07 Euro pro qm vermietet, was einem Renditepotenzial von 23,5 % entspricht. Da der Großteil der Neumieterverträge im Großraum Berlin abgeschlossen wurde, besteht in dieser Region auch zahlenmäßig der größte Spielraum für Mietsteigerungen – wenngleich das größte Potenzial bei den Neuvertragsmieten in der Rhein-Main-Region mit knapp 26% besteht.

Wegen der Übernahme der Berliner GSW im vergangenen Jahr konnte die Dt. Wohnen den Konzerngewinn von 50,2 auf 94,6 Mio. Euro im 1. Halbjahr 2014 nahezu verdoppeln. Der FFO (ohne Verkauf) wuchs von 60,6 auf 114,2 Mio. Euro. Nach Angaben des Unternehmens läuft die Integration der GSW schneller als erwartet. Infolge dessen sollen auch die Kosteneinsparungen höher ausfallen als geplant. Aufgrund der guten operativen Performance und der bislang erzielten Fortschritte bei der GSW-Integration wurde die Jahresprognose für den FFO (ohne Verkauf) um 10 Mio. Euro auf 220 Mio. Euro erhöht. Nach unserer Einschätzung dürften sich die Effizienzsteigerungen, die sich aus der GSW-Übernahme ergeben haben, im kommenden Jahr nicht in diesem Ausmaß auf das Ergebnis auswirken und damit die Gewinnkurve abflachen.

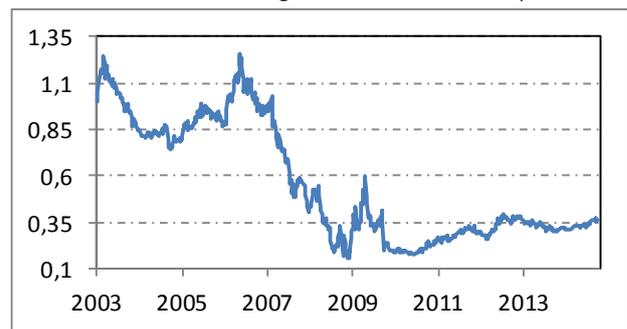
Gewinnänd. 2015/16e Ø p.a.		14%
Bewertungskennziffern		
KGV	KGV	KBV
2014e	2015e	aktuell
22,1	19,1	1,2
Divrend.	Divrend.	Unt.wert
2014e	2015e	zu Umsatz
2,6%	3,1%	N.A.

Langfristige Kursentwicklung:



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

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.

Anfang September hat die Deutsche Wohnen eine siebenjährige Wandelanleihe über 400 Mio. Euro emittiert. Die nicht nachrangigen, unbesicherten Schuldverschreibungen sollen mit einem Zinssatz von 0,375% bis 0,875 % p.a. und einer Wandlungsprämie von 27,5% bis 32,5 % über dem Referenzkurs institutionellen Investoren angeboten werden. Da die Gesellschaft den Großteil ihrer Bankverbindlichkeiten, die bis 2017 fällig werden (etwa 1,4 Mrd. Euro), durch neue Kredite mit einer durch-

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

schnittlichen Laufzeit von acht Jahren ablösen will, soll rund 100 Mio. Euro des Emissionserlöses dafür verwendet werden, um Einmalkosten der Refinanzierung zu decken. Die Zinsersparnis soll sich jährlich bei 35 Mio. Euro belaufen. Weitere bis zu 150 Mio. Euro aus der Anleihe sind für Schuldenabbau vorgesehen. Die verbleibenden 150 Mio. Euro sollen ins Immobilienportfolio investiert und für sonstige unternehmerische Zwecke verwendet werden. Zum 30.6. 2014 betragen die gesamten Verbindlichkeiten 6,1 Mrd. Euro, davon 4,9 Mrd. Euro an Finanzverbindlichkeiten. In diesem Kontext ist darauf hinzuweisen, dass der LTV von 56 % und der Verschuldungsgrad mit rund 110% deutlich über dem Durchschnitt der europäischen Immobilienunternehmen (ex UK) liegt. Damit unterliegt die Dt. Wohnen auch einem erhöhten Zinsänderungsrisiko, was sich in unserer Systematik für die Risikobewertung in einem vergleichsweise hohen Wert für das Ausfallrisiko widerspiegelt. Gemäß unseren Schätzungen soll sich das Ergebnis je Aktie von 0,74 Euro in diesem auf 0,86 Euro im kommenden Jahr steigern. Auf Basis der Erwartungen für 2015 und des aktuellen Kurses von 16,39 Euro errechnen sich ein KGV von 19,1 und eine Dividendenrendite von 3,1%. Wenngleich sich die gesunkenen Refinanzierungskosten positiv auf die Ergebnisse und die Dividende des Immobilienunternehmens auswirken sollten, besteht unseres Erachtens nach der sehr guten Kursentwicklung von 27 % in den zurückliegenden 12 Monaten und der im Vergleich zum Sektor hohen Bewertung nur noch ein geringfügiges Kurspotenzial. Angesichts der hohen Verschuldung eignet sich die Aktie von Deutsche Wohnen nur für risikofreudige Anleger als Halteposition zur Depotbeimischung (0%-2% Depotanteil). Investoren, die Engagements erwägen, sollten erst Kurse unter 16 Euro zu Zukäufen nutzen.

Empfehlungshistorie: Die Aktie von Deutsche Wohnen wurde bisher noch nicht empfohlen.

Gagfah			
Website:	http://www.gagfah.de/	Kurs 2.10.2014: 14,44 €	Börsenwert (Mrd.€): 3,0
Hauptbörse:	Xetra	Land: Luxemburg	WKN: AOLBDT
			ISIN: LU0269583422

Nach dem Turnaround in den vergangenen 18 Monaten Jahr, der mit dem Ausstieg des Private-Equity-Mehrheitsaktionärs Fortress Investment Group verbunden war, setzte die Aktie von Gagfah zu einem deutlichen Höhenflug an. Allein in den vergangenen 12 Monaten stieg das Papier um 66% auf bis zu 15,77 Euro. Vorausgegangen war eine lange Durststrecke mit einem bis ins Jahr 2008 dauernden Kurseinbruch auf 2,20 Euro und einer rund vierjährigen Seitwärtsphase. Fortress erwarb Gagfah im Jahr 2004 für rund 3,5 Mrd. Euro von der Bundesversicherungsanstalt für Angestellte und brachte das Unternehmen im Jahr 2006 nach zwei weiteren Übernahmen an die Börse. Nach dem Fortress-Ausstieg liegt der Streubesitz bei 99,8%.

Im Zuge der Umstrukturierung hat das Unternehmen wichtige strategische Entscheidungen gefällt: Neben der Erhöhung des Streubesitzes und der Bestellung eines neuen Vorstandsvorsitzenden ist es der Gagfah auch gelungen, die Kapitalstruktur zu verbessern und das Portfolio strategisch neu auszurichten. Hierbei wurden die Bestände in einem Kern-Portfolio und einem Non-Core-Portfolio unterteilt. Während der Kernbestand 91% des gesamten Portfolios umfasst und sich auf Top-30 Städte verteilt, stellen die übrigen 9% des Portfolio-Werts das regionale Non-Core-Portfolio dar, das sich auf

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

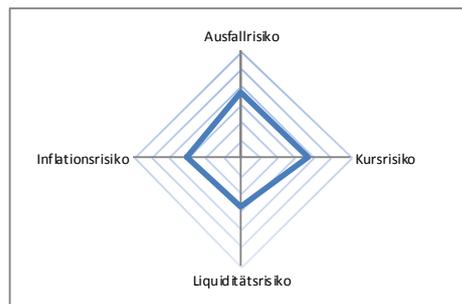
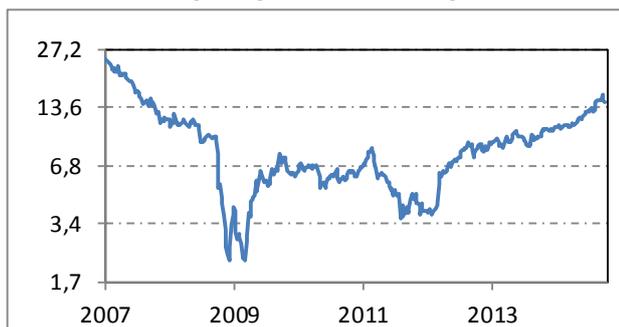
230 Standorte erstreckt. Insgesamt beläuft sich der Wert des aus 140.000 Wohneinheiten bestehenden Portfolios auf 7,7 Mrd. Euro. Die Nettokaltmiete liegt zwischen 5,00 und 5,50 Euro.

Aufgrund der positiven Geschäftsentwicklung in den ersten sechs Monaten hat das Management die FFO-I-Prognose für das laufende Jahr auf 185 -189 Mio. Euro erhöht, was einem FFO je Aktie von 0,86 bis 0,88 Euro entspricht. Bisher lagen die Prognosen in der Bandbreite von 0,84 bis 0,86 Euro je Aktie. Zugleich soll die geplante Dividende um 35% auf 0,30 bis 0,35 je Aktie steigen. Die bisherigen Prognosen beliefen sich in einer Bandbreite von 0,23 bis 0,25 Euro je Aktie. Die Dividendenrendite soll sich im Bereich zwischen 3-4 % auf den NAV bewegen. Für 2015 werden ein FFO je Aktie von 0,96-0,99 Euro und eine Dividende zwischen 0,54 und 0,58 Euro je Aktie anvisiert.

Zum Halbjahr stieg das bereinigte EBITDA (liquiditätswirksames Ergebnis vor Zinsen und Steuern) trotz des um 1,2% kleineren Portfolios um 7,3% auf 178,3 Mio. Euro. Die Ergebniskennzahl FFO I verdoppelte sich in der ersten Jahreshälfte auf 93,2 Mio. Euro, was einem FFO je Aktie von 0,43 Euro entspricht. Nach Angaben des Unternehmens konnte die Leerstandsquote des Portfolios um 40 Basispunkt auf bei 3,7% gesenkt werden. Die Mietsteigerung zum 30. Juni habe gegenüber dem 30.06. des Vorjahres bei 2,4% gelegen.

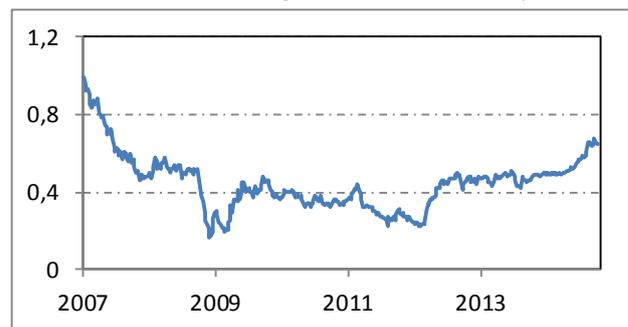
Gewinnänd. 2015/16e Ø p.a. 6%		
Bewertungskennziffern		
KGV	KGV	KBV
2014e	2015e	aktuell
16,6	15,5	1,1
Divrend.	Divrend.	Unt.wert
2014e	2015e	zu Umsatz
1,7%	3,1%	N.A.

Langfristige Kursentwicklung:



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

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.

Für die kommenden Jahre geht das Management von einem jährlichen Wachstum des NAV um 2-3 % aus. Zugleich soll die Leerstandsquote bis auf 3 % im Jahr 2015 senken. 2013 lag der Leerstand noch bei 4,8%. Sowohl im laufenden als auch im kommenden Jahr sind Portfolioverkäufe im Rahmen des Privatisierungsprogramms im Umfang von 700-800 Wohnungen geplant. Insgesamt erwägt Gagfah 3.000-4.000 Wohneinheiten zu verkaufen. Da ein Teil der Erlöse zur Schuldentilgung verwendet wer-

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

den soll und angestrebt wird, das Portfolio weiter zu optimieren, stellt das Unternehmen für das Jahr 2017 einen LTV von 53 % in Aussicht.

Nachdem Gagfah sich im vergangenen Jahr mehr als 4 Mrd. Euro zu günstigeren Zinssätzen refinanziert hat und die Beleihungsquote von 65 % auf 62% gesenkt wurde, plant das Unternehmen, eine fünfjährige Wandelanleihe im Volumen von 325 Mio. Euro zu begeben. Die vorrangigen, unbesicherten Schuldverschreibungen sollen mit einem Kupon von 0,75 bis 1,50 % ausgestattet sein; die Wandlungsprämie wird zwischen 30 und 35 % liegen. Mit den Erlösen will der Wohnungskonzern hauptsächlich alte Kredite ablösen.

Gemäß den Konsensschätzungen soll sich das Ergebnis je Aktie von 0,87 Euro in diesem auf 0,93 Euro im kommenden Jahr steigern. Auf Basis der Erwartungen für 2015 und des aktuellen Kurses von 14,44 Euro errechnet sich ein KGV von 15,5 und eine Dividendenrendite von 3,1%. Trotz des starken Kursanstiegs in den letzten Monaten halten wir die Aktie von Gagfah aufgrund der erfolgreichen Restrukturierung und des ermutigen Ausblicks auch auf diesem Niveau für interessant. Sie ist als Kerninvestment (2%-4% Depotanteil) für risikofreudige Anleger geeignet.

Empfehlungshistorie: Die Aktie von Gagfah wurde bisher noch nicht empfohlen.

LEG			
Website:	http://www.leg-nrw.de/	Kurs 2.10.2014: 53,02 €	Börsenwert (Mrd.€): 2,8
Hauptbörse:	Xetra	Land: Deutschland	WKN: LEG111
			ISIN: DE000LEG1110

Das Portfolio der LEG ist mit 160 Standorten stark auf Nordrhein-Westfalen konzentriert. Mit ihrem Portfolio bedient die Gesellschaft die steigende Nachfrage nach preisgünstigem Wohnraum. Mit einer durchschnittlichen Wohnungsgröße von 64 qm sind die Wohnungen vor allem für kleine Haushalte interessant. Das Gesamtportfolio belief sich per 30. Juni 2014 auf 95.873 Wohneinheiten mit einer durchschnittlichen Ist-Miete von 5,07 Euro. Der Leerstand beträgt 3,2 %. Das Gesamtportfolio ist zu je einem Drittel in Wachstumsmärkte (Düsseldorf, Ratingen), in stabile Märkte (Siegen, Solingen) bzw. hoch rentable Märkte (zum großen Teil Hagen) unterteilt. Im September hat die LEG im Rahmen eines Share-Deals ein Portfolio mit rund 2.400 Wohnungen in Nordrhein-Westfalen erworben. Der Kaufpreis habe bei etwa 115 Mio. Euro gelegen. Nach Angaben des Unternehmens wurden seit dem Börsengang 2013 einschließlich dieser Transaktion rund 9.400 Wohnungen hinzugekauft. Damit ist das Ziel fast erreicht, bis zum Jahresende von 10.000 Wohnungen zu akquirieren.

Im 1. Halbjahr konnte die LEG die Mieten auf vergleichbarer Fläche um 3,3 % erhöhen, in den frei finanzierten Beständen sogar um 3,8 %. Insgesamt erhöhten sich die Mieterlöse um 6,1 % auf 189 Mio. Euro. Die operative Kennzahl FFO I (ohne Verkaufserlös) verbesserte sich um 19,3 % auf 81,6 Mio. Euro. Das bereinigte EBITDA stieg um 13,9% auf 129,2 Mio. Euro.

Der EPRA Net Asset Value konnte zum Halbjahr bereinigt um Dividendenauszahlungen um 2,7 % auf 48,14 Euro erhöht werden. Die Nettoverschuldung in Relation zum Immobilienvermögen (LTV) erhöhte sich gegenüber dem Jahresende 2013 von 47,7% auf 48,4%. Damit weist die LEG unter allen in

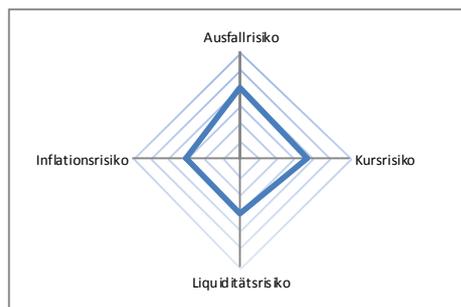
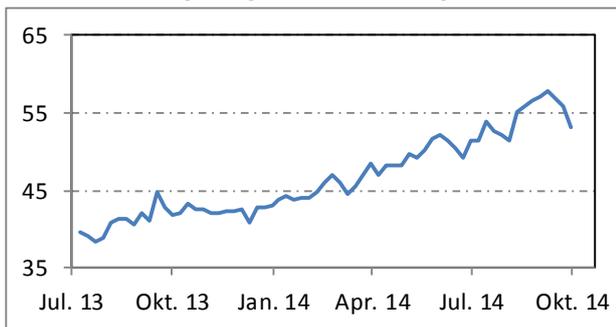
Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

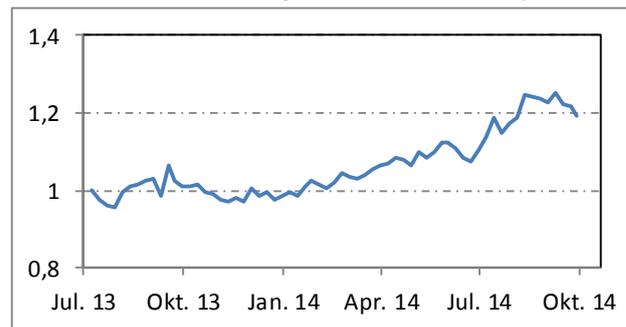
dieser Studie beobachteten Unternehmen die geringste Verschuldung auf. In Verbindung mit der Liquiditätsposition von 300 Mio. Euro kann die LEG weiteres Wachstum generieren, ohne den LTV signifikant zu erhöhen. Aufgrund der guten operativen Entwicklung hat das Management die Jahresprognose für den FFO I auf 158 bis 161 Mio. Euro angehoben, dies entspricht einen FFO je Aktie von 2,98 bis 3,04 Euro. 65% des FFO 1 sollen als Dividende ausgeschüttet werden. Für 2015 wird ein FFO im Bereich von 172 -177 Mio. Euro anvisiert. Hierbei sind mögliche Akquisitionen nicht berücksichtigt. Zu den Großaktionären der LEG zählen Black Rock mit 15,1%, Perry Capital (7,7%) sowie mit jeweils 5,4 % MFS/Sun Life und CBRE Clarion, der Free-float beläuft sich auf 61,7%.

Gewinnänd. 2015/16e Ø p.a. 7%		
Bewertungskennziffern		
KGV 2014e	KGV 2015e	KBV aktuell
18,9	18,0	1,1
Divrend. 2014e	Divrend. 2015e	Unt.wert zu Umsatz
3,7%	4,1%	N.A.

Langfristige Kursentwicklung:



Kursentwicklung relativ zu Aktien Europa:



Nachhaltigkeit: gut	
Risikokennziffern	
Ausfall- risiko	Liquiditäts- risiko
4,0	3,0
Kurs- risiko	Inflations- risiko
3,7	3,0

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

Wenngleich die LEG auf dem nordrhein-westfälischen Wohnungsmarkt aussichtsreich positioniert ist, ist der Fokus auf eine Region auch mit Risiken verbunden. So hat sich zum Beispiel das dynamische Preiswachstum der letzten drei Jahre zur Jahresmitte spürbar abgeschwächt. Gleichwohl besteht mit Blick auf die durchschnittliche Ist-Miete in den Märkten außerhalb von Düsseldorf (4,67 bzw. 4,78 Euro pro qm) noch ein erheblicher Spielraum für weiteres Mietwachstum unter der Berücksichtigung, dass in NRW zwischen April 2013 und März 2014 im Durchschnitt Wohnungen für 6,15 Euro Kaltmiete pro Quadratmeter und Monat angeboten wurden.

Auf Basis der Erwartungen für 2015 und des aktuellen Kurses von 53,02 Euro errechnet sich ein KGV von 18 und eine Dividendenrendite von 4,1%. Nach den deutlichen Kurssteigerungen in den zurückliegenden Monaten von 38 % sehen wir derzeit nur noch ein geringes Kurspotenzial. Obwohl sich die Aktie zwar grundsätzlich als Beimischung (0%-2% Depotanteil) für risikofreudige Anleger eignet, wird Investoren daher empfohlen, Neuengagements zunächst zurückzustellen.

Empfehlungshistorie: Die Aktie von LEG wurde bisher noch nicht empfohlen.

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 Liquiditätshaltung stammen aus: „Europe shuns growth in favour of ‘safety first’“; Financial Times; September 15 2014 S. 15 sowie von Wealth X (<http://www.wealthx.com/home/>) (zuletzt abgerufen 3.10.2014)

Das Essay von Robert Shiller „Parallels to 1937“ ist auf der Website Project Syndicate erschienen. (<http://www.project-syndicate.org/commentary/robert-j--shiller-worries-that-too-many-people-are-losing-confidence-in-the-future---and-in-democratic-institutions>) (zuletzt abgerufen 3.10.2014)

Der Artikel „Planwirtschaft trifft Größenwahn“ von Christian Reiermann erschien am 21.09.2014 auf Spiegel Online (<http://www.spiegel.de/wirtschaft/soziales/g20-finanzministertreffen-in-cairns-australien-a-992917.html>) (zuletzt abgerufen 3.10.2014)

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Der Report des McKinsey Global Institute "Disruptive technologies: Advances that will transform life, business, and the global economy" ist auf folgender Website erhältlich:

http://www.mckinsey.com/insights/business_technology/disruptive_technologies (zuletzt abgerufen 3.10.2014)

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 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 6.10.2014.

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.

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.