

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Nummer 32, 1. Dezember 2014

Heute mit folgenden Themen:

- **Fresenius: Sind die Aktien defensiv oder hochriskant?**
- **Der Markt für zeitgenössische Kunst: etwas sehr Spezielles**
- **Deutsche REITS: vom Aktienmarkt bisher vernachlässigt**
- **Autonome Fahrzeuge: Autofahren wird sich in der Zukunft völlig verändern**

Können die Aktien eines Unternehmens, das aggressiv durch Akquisitionen wächst, wirklich defensiv sein? „**Klartext: „Kauf dich reich!“**“ geht am Beispiel von Fresenius dieser Frage nach. Die Anteilscheine des vor allem durch Zukäufe wachsenden Gesundheitskonzerns werden an der Börse i.d.R. als „defensiv“ und damit risikoarm eingestuft. Rating-Analysten sehen die Schuldverschreibungen der gleichen Firma hingegen als „spekulativ“ und damit hochriskant an. Hierin spiegeln sich zwei grundsätzlich unterschiedliche Herangehensweisen bei der Interpretation von Finanzdaten wider. Der Beitrag zeigt, warum die Einschätzung als „hochriskant“ besser den Risiko-Blickwinkel des langfristigen Aktienanlegers repräsentiert als die üblicherweise publizierte Sichtweise.

Zeitgenössische Kunst spielt als Anlageobjekt eine immer größere Rolle. Dennoch ist sie in vielerlei Hinsicht nicht mit den ansonsten üblichen Investmentformen vergleichbar, weshalb in dieser Ausgabe eine zweiteilige Reihe zu dem Thema startet. Sie beginnt mit dem Beitrag „**Die aufregendste Geldanlage der Welt Teil 1: Kein Markt wie jeder andere**“, in dem die strukturellen Besonderheiten des Kunstmarktes untersucht werden, die ihn sehr speziell machen. Insbesondere stechen drei charakteristische Eigenschaften hervor: die zentrale Rolle der Galeristen für Bestimmung und Weiterentwicklung der Preise; eine ausgeprägte Intransparenz sowie sehr hohe Transaktionskosten.

In „**Deutsche REITs: Vom Markt vergessen?**“ geht es um einen Bereich, der angesichts einer vergleichsweise schwierigen Situation am deutschen Büroimmobilienmarkt von Investoren bisher vernachlässigt wurde. Aktien aus dem Bereich der REITs sind bisher kaum an der Börse notiert und wenn, dann sehr niedrig bewertet. Mit der Alstria Office REIT und der Hamborner REIT werden zwei Gesellschaften vorgestellt, die sich in dem aktuellen Umfeld erfolgreich behauptet haben und deren Aktien daher interessant erscheinen.

In „**Kondratjews neue Wellenreiter: Autonome Fahrzeuge**“ werden die aktuellen Entwicklungen in Hinblick auf fahrerlose Automobile und Eisenbahnen sowie ihre potenziellen Konsequenzen beschrieben. Nach jahrzehntelanger Vorarbeit haben es Fortschritte in der Sensortechnik sowie die verbesserte Interkonnektivität ermöglicht, schon fast praxistaugliche Fahrzeuge zu entwickeln, die ohne menschlichen Fahrer auskommen. Ihre Einführung in den nächsten Jahren wird das Transportgewerbe und den Umgang des Menschen mit dem Auto grundlegend verändern. Insbesondere die Verkehrssicherheit und die Effizienz im Umgang mit Verkehrsmitteln dürften sich stark verbessern.

Redaktioneller Hinweis: Quellennachweise finden sich ab dieser Ausgabe auf der ersten Seite des Anhangs.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Klartext: Kauf dich reich!

Liebe Langfristanleger,

die Aktie der Fresenius SE ist einer der Lieblinge der deutschen Börsianer. Die Gewinne wurden Jahr um Jahr beständig gesteigert, auch in Krisenzeiten. Dies schlägt sich in einer außergewöhnlichen Börsenperformance wieder: Seit Ende 2004 hat sich der Kurs (bereinigt um Kapitalmaßnahmen) mehr als verfünffacht. Diese Wertentwicklung wurde mit einem β von ca. 0,6 zum DAX bei einer außergewöhnlich niedrigen Volatilität erreicht. Die Aktie von Fresenius gilt deshalb bei vielen Analysten und Anlegern als der



Inbegriff eines defensiven Investments in Dividendentitel.

Hat der Bad Homburger Gesundheitskonzern etwa ein unschlagbares Wachstumsrezept entwickelt, das sich in Zukunft weiter fortsetzen kann? Oder gibt es auch bei Fresenius irgendwo einen Haken an der Erfolgsgeschichte?

Der Preis des Wachstums

Ein Blick auf die Veränderung der wichtigsten Finanzgrößen in den vergangenen 10 Jahren verrät, dass die operative Entwicklung bei Fresenius nicht ganz so dynamisch verlief, wie es der Aktienkurs suggeriert. Zwar legte das Konzernergebnis mit 526% stärker als der Kurs zu. Dennoch waren die Anstiege beim Umsatz mit +180% sowie den operativen Kenngrößen EBITDA (Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen) mit +235% und EBIT (Ergebnis vor Zinsen und Steuern) mit +260%

deutlich geringer. Den Anstieg beim Nettogewinn wurde durch niedrigere Zinsen und eine geringere Steuerbelastung deutlich verstärkt. Da diese Faktoren aber nicht kontinuierlich sind, ist von einer dauerhaften Fortsetzung nicht auszugehen. Im Gegenteil, diese Entwicklung signalisiert, dass ein Zinsanstieg Fresenius überproportional negativ betreffen würde.

Bemerkenswert sind die starken Anstiege bei der Nettoverschuldung (+360%), der Bilanzsumme (+300%) sowie dem Eigenkapital (+296%), die deutlich höher waren als die Zuwächse beim Umsatz oder EBITDA bzw. EBIT. Hierin spiegelt sich eine höhere Kapitalintensität wieder, die Resultat der Zukäufe im Klinikgeschäft ist.

Fresenius	2004	2013	Veränderung
Umsatz (Mio. €)	7.271	20.331	180%
EBITDA (Mio. €)	1160	3888	235%
EBIT (Mio. €)	845	3.045	260%
Konzernergebnis (vor Sondereinflüssen) (Mio. €)	168	1.051	526%
Abschreibungen (Mio. €)	315	843	168%
Bilanzsumme (Mio. €)	8.188	32.758	300%
Eigenkapital (Mio. €)	3.347	13.260	296%
Netto-Finanzverbindlichkeiten (Mio. €)	2.595	11.940	360%
EBIT-Marge	11,60%	15,00%	29%
Rendite des betriebsnotw. Vermögens (ROOA)	11,10%	10,60%	-5%

Zahlen-Quelle: Fresenius Investor Relations

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Deswegen ist auch die Kapitalrendite (ROOA, Return on Operating Assets) leicht gesunken, obwohl die EBIT-Marge gestiegen ist.

Betrachtet man die Entwicklung des Cashflows bei Fresenius, sieht man, dass diese Steigerung der Kapitalbasis intern nicht einmal ansatzweise zu finanzieren war. Seit 2004 sind für die Expansion über 11 Mrd. € mehr aufgewendet worden, als Cashflow intern im operativen Geschäft generiert wurde. Die Mittelzuführung erfolgte durch drei Kapitalerhöhungen in 2005, 2008 und 2012 sowie durch einen Anstieg der Verschuldung. Da die Nettoverschuldung weit stärker gestiegen ist als Eigenkapital und Bilanzsumme, muss Fresenius das Working Capital, also die Liquiditätshaltung für den laufenden Geschäftsbetrieb, ebenfalls relativ stark vermindert haben.

Fresenius in Mio €	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	3Q 2014	Summe
Operativer Cashflow	851	780	1.052	1.296	1.074	1.553	1.911	1.689	2.438	2.320	2.001	16.965
Investitionen incl. Akquisitionen	421	2.247	4.314	1.318	4.617	931	1.402	2.395	4.179	3.827	2.328	27.979
Free Cashflow nach Akquisitionen	430	-1.467	-3.262	-22	-3.543	622	509	-706	-1.741	-1.507	-327	-11.014

Zahlen-Quelle: Fresenius Investor Relations

Ein negativer freier Cashflow über mehrere Jahre kann für Start-up-Unternehmen normal sein, aber nicht unbedingt für Bluechips wie Fresenius. Er reflektiert einen aggressiven Expansionskurs durch Akquisitionen, was ein erhebliches unternehmerisches Risiko impliziert und daher eigentlich mit dem Bild einer defensiven Aktie unvereinbar ist.

Die Zukäufe haben ihre Spuren in der Bilanz von Fresenius hinterlassen. In der Quartalsbilanz zum 30. September 2014 machen Firmenwerte & immaterielle Vermögenswerte mehr als 20 Mrd. € aus. Dieser Betrag ist um

Fresenius	Sep 14
Firmenwerte & immaterielle Vermögenswerte (Mio. €)	20.041
in % des Eigenkapitals	135%
In % der Bilanzsumme	53%

Zahlen-Quelle: Fresenius Investor Relations

35 % größer als das Eigenkapital und entspricht 53% der gesamten Bilanzsumme. Dies sind beängstigende Größenordnungen. Allerdings waren diese Relationen schon einmal schlechter: 2008 z. B. machten Firmenwerte & immaterielle Vermögenswerte 165% des Eigenkapitals aus.

In der Presseerklärung zum jüngsten Quartalsergebnis spricht das Management von Fresenius von einer „soliden Vermögens- und Kapitalstruktur“. Die großen Rating-Agenturen sehen dies jedoch anders. Sowohl bei Standard & Poor's (BB+), Moody's (Ba1) und Fitch (BB+) ist das Unternehmen als „Non Investmentgrade – speculative“ eingestuft, was bedeutet: „Spekulative Anlage. Bei Verschlechterung der Lage ist mit Ausfällen zu rechnen.“ Anleihen von Fresenius sind also „Junk Bonds“. Folgt man den Rating-Analysen, ist der Gesundheitskonzern für mögliche negative Überraschungen nicht gewappnet, im ungünstigen Fall ist sogar die Zahlungsfähigkeit gefährdet.

In Nordamerika ist das Geschäft nicht mehr ganz so einfach ...

Doch wie sieht es im operativen Geschäft von Fresenius aus? Sind die schwache Bilanz und die Aufzehrung von Zahlungsmitteln aufgrund der Stärke des Geschäftsmodells vielleicht zeitweise tolerierbar? Wichtig für Fresenius sind vor allem drei Konzernbereiche:

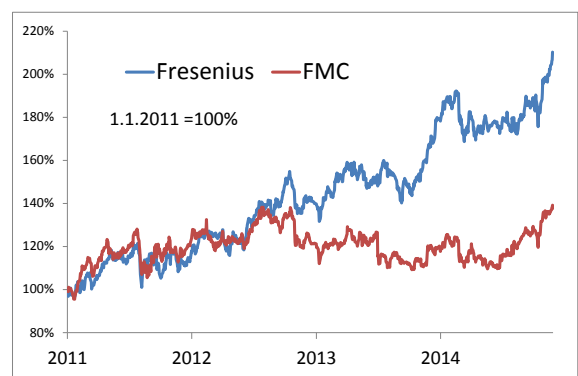
Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

- 1) Fresenius Medical Care (FMC), der weltweit führende Anbieter von Dienstleistungen und Produkten für Patienten mit chronischem Nierenversagen.
- 2) Fresenius Kabi: Ein Spezialanbieter bei Infusionstherapien, intravenös verabreichten generischer Arzneimittel sowie klinischer Ernährung für schwer und chronisch kranke Menschen im Krankenhaus als auch im ambulanten Bereich.
- 3) Fresenius Helios: mit 110 Krankenhäusern der größte Klinikbetreiber in Deutschland.

Weiterhin gibt es Fresenius Vamed, die Projekte und Dienstleistungen für Krankenhäuser und andere Gesundheitseinrichtungen weltweit anbietet. Mit einem Umsatz von 655 Mio. € (1-3. Q. 2014) und einem nur geringen Ergebnisbeitrag ist diese Tochter jedoch zu vernachlässigen.

FMC ist eine börsennotierte Tochter von Fresenius, an der nur noch eine Beteiligung von ca. 31% besteht. Schon seit einiger Zeit entwickelt sich der Aktienkurs schlechter als der von Fresenius, was damit zusammenhängt, dass dieses Unternehmen stark auf die USA konzentriert ist. Kürzungen bei der staatlich festgelegten Dialysevergütung belasten dort die Marge, was nur teilweise durch Kostensenkungen aufgefangen werden konnte. FMC will jetzt die drohenden Einbußen durch



Akquisitionen im Ausland sowie verwandten Geschäftsbereichen in den USA kompensieren. Fraglich ist aber, ob so die Erosion des bisher äußerst rentablen Geschäfts aufgefangen werden kann, oder nur die Komplexität der Firma mit den entsprechenden Kontrollrisiken aufgebläht wird.

Bei Kabi hingegen schienen die USA bis vor Kurzem ein El Dorado zu sein. Lieferengpässe bei Konkurrenten sorgten dafür, dass die Produkte in Nordamerika zu weitaus höheren Margen verkauft werden konnten als woanders. So betrug die EBIT-Marge dort in den ersten 3. Quartalen 2014 37,5%, während in Europa nur 14,8% und in Asien nur 16,3% erzielt werden konnten. Mittelfristig sollten sich die US-Margen wieder an das Welt-Niveau annähern, was die Ertragslage von Kabi belasten wird, selbst wenn die Volumen wieder ansteigen.

Helios hat sich in den vergangenen Monaten stark verändert. Durch die Integration vormaliger Krankenhäuser der Rhön-Klinikum AG erhöhte sich der Umsatz in den ersten drei Quartalen 2014 um 53%; organisch legten die bisherigen Kliniken um 4% zu. In Zukunft hofft Fresenius, diese Anstiegsrate ungefähr beibehalten zu können. Ein weiterer Wachstumseffekt wird speziell durch die Verbesserung der EBIT-Marge der neuen Kliniken erhofft, die mit 8,5% etwas unter den 11,1% der bisherigen Helios-Krankenhäuser lag. Die Expansion im Klinikbereich hat jedoch einige spezifische Risiken, die nicht unterschätzt werden sollten. Zum einen ist der Bereich sehr personal- und kapitalintensiv. Insbesondere beim Personal gibt es einen strukturellen Kostendruck, da im Klinikbereich nicht wie in der Industrie Lohnsteigerungen durch Produktivitätsgewinne aufgefangen werden können. Zum anderen könnte – wie in USA bei FMC – auch einmal in Deutschland die Politik das Thema Einsparungen durch Preisbeschränkungen bei Privatkliniken stärker in den Fokus rücken.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Insgesamt ergibt die Betrachtung der Geschäftsbereiche, dass es gravierende Probleme bei Kabi und FMC gibt. Sie werden derzeit durch den aggressiven Akquisitionskurs nur überdeckt, jedoch nicht gelöst. Dies kann gut gehen, muss aber nicht. Wenn die Erwartungen verfehlt werden, drohen durch den schwachen Cashflow und potenzielle Firmenwertabschreibungen existenzbedrohende Engpässe.

Wir haben in Deutschland unlängst bei Bilfinger erlebt, was passieren kann, wenn ein hochgelobtes Unternehmen mit einer aggressiven Akquisitionsstrategie die Ziele verfehlt. Der Kurs der Aktie hatte sich seit April zwischenzeitlich halbiert, seitdem Probleme mit zugekauften Unternehmensteilen bekannt wurden. Firmenwertabschreibungen um 148 Mio. € (bzw. 7,5% des Firmenwertes von Ende 2013) werden dieses Jahr das Ergebnis massiv belasten. Im Vergleich mit Fresenius waren die Firmenwerte Ende 2013 mit 91% des Eigenkapitals jedoch noch auf einem vergleichsweise harmlosen Niveau. Bei Fresenius würde eine Sonderabschreibung im Umfang von 7,5% des gesamten Firmenwertes 1,5 Mrd. € vernichten. Dies ist ein Betrag, der höher als der letzte Jahresgewinn wäre und ca. 11% des Eigenkapitals entspräche.

Irritierend ist, dass derzeit über den Kauf der Danone-Gesundheitspartie verhandelt wird. Dies ist ein problematisches Geschäftsfeld, das zuletzt die Erwartungen nicht erfüllt hat. Ein solcher Zukauf würde die Komplexität des Konzerns erhöhen und die Finanzlage weiter stark belasten. Akquisitionen sind aber kein Ersatz für gutes operatives Management. Wenn sich der Fokus der Fresenius-Vorstände zunehmend auf das „Deal-Making“ verschiebt, ist dies eine beunruhigende Entwicklung.

Was ist eine defensive Aktie?

Insgesamt vermittelt sich für die Aktie der Fresenius SE nicht wirklich der Eindruck eines defensiven Investments, selbst wenn die Volatilität sehr niedrig ist. Denn diese ist für sich genommen ein sehr schlechtes Kriterium für Defensivität. Zwar sind für viele sehr riskante Aktien hohe Kursschwankungen charakteristisch, hohe Volatilität kann also zurecht hohes Risiko signalisieren. Der Umkehrschluss, dass niedrige Volatilität auch niedriges Risiko bedeutet, ist hingegen fatal. Den für geringe Kursschwankungen kann es viele Ursachen geben, von Illiquidität (wie bei vielen Small Caps) über bewusste Manipulation (wie z. B. bei den Betrugsfonds von Bernhard Madoff) hin zu versteckten Risiken durch z. B. verborgene Verschuldung (wie bei z. B. Enron).

Hier liegt das große Missverständnis bei Fresenius. Die Ertragssteigerungen basieren seit mindestens 2 Jahren weniger auf Zuwächsen in den Kerngeschäftsfeldern als auf der Konsolidierung von Zukäufen. „Kauf dich reich“ – Vermögenswachstum durch Akquisitionen, die durch externe Kapitalgeber finanziert werden – scheint inzwischen das Motto des Fresenius Managements geworden zu sein. Die hohe Bewertung der Aktie bzw. die niedrigen Zinsen werden zu günstigen Finanzierungen sowohl mit Eigen- wie mit Fremdkapital genutzt. Diese wiederum ermöglichen große Zukäufe. Selbst wenn erworbene Unternehmensteile nur mäßig rentabel sind, ergibt sich aufgrund der billigen Finanzierung ein kurzfristiger Ertragssteigerungseffekt. Die Firma wird immer größer, aber ebenfalls abhängiger davon, dass die Zinsen niedrig bleiben und die Bewertungen für den Firmenwert in der Bilanz stimmen. Dies kann aber nur solange gut gehen, wie operativ alles fehlerfrei läuft. Weiterhin werden auch immer neue und größere Akquisitionsziele gebraucht, was zunehmend schwieriger wird.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

„Kauf dich reich“ – an der Börse kein unbekanntes Motto

Dass Unternehmen günstige Finanzierungsbedingungen am Kapitalmarkt nutzen, um durch aggressive Akquisitionen zu wachsen, ist nichts Neues. Schon in der Vergangenheit gab es viele Beispiele von hoch angesehenen Gesellschaften, deren Vorstände große Konzerne zusammenkauften, welche die in sie gesteckten Erwartungen später nicht erfüllen konnten. Ron Sommer mit der Deutschen Telekom, Jürgen Schrempp bei Daimler oder Wulf Bernotat bei E.ON; alle diese Manager sind während ihrer Zeit als Vorstandsvorsitzender eines DAX-Unternehmens auf teure Einkaufstour gegangen und an der Börse dafür zunächst bejubelt wurden. Für die Aktionäre dieser Firmen endete der Kaufrausch dann aber mit schweren und lange Jahre anhaltenden Kursverlusten. In Frankreich hat man noch Jean-Marie Messier vom Medien-Konzern Vivendi gut in Erinnerung. Seine teuren Zukäufe führten 2001 und 2002 als Resultat zusammengenommen zu einem Rekordverlust in Höhe von 36,9 Mrd. €; nicht wenig für eine Firma mit einem damaligen Jahresumsatz von 29 Mrd. €.

Im Englischen beschreibt man die Vorgehensweise des „kauf dich reich“ auch als „Empire building“, den Aufbau eines Imperiums. Selbst wenn am Anfang einer Akquisitionsserie vorwiegend wirtschaftliche Überlegungen die Hauptrolle gespielt haben, so ist es nicht selten, dass es im Verlauf der weiteren Expansion zunehmend um Größe und persönliche Macht geht. Sowohl in politischer wie auch in wirtschaftlicher Hinsicht war das Schicksal aggressiv wachsender Imperien dann bisher regelmäßig, dass sie am Ende übergroß wurden und an der eigenen Komplexität scheiterten. Fatal wirkte sich insbesondere aus, dass mit den Anfangserfolgen bei den jeweiligen Führungskräften das Selbstbewusstsein stieg, bis es zur Selbstüberschätzung wurde. Dieses wiederum machte leichtsinnig und verleitete zu immer problematischeren Expansionsschritten.

Warum spielen Risikofaktoren scheinbar nur bei Kredit-Analysten eine Rolle?

Jetzt komme ich zum eigentlich erstaunlichen an der Fresenius-Geschichte: Die Kredit-Analysten der Ratingagenturen haben nach der letzten Finanzkrise nicht unbedingt den Ruf, übermäßig kritisch zu sein. Dennoch sind sie in der Lage, die Risikofaktoren beim Bad Homburger Gesundheitskonzern zu benennen. Diese werden jedoch von den 24 Aktienanalysten der großen und kleinen Investmentbanken, die Fresenius regelmäßig verfolgen, anscheinend komplett ignoriert. Es gibt 19 positive Voten für die Aktie, aber keine einzige Verkaufsempfehlung. Nur 5 Bank-Analysten wagen es, ein „halten“ bzw. ein „neutral“ als Empfehlung auf ihre Berichte zu schreiben.

Wer die letzten Kommentare zu Fresenius aufmerksam durchliest, stellt allerdings fest, dass sich nur wenige Bank-Analysten über die langfristigen Perspektiven des Unternehmens äußern wollen. Ein Ausblick beschränkt sich zumeist auf das nächste Quartal. Kursziele liegen selbst bei Kaufempfehlungen sehr nahe beim aktuellen Kurs. Weiterhin findet man schon kritische Anmerkungen zur Verschuldung oder der Akquisitionsstrategie, allerdings verborgen im Text und ohne hieraus die offensichtlichen Konsequenzen zu ziehen. Dies deutet darauf hin, dass sich viele Researcher der Probleme bei Fresenius durchaus bewusst sind, hierzu jedoch nicht Stellung beziehen möchten.

Dies könnte darauf zurückzuführen sein, dass Banken-Analysten vor allem danach bewertet werden, ob sie kurzfristig richtige Kursprognosen abgeben. Da dies auf der Basis ihrer Fundamentalanalysen

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

aber im Grunde unmöglich ist, verlassen sich sie sich bei Formulierung ihrer Kursziele lieber darauf, Trends aus der Vergangenheit fortzuschreiben. Unwichtig für ihren beruflichen Erfolg ist die Suche nach Risikofaktoren oder eine kritische Untersuchung des Geschäftsmodells. Wenn ein Titel wie Fresenius ein positives Momentum hat und immer weiter steigt, wäre es für Analysten beruflicher Selbstmord, wenn sie negative Berichte veröffentlichen würden und der Kurs trotzdem weiter zulegt. Die traurige Wahrheit ist: Solange der Aktienkurs nach oben geht, interessiert sich anscheinend niemand dafür, warum dies einmal enden könnte. Erst wenn der Kurs stark fällt, traut man sich auch mal, etwas nicht ganz so Positives zu äußern, wie derzeit z. B. vielfach bei Bilfinger.


Deswegen sollte man nicht voreilig die Aktienanalysten der Banken wegen ihrer scheinbaren Ignoranz verurteilen, sondern bei ihren Reports lieber zwischen den Zeilen lesen. Denn die Researcher tun mit ihrer Orientierung an kurzfristigen Kursprognosen letztlich das, wofür sie bezahlt werden, und folgen damit einem der vielen Fehlanreize in unserem Finanzsystem. Und diese belohnen Analysten nun einmal nicht für kritische Fragen, sondern vor allem für Konsensusdenken und Kurzfristigkeit. Wenn sie Unbequemes nicht erwähnen oder nur höchstens verklausuliert in den Analysetext schreiben, verhalten Sie sich in Hinblick auf ihre Karriere defensiv, was aus der persönlichen Perspektive verständlich ist. Vor Jahrzehnten – als noch IBM der Maßstab aller Dinge an den Aktienmärkten war – wurde der Satz geprägt: „No one ever got fired for buying IBM“. Wer das macht, was alle machen, hat nichts zu befürchten, selbst wenn es falsch ist. Wer vom Konsensus zu offensichtlich abweicht, geht hingegen nur ein unnötiges Risiko für die berufliche Laufbahn ein. Es hat sich seitdem nichts geändert, und das ist sehr schade.

Die riskanteste Aktie im DAX

Die Aktie von Fresenius mit einem KGV von über 20 sehr hoch bewertet. Bei einem Cashflow, der nicht mal annähernd zur Finanzierung von Akquisitionen und Investitionen reicht; einer bereits hohen Verschuldung sowie der aggressiven Bilanzierung von immateriellen Vermögenswerten ist das Unternehmen sehr anfällig bei negativen Überraschungen. Mit einem Kredit-Rating als Junk gehört Fresenius deshalb – gemeinsam mit den ähnlich eingestuft Thyssen Krupp und der Heidelberg Clement AG – im Anleihebereich zu den riskantesten DAX-Unternehmen. Doch bei dem Stahlkonzern bzw. Zementhersteller haben die Aktien ein gedrücktes Kursniveau, sie sind eher niedrig bewertet. Keiner würde auf die Idee kommen, diese Firmen als „defensiv“ zu bezeichnen.

Man kann geteilter Meinung darüber sein, ob das Geschäftsmodell von Fresenius Erfolg versprechend ist oder nicht. Es ist aber auf jeden Fall hochriskant und damit keinesfalls als defensiv anzusehen. Ich kenne zudem keinen Fall, wo „kauf dich reich“ auf Dauer funktioniert hat. Das Image von Fresenius am Markt stimmt nicht, die Aktie ist nur etwas für Zocker und nicht für Langfristanleger. Deswegen ist der Titel für mich die riskanteste Aktie im ganzen DAX: Gerade weil noch viele Anleger das Unternehmen als defensiv ansehen sowie die Bewertung relativ hoch ist, wird eine Enttäuschung um so brutaler wirken.

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



Die aufregendste Geldanlage der Welt

Teil 1: Kein Markt wie jeder andere

Von Karl-Heinz Thielmann

Gibt es ein schöneres Investment als bildende Kunst? Dies scheinen sich immer mehr Menschen zu fragen. Mit einem Umsatzzuwachs von 12% und einem Gesamtvolumen von 47,4 Mrd. € (nach Schätzungen von „The European Fine Art Foundation“ in Maastricht¹) erlebte der Kunstmarkt 2013 einen weiteren Aufschwung, wobei allerdings noch nicht ganz das Niveau von 2007 (48 Mrd. €) – dem Jahr vor der Finanzkrise – erreicht wurde. Starke Umsatzsteigerungen bei vielen Auktionshäusern im ersten Halbjahr 2014 deuten aber darauf hin, dass im laufenden Jahr für den gesamten Kunstmarkt neue Rekordzahlen erreicht werden.

Getrieben wird dieser Boom vor allem von vermögenden Privatleuten, die zeitgenössische Kunst kaufen. Allerdings ist gerade diese Kategorie in vielerlei Hinsicht oft nur schwer verständlich. Mit dem „Art Consultant“ hat sich deswegen ein neuer Beruf etabliert, der sich darauf spezialisiert hat, Anleger beim Investment in Kunst zu beraten. Die Private Banking Abteilungen fast aller Banken haben inzwischen eigene Kunst-Experten eingestellt, die Ähnliches leisten sollen.

Ist zeitgenössische Kunst etwas ganz Spezielles, was immer mehr Wertschätzung verdient? Ist sie deswegen auch als eine Kapitalanlage geeignet, die sich jedoch nur besonders schwer bewerten lässt? Laut einer kürzlich veröffentlichten Umfrage für den „Art & Finance Report 2014“ von Deloitte und ArtTactic² gaben 76% aller befragten Kunstsammler an, dass sie Kunst aus Investmentüberlegungen erwerben. 88% aller Family Offices sowie 64% der an der Untersuchung beteiligten Private Banking Abteilungen von Finanzinstituten gab an, dass die Beschäftigung mit Kunst-Anlagen für sie in den nächsten 12 Monaten ein strategischer Fokus ist. 50% der teilnehmenden Family Offices sehen zudem Kunstinvestments als Möglichkeit der Risikostreuung im Rahmen einer über verschiedene Anlageklassen verteilten Strategie an.

Kann es aber nicht auch sein, dass sich die Preise am Kunstmarkt längst von der Realität entfernt haben, sodass wir uns in "der großen Blase für zeitgenössische Kunst" befinden? Dies behauptet zumindest der britische Investigativ-Journalist und Dokumentarfilmer Ben Lewis³ schon seit einigen Jahren. Ist vielleicht der ganze Markt für zeitgenössische Kunst sogar ein Riesenschwindel, weil nicht etwa, wie die Anhänger behaupten, "moderne Kunst radikal und schwer zu ergründen," sondern "leer und zynisch" ist, wie die Kunstkritikerin Jackie Wullschlager⁴ vor ein paar Wochen in der Financial Times formulierte?

Diese Unklarheiten gepaart mit der steigenden Beliebtheit von Kunstinvestments sollte Grund genug sein, sich einmal eingehend mit dem



Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Markt für zeitgenössische Kunstwerke sowie deren Eignung für die langfristige Kapitalanlage auseinandersetzen. Hierzu startet in „Mit ruhiger Hand“ eine zweiteilige Artikelserie. Dieser erste Teil beschäftigt sich mit dem Kunstmarkt und seinen Besonderheiten. Der zweite – für die nächste Ausgabe geplante Artikel – wird sich mit der Bestimmung des Wertes für Kunst befassen.



Galeristen spielen eine zentrale und außergewöhnliche Rolle am Kunstmarkt

Der Markt für bildende Kunst ist kein Handelsplatz wie jeder andere. Dies liegt einerseits daran, dass sich der Wert von Kunst nicht einfach aus der Knappheit bzw. dem Nutzwert wie bei andern Gütern ableiten lässt. Er ergibt sich auch nicht aus dem Gegenwartswert von prognostizierten zukünftigen Cashflows wie bei normalen Finanzinvestments. Hierfür sind andere Faktoren wichtig wie die „künstlerische Qualität“ oder die „Echtheit“. Hierauf wird im zweiten Teil noch detaillierter eingegangen.

Zum anderen scheint der Kunstmarkt anderen Regeln als normale Märkte zu folgen, was in diesem Text näher betrachtet wird. Der Soziologe Olav Velthuis⁵ hatte diese einmal untersucht und zwei grundlegende Abweichungen zu „normalen“ Märkten festgestellt:

- 1) Zum einen versuchen Galeristen, Preissenkungen für ihre Kunstwerke um jeden Preis zu vermeiden. *„Aus ökonomischer Perspektive sieht diese Regel abnorm aus, weil Kunsthändler das Konzept der Preiselastizität ignorieren und sich mehr als Preis-Maximierer wie als Gewinn-Maximierer verhalten“*, stellte Velthuis fest.⁶ (*“From an economic perspective, this norm seems anomalous, because dealers ignore the concept of price elasticity and behave more like price maximizers than like profit maximizers”*)
- 2) Zum anderen ist die Größe eines Kunstwerkes oftmals der wichtigste preisbestimmende Faktor. So vermeiden es Galeristen, ähnlich große Werke eines Künstlers mit verschiedenen Preisen zu versehen. Dies machen sie auch dann, wenn ihre künstlerischen Qualitäten für den Käufer unterschiedlich scheinen.

Dies wiederum hat Konsequenzen für die Marktstruktur des Kunsthandels, dessen Segmente sich in ihren Usancen deutlich unterscheiden:

- 1) Einen Primärmarkt, in dem neu geschaffene Kunst verkauft wird. Dieser Primärmarkt wird eindeutig von Galeristen dominiert.
- 2) Ein Sekundärmarkt für „gebrauchte Kunst“, in dem Auktionshäuser und spezialisierte Kunsthändler Kunstwerke kaufen bzw. in Kommission nehmen und weiterverkaufen.

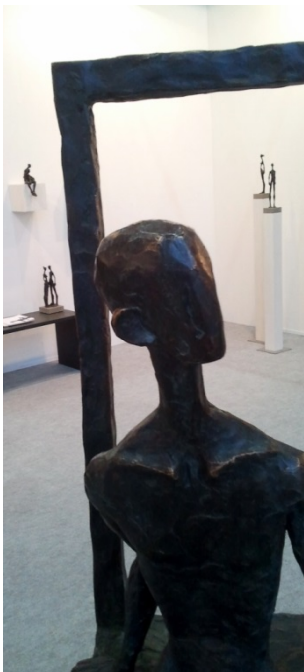
Die Beziehungen zwischen dem primären und dem sekundären Markt sind grundlegend anders als in anderen Anlage-Märkten. Dies liegt zum einen am Objekt. Kunstwerke sind Einzelstücke oder stark limitiert. Damit differenzieren sie sich hochgradig und sind für Käufer, die auf etwas ganz Spezielles Wert legen, nicht ohne Weiteres durch andere Kunstwerke substituierbar.

Ein weiterer Unterschied ergibt sich als Konsequenz aus dem Ziel der Galeristen, auf keinen Fall Preissenkungen zuzulassen. Am Primärmarkt werden bei beliebten Künstlern deshalb oft Kunstwerke

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

zurückgehalten, um das Angebot künstlich zu verknappen. Dies kommt aber ebenfalls in anderen Märkten mit monopolistischer Konkurrenz vor. Besonderheit des Kunstmarktes ist deshalb weniger das Bemühen der Galeristen, im Primärmarkt die besten Preise zu erzielen, als die Maßnahmen, um durch Beeinflussung des Sekundärmarktes „Marktpflege“ für ihre Künstler zu betreiben. Dabei sind teilweise auch Methoden üblich, die an anderen Märkten als sehr fragwürdig empfunden würden. So wird bei populären Künstlern das Angebot vorwiegend bei Sammlern platziert, die keine Wiederverkäufer sind. Manchmal müssen sich Käufer vertraglich verpflichtet, die erworbenen Gemälde bzw. Objekte nicht ohne Genehmigung der Galerie weiterzuverkaufen. Kommen dennoch Kunstwerke auf den freien Markt, ist es bei Auktionen nicht ungewöhnlich, dass die Preise durch Stützungskäufe stabilisiert bzw. in die Höhe getrieben werden. Im Gegensatz zu den Wertpapiermärkten ist die Preismanipulation allgemein akzeptierte Praxis⁷. Warum dies so ist, bzw. welche ökonomische Logik dahinter steckt, wird im zweiten Teil der Analyse noch erläutert.



Drehscheibe des internationalen Kunsthandels sind die USA (insbes. New York) mit einem Umsatzanteil von 38% in 2013, danach kommen China (24%) und Großbritannien (20%). Wichtigste Kundengruppe dürfen inzwischen chinesische Käufer sein, die vor allem in New York sehr aktiv sind. Ca. 1/3 der Umsätze wird auf Kunstmessen erzielt; wichtigste Handelsorte sind Galerien mit einem Anteil von 50%.

Wechselhafter Beliebtheit haben sich bisher sogenannte Kunstfonds erfreut, die Anlegergelder sammeln und bevorzugt in Werke mit hohem Wertsteigerungspotenzial investieren. Nach Schätzungen von Deloitte und ArtTactic² sind weltweit derzeit ungefähr 1,3 Mrd. US\$ in diesen Fonds investiert. 2/3 der der Anlagegelder stammen von Investoren aus China. Allerdings war das Volumen 2012 mit 2,1 Mrd. US\$ schon einmal erheblich höher. Maßnahmen der Regierung zur Eindämmung des Schattenbankensektors führten aber inzwischen zu einem starken Rückgang sowohl bei der Anzahl der Fonds (-40%) wie auch den Anlagevolumen (-30%).

In Deutschland waren Fondsprojekte für die Anlage in Kunst bisher wenig erfolgreich. 2013 wurde nach ca. einem Jahr Existenz der „Berenberg Art Capital Fund“ wieder geschlossen. Im Jahr 2000 scheiterte das bisher ambitionierteste Projekt „Global Art Fund“ der DZ-Bank, das 1997 noch mit großem Medienecho gestartet war. Geplant war ein Anlagevehikel, das breiteren Anlegerschichten die Möglichkeit geben sollte, an den Wertsteigerungen von zeitgenössischer Kunst zu partizipieren. In beiden Fällen machten beteiligte Banker und Kunstexperten hinterher „Mentalitätsunterschiede“ als Grund für das Scheitern aus. Hinter dieser Formulierung dürften jedoch vor allem unterschiedliche – und unrealistische – Erwartungshaltungen verborgen gewesen sein: Die Kunstexperten erhofften sich eine beständige Versorgung mit Anlagegeldern, die Banker schnelle Wertsteigerungen.



Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Die dunklen Seiten des Kunstmarktes

Die bekannteste Missbrauchsmöglichkeit des Kunstmarktes ist der Handel mit gefälschten Kunstwerken. Dies ist allerdings weniger ein Problem, welches den Handel mit zeitgenössischer Kunst betrifft, aber umso mehr das Geschäft mit Werken verstorbener Künstler, die nicht mehr die Authentizität selbst bestätigen können. Einer Fälschung ist oft nur sehr schwer und nur mit aufwendigen Untersuchungen auf die Spur zu kommen. Dies ist ein Aufwand, den gerade auf Diskretion bedachte Privatsammler oft scheuen. Insofern dürfte es eine enorme Dunkelziffer geben. Eine Indikation hierfür geben Angaben des 2008 verhafteten Fälschers Wolfgang Beltracchi, der Bilder im Stil deutscher Expressionisten gemalt und als Originale verkauft hat. Nach seinen eigenen Angaben hat er 300 Bilder gefälscht, von denen bisher gerade mal ca. 1/6 in Sammlungen identifiziert worden sind.

Manipulationen von Preisen werden durch die ausgesprochene Intransparenz des Kunstmarktes erleichtert. Handel, Vergleichs-Preise, Marktteilnehmer, hierüber herrscht oft nur ein diskretes Schweigen. Nicht selten agieren Strohmänner für Galeristen oder anonyme Sammler. Viele Geschäfte werden nach wie vor per Handschlag ohne schriftlichen Vertrag abgeschlossen. Darüber hinaus können auch gezielte Falschinformationen über Kunstwerke in Umlauf gebracht werden.

Weiterhin erleichtert die Intransparenz den Abrechnungsbetrug. So hat in diesem Sommer die Verhaftung des bekannten Kunstberaters Helge Achenbach⁸ Schlagzeilen gemacht. Ihm wird vorgeworfen, dass er im großen Stile für Sammler Kunstwerke in US\$ kaufte, den Betrag plus Kommission dann aber als Euro-Summe beim Käufer abrechnete. Selbst wenn Herr Achenbach noch nicht verurteilt ist und deswegen die Unschuldsvermutung gilt, so scheinen 1) die Beweise relativ erdrückend; und 2) ist anzunehmen, dass er nicht der Einzige ist, dem solche dubiosen Geschäftspraktiken vorgeworfen werden können.

Ein weiterer spektakulärer Fall des Betrugsvorwurfs, der ein Licht auf die intransparenten Praktiken des Kunstmarktes wirft, kommt vom Unternehmer und profilierten Sammler Ronald O. Perelman⁹. Er richtet sich gegen Larry Gagosian, einen der größten Kunsthändler in New York. Gagosian soll 2012, nachdem er das starke Interesse von Perelman an einem Bild von Cy Twombly bemerkte, den Preis durch einen zwischenzeitlichen Scheinverkauf an Strohmänner in die Höhe getrieben haben. Damit konnte der Kunsthändler – sofern der Vorwurf zutrifft – einen deutlich höheren Preis als den Schätzwert und doppelte Kommission erzielen. Perelman hat bisher geschätzt 3 Mio. US\$ für Anwälte und Detektive ausgegeben, um den Sachverhalt zu recherchieren, und Schadensersatzklage eingereicht. Das Verfahren dürfte einiges zur Aufhellung von dubiosen Handelspraktiken beitragen.

Eines der Themen, über welche die Kunstwelt äußerst ungerne spricht, ist die Rolle des Marktes bei der Geldwäsche und Steuerhinterziehung. Dabei ist gerade die Bedeutung des Kunsthandels für illegale Aktivitäten in den vergangenen Jahren immer größer geworden¹⁰. Denn die Bemühungen von Gesetzeshütern auf der ganzen Welt, durch Tracking von elektronischen Kontenbewegungen gegen illegale Geldtransfers vorzugehen, haben den nach wie vor sehr intransparenten Kunstmarkt bei Kriminellen immer populärer werden lassen. Kunstwerke werden oft anonym und gegen Bargeld gehandelt, ideal für kriminelle Aktivitäten.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Kunst ist nicht nur wegen hoher Preise ein teurer Spaß

Nicht zu vernachlässigen sind die enormen Transaktionskosten beim Kunstkauf. Sie setzen sich aus Gebühren bzw. Kommissionen für Galeristen bzw. Auktionatoren sowie Zölle und andere Abgaben wie die Mehrwertsteuer zusammen. Darüber hinaus muss ein Kunstkäufer noch mit erheblichen Folgekosten rechnen, so z. B. durch Aufwendungen für eine sichere Lagerung oder Versicherungen, auf die im Folgenden jedoch nicht eingegangen wird, da sie individuell sehr unterschiedlich sein können.

Bei Galeristen ist zumeist unklar, wie viel sie an einem Kunstwerk verdienen, allerdings dürften die Gewinnspannen sehr hoch sein. Auktionshäuser verlangen Gebühren in Abhängigkeit vom Transaktionswert. Die Gebühren für Verkäufer können hierbei bis zu 25% des Zuschlagswertes zzgl. Mehrwertsteuer für kleinere Objekte betragen, sinken dann aber mit steigender Größenordnung deutlich. Falls der Auktionator dem Verkäufer einen Mindestpreis garantiert, können die Gebühren auch bei großen Objekten deutlich höher sein. Ihre Gestaltung ist im Wesentlichen Verhandlungssache, gelegentlich wird für Objekte im höheren Millionenbereich sogar ganz darauf verzichtet. Haupteinahmequelle der Auktionatoren ist ein Käuferaufgeld („Buyers Premium“), das zwischen 10% (für sehr hochpreisige Kunst) und 20-25% (für Kunst um 100.000€) des Auktionspreises beträgt. Dieses Aufgeld ist normalerweise nicht verhandelbar und wird von allen Auktionshäusern ähnlich gestaltet. Auch auf diese Gebühren wird die Mehrwertsteuer aufgeschlagen, was die Kosten weiter erhöht.

Grundsätzlich fällt bei gewerblichen Verkäufern wie Galeristen zusätzlich zum Preis eines Werkes noch die Mehrwertsteuer an, die vom Käufer auf den vollen Verkaufswert des Bildes zu entrichten ist. In Deutschland und Frankreich wurden vor Kurzem auf Druck der EU frühere Regelungen mit ermäßigten Steuersätzen rückgängig gemacht, sodass z. B. in Deutschland seit 1. Januar 2014 beim Erwerb im Normalfall volle 19% zu entrichten sind. Dies ist aus Anlegersicht ein klarer Nachteil von Kunst, da bei reinen Finanzanlagen diese Steuern nicht fällig sind. Bei Immobilien wären nur die deutlich geringeren Grunderwerbsteuern zu zahlen. In der Schweiz allerdings werden nur 8% Mehrwertsteuer erhoben. Zudem können Kunstwerke von hier aus ausfuhrsteuerfrei exportiert bzw. in ein Zollfreilager transferiert werden. Dies gibt dem Standort Schweiz im europäischen Kunsthandel einen nicht zu unterschätzenden Vorteil. In den USA unterliegt der Kunsthandel grundsätzlich den lokalen Verkaufssteuern („Sales Taxes“) zwischen 2,9% und 7%, zu denen noch lokale Zuschläge kommen können. Hiervon können aber Künstler oder Galerien bzw. bestimmte Arten von Transaktionen befreit werden, was in der Praxis immer wieder für Verwirrung bzgl. potenzieller Steuer-schlupflöcher sorgt. Insofern ist der Kunsthandel in den USA auch immer wieder Gegenstand von Ermittlungen der dortigen Steuerbehörden, die regelmäßig zur Aufdeckung von Steuerhinterziehungsfällen führen.

In Deutschland muss man daher bei der Auktion eines Kunstwerkes im Wert von € 20.000,- inklusive Steuern realistisch mit Transaktionskosten von insgesamt 50%-70% des Zuschlagspreises rechnen; bei einem Wert von € 5.000.000,- hingegen eher mit 30%-40%. In der Schweiz oder den USA sind die Transaktionskosten aufgrund der niedrigeren Steuerbelastung i.d.R. geringer.



Deutsche REITs: Vom Markt vergessen?

Von Karl-Heinz Goedeckemeyer

Der deutsche Investmentmarkt für Immobilien erlebte in den vergangenen beiden Jahren einen beachtlichen Aufschwung. Da Deutschland aufgrund der Eurokrise von vielen Investoren der Status des sicheren Hafens angeheftet wurde, floss überdurchschnittlich viel Geld in den deutschen Immobilienmarkt – und hierbei speziell in die Top-Hochburgen. Während in den Jahren 2008/09, als die deutsche Wirtschaft unter den Folgen der Finanzkrise litt, nur etwa 15% des in europäische Immobilien angelegten Geldes nach Deutschland floss, wurde zuletzt etwa jeder vierte in Europa investierte Euro hierzulande investiert. Immobilienaktiengesellschaften/REITs als Käufer- und Verkäufergruppe haben dabei von den verbesserten Markt-Bedingungen auf den deutschen Immobilienmärkten besonders profitiert.

Dennoch haben Unternehmen aus dem Bürosegment nur unterdurchschnittlich vom wachsenden Immobilienvermögen partizipiert. Der Großteil der hinzugekommenen Assets im Zeitraum Juni 2013 bis August 2014 (7,9 Mrd. Euro) ist dem Wohnimmobiliensektor zuzurechnen. Per Ende August 2014 belief sich das Immobilienvermögen deutscher Immobiliengesellschaften auf 68 Mrd. Euro – davon entfielen aber nur 22 % auf das Bürosegment.

Neben dem vorteilhaften konjunkturellen Umfeld und den damit einhergehenden Mietertragsperspektiven werden Investoren von den niedrigen Zinsen und damit geringen Kapitalkosten angezogen. Von den verbesserten Finanzierungsbedingungen profitierten vor allem Büro- und Logistikimmobilien. Viel günstiger als derzeit dürfte die Finanzierung von Gewerbeimmobilien allerdings nicht werden. Laut dem von CBRE erhobenen Refinanzierungskosten-Indikator liegen die Renditen am Refinanzierungsmarkt mit 40 Basispunkten rund zehn Basispunkte niedriger als vor einem Jahr und 80 Basispunkte unter dem Durchschnittsniveau von 2012 – und damit nahe an historischen Tiefständen.

Inzwischen haben auch die Leerstandsdaten Mehrjahrestiefs und die Spitzenmieten Mehrjahreshochs erreicht. Der niedrige Leerstand in den meisten Immobilienhochburgen (mit Ausnahme von Frankfurt und Düsseldorf) ist jedoch nicht einer hohen Flächennachfrage, sondern dem geringen Angebotswachstum der vergangenen Jahre geschuldet. Aufgrund der steigenden Bau- und Projektentwicklungsaktivitäten dürfte sich das Angebot in den betreffenden Metropolen in den nächsten Jahren spürbar ausweiten. Damit die Leerstände niedrig und die Mieten hoch bleiben, muss die Flächennachfrage entsprechend steigen. Dies setzt aber eine weiter positive Konjunktorentwicklung voraus, sonst dürfte der Druck auf die Mieten wieder steigen. Ob das von vielen Anlegern für Deutschland erwartete Mietwachstum mit durchschnittlich 2,5% pro Jahr 2014/15 zu erreichen ist, bleibt daher abzuwarten. Bereits innerhalb der zurückliegenden 12 Monate betrug die Zuwächse bei der Spitzenmiete in München und Frankfurt lediglich 3 % bzw. 1 %; in Düsseldorf sanken die Mieten sogar um 3,6%.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Deutscher Büro- und Gewerbeimmobilienmarkt von internationalen Investoren dominiert

Nachdem auf dem deutschen Gewerbeimmobilienmarkt bereits 25,5 Mrd. Euro (+34 % ggü. Vorjahr) umgesetzt wurden, ist bis Jahresende von einem Jahresumsatz von mehr als 35 Mrd. Euro auszugehen. Wie der nebenstehenden Abbildung zu entnehmen ist, hat sich der Umsatz mit Büroimmobilien zur Jahresmitte im Vergleich zum Vorjahr um 28 % auf 6,56 Mrd. Euro¹ (s. Abb. 1) erhöht. Damit zählen Büroimmobilien nach wie vor zu den umsatzstärksten Assetklassen innerhalb des deutschen Gewerbeimmobilienmarktes.

Abb. 1

Gewerbeinvestmentmarkt Deutschland			
Umsatz in Mrd. EUR			
	H1 2014	H1 2013	Veränderung
Büro	6,56	5,14	28%
Einzelhandel	4,67	4,67	0%
Logistik/Ind.	1,80	1,01	78%
Hotel	1,91	0,80	139%
Entw-Projekte	0,45	0,57	36%
Sonstige	1,54	1,14	35%
Summe	16,92	13,33	27%

Quelle: Savills

Getrieben wurde diese Entwicklung nicht nur von heimischen Investoren wie z. B. Spezialfonds und geschlossenen Fonds, vielmehr haben internationale Anleger aus UK, Frankreich, Schweden, Kanada sowie Hongkong bzw. China immer mehr an Beutung gewonnen (s. Abb. 2).

Abb. 2

Gewerblicher Investmentmarkt: Top 10-Käuf- und Verkäufergruppen (Juli 2013- Juni 2014)							
Rang	Käufer	Volumen (Mio. EUR)	Anzahl der Projekte	Rang	Verkäufer	Volumen (Mio. EUR)	Anzahl der Projekte
1	Spezialfonds	6.924	239	1	Bauträger/Proj-Entw.	6.677	219
2	Private Equity-Fonds	3.245	106	2	Spezialfonds	3.291	144
3	Geschlossene Fonds	2.936	133	3	Immob AGs/REITs	2.602	153
4	Corporates	2.813	380	4	Corporates	2.458	572
5	Immob AGs/REITs	2.748	93	5	Geschlossene Fonds	2.444	135
6	Versich/Pens-Kassen	2.625	49	6	Private Equity-Fonds	2.270	64
7	sonst. Asset Manager	2.539	207	7	sonst. Asset Manager	2.233	166
	Privatinvestoren /				Privatinvestoren /		
8	Famliy Offices	2.103	242	8	Famliy Offices	2.083	148
9	off. Publikumsfonds	1.939	31	9	Banken	1.568	37
10	Bauträger/Proj-Entw.	1.883	274	10	off. Publikumsfonds	1.451	62

Quelle: Savills

Zu den ausländischen Käufern zählten dabei neben Private-Equity-Investoren (z. B. Blackstone) auch Immobilien-AGs/REITs und Family Offices, vor allem aus China¹. Wie aus Maklerkreisen zu vernehmen war, seien in den vergangenen zehn Jahren Investitionen von über 24 Mrd. Euro aus dieser Region in den deutschen Gewerbeimmobilienmarkt geflossen, wobei der Großteil von Anlegern aus dem chinesischen Festland stammt. Aufgrund niedriger Renditen in ihren Portfolios sind chinesische Investoren bestrebt, ihre Immobilienquoten durch eine stärkere regionale Streuung der Investments zu erhöhen. Zugute komme ihnen vor allem, dass das chinesische Handelsministerium künftig auf die langwierige Genehmigungspflicht vieler Auslandsinvestitionen verzichten will. Wenn-gleich die Chinesen derzeit noch den Markt sondieren, ist davon auszugehen, dass die Transaktionsaktivität vor allem der chinesischen Staatsfonds in den kommenden sechs bis neun Monaten deutlich ansteigen wird. Allein in den drei Quartalen stiegen die Investments asiatischer Investoren in den drei Quartalen um 52% auf 13 Mrd. Euro, wobei die Investments vor allem in B-Städten erfolgten.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Ausblickend ist noch nicht ganz auszumachen, wie eine schwächere Wachstumsdynamik in Deutschland und Europa den Immobilienmarkt beeinflussen könnte. Während zunächst die Anlageklasse Immobilien gegenüber anderen Anlageklassen an Attraktivität gewinnen und Core-Immobilien in der Anlegergunst weiter zulegen sollten, wäre mit der Folge steigender Preise an den hiesigen Vermietungsmärkten mit einem Nachfragerückgang zu rechnen. So erreichte der Büroflächenumsatz in den ersten neun Monaten in den Hochburgen rund 2,06 Mio. m² und liegt damit rund 7 % unter Vorjahresniveau. Während Berlin und Hamburg Umsatzzuwächse von jeweils knapp 11 % erzielten, fiel der Umsatzrückgang in Köln und Düsseldorf mit 28% bzw. 24% dagegen recht deutlich aus². Ferner ist festzustellen, dass der Wettbewerb im Core- und Core+-Bereich aufgrund der neu hinzugekommenen Käufergruppen aus Übersee deutlich härter geworden ist und das die Qualität der angebotenen Portfolios in 2014 spürbar nachgelassen hat. Gleichwohl sind die Preisvorstellungen oftmals recht hoch, wodurch viele Deals nicht zustande kommen.

Renditen nur noch abseits der Metropolen attraktiv

Trotz des positiven Umfelds sind die auf den hiesigen Büromärkten zu erzielenden Renditen oft enttäuschend. Laut einer Untersuchung des Datenanbieters IPD hat die Gesamtperformance (Total Return) aus Wertänderung und Netto-Cashflow im Zeitraum 2004 bis 2013 bei 2,8% p.a. gelegen. Dabei hätten die B-Städte mit 3% am besten abgeschnitten, gefolgt von den A-Städten (2,5%) und dem Rest (knapp 1%). Im Jahr 2013 lag der Total Return bei Büroimmobilien bei 3,6%, während Wohnimmobilien 8,3 % abwarfen. Trotz des allgemeinen Renditerückgangs sind auf den A-Standorten im Einzelfall noch Renditen im Bereich von 4,1% und in den B- und C-Städten im Schnitt 6,8% zu erzielen³. Mittel- bis langfristig dürften die Renditen für Spitzenobjekte weiter nachgeben und sich der Wettbewerb um diese Objekte weiter verschärfen. Wie wenig deutsche Büroimmobilien dennoch rentieren, zeigt sich im internationalen Vergleich: In den zurückliegenden vier Jahren beliefen sich die jährlichen Renditen, die weltweit zu erzielen waren, im Schnitt auf 8,4% - und damit auf einem Niveau, das in vielen Märkten zuletzt in 2007/08 erzielt wurde. Diese Performance hat sich IPD zufolge in vielen Märkten bis ins zweite Quartal 2014 fortgesetzt, wobei in Großbritannien, den USA und Irland sogar zweistellige Zuwachsraten zu erzielen waren.

Büroimmobilienaktien/REITs: Kursentwicklung reflektiert nicht Renditen

In diesem Beitrag aus einer dreiteiligen Reihe über europäische Immobilienunternehmen soll der Fokus auf börsennotierte deutsche Bürounternehmen liegen. In der Analyse haben wir uns auf zwei von den drei an der Deutschen Börse gelisteten REITs beschränkt, deren Anteilsscheine noch relativ

Abb. 3

Büroimmobilien-Aktien: Kennzahlen H1 2014

Unternehmen	NAV je Aktie	Zu-/Abschlag		Eigenkapital-Quote (REIT)
		zum Börsenkurs	LTV	
Alstria Office	10,75	6,2%	52%	48,8%
Hamborner REIT	8,09	-2,1%	44%	51,6%

liquide sind: Alstria Office REIT und Hamborner REIT. Neben diesen Gesellschaften firmiert noch die Fair Value REIT unter diesem Status.

Untersuchungen aus den USA und Großbritannien belegen, dass es zumindest mittelfristig große Ähnlichkeiten bei den Risiken zwischen Immobilien-Direktinvestments und REITs gibt. Allerdings ha-

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

ben REITs tendenziell bessere Renditen, wofür es mehrere Gründe gibt: Zum einen können sie sich sehr effizient refinanzieren und sind dadurch sehr flexibel. REITs haben zusätzlich den Vorteil, dass sie steuerbefreit sind, dafür aber praktisch 90 % der Gewinne ausschütten müssen, was aus Anlegersicht ebenfalls attraktiv ist.

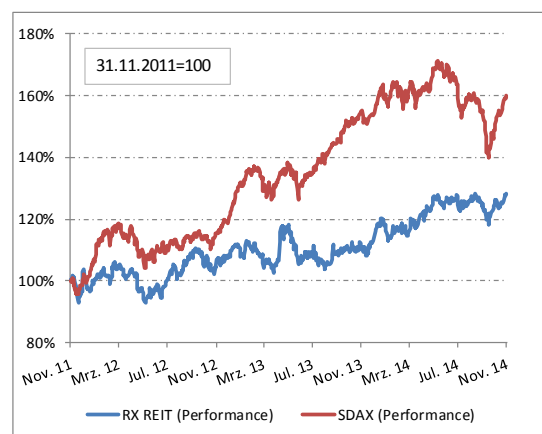
Unter Risikogesichtspunkten ist weiterhin erwähnenswert, dass die Eigenkapitalquote mindestens 45% betragen muss. Zudem weisen REITs eine geringe Korrelation zu anderen Anlageklassen auf. Diese nimmt noch ab, je länger der Betrachtungszeitraum ist⁴. Ferner zeigten REITs in Phasen steigender Zinsen sowohl im 10-Jahres- als auch kurzfristigen Bereich eine bessere Performance als Aktien- und Renteninvestments⁴.

Daneben sind im Bürosegment noch Unternehmen wie z. B. DIC Asset, Deutsche Office, VIB Vermögen, IFM Immobilien oder InCity Immobilien gelistet. Mit der Notierung der TLG Immobilien am 24. Oktober ist der Kurszettel in diesem Segment wieder länger geworden. TLG eröffnet Investoren Exposure zum Gewerbeimmobiliensektor in Ostdeutschland. Einzig die VIB Vermögen ragte bisher mit einer bemerkenswerten Kursentwicklung heraus. Der Aktienkurs des auf gewerbliche Immobilien in Süddeutschland fokussierten Unternehmens hat sich in den vergangenen drei Jahren mehr als verdoppelt, allerdings bei sehr niedrigen Börsenumsätzen. Während die Kursentwicklung der traditionellen Büroimmobilien-Aktien überwiegend enttäuschend verlief, schnitten die Titel von Alstria und Hamborner in dem Betrachtungszeitraum (2012-11/2014) gegenüber der Vergleichsgruppe besser ab, was nicht zuletzt an ihrer nachhaltigeren operativen Performance lag.

Dennoch ist die Marktkapitalisierung der drei REITs-Werte im europäischen Vergleich bescheiden: Während Alstria, Hamborner und Fair Value auf einen Börsenwert von rund 1,2 Mrd. Euro kommen, beläuft sich die Marktkapitalisierung der britischen REITs auf umgerechnet etwa 50 Mrd. Euro. Damit spielen die deutschen REITs nur eine Nischenrolle.

Wengleich sich die börsennotierten deutschen Büroimmobilienaktien zumeist von ihren Tiefstständen Mitte 2012 erholt haben, konnten sie mit der Entwicklung der Wohnimmobilienaktien oder vergleichbaren Gesellschaften aus Großbritannien nicht Schritt halten. In der Drei-Jahresbetrachtung konnte der aus drei Unternehmen bestehende RX REIT-Index lediglich um knapp 30 % zulegen (vgl. Abb. 4), während der Benchmark-Index SDAX in diesem Zeitraum rund 60 % hinzugewann.

Abb. 4



Die nach wie vor relativ niedrigen Bewertungen machen diese Aktien derzeit für langfristig orientierte Value-Investoren interessant. Von einer Neueinschätzung des Sektors dürften vor allem jene Immobilienunternehmen profitieren, die hochwertige Objekte mit langlaufenden Mietverträgen und einem niedrigen Verschuldungsgrad in ihren Portfolios haben.

Mit ruhiger Hand

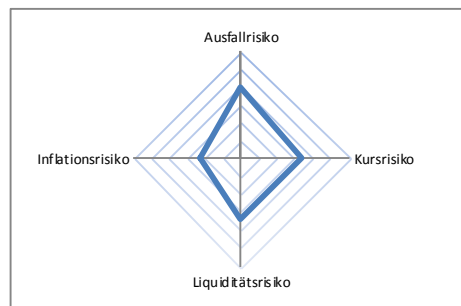
Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Alstria Office REIT AG			
Website: http://www.alstria.de/	Kurs 28.11.2014: 10,08 €	Börsenwert (Mio.€): 764,9	
Hauptbörse: Xetra	Land: Deutschland	WKN: AOLD2U	ISIN: DE000AOLD2U1

Alstria hat sich auf die Akquisition, den Besitz und Verwaltung von Bürogebäuden in Deutschland spezialisiert. Das Unternehmen sieht sich als langfristiger Bestandshalter und konzentriert sich auf den Ausbau und auf das aktive Management des Immobilienportfolios. Der Gesamtwert des aus 74 Gebäuden bestehenden Portfolios betrug zum Halbjahr 1,6 Mrd. Euro, der Leerstand stieg gegenüber dem Jahresende 2013 von 9,1% auf 10,6%.

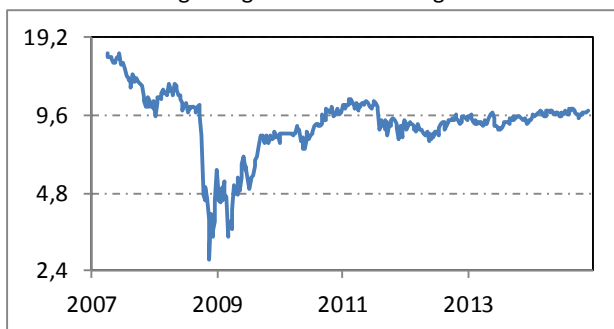
Ein wesentliches Merkmal des Portfolios ist die Fokussierung auf eine geringe Anzahl von Hauptmietern in ausgesuchten Kernregionen. Von der gesamt vermietbaren Fläche entfallen 96% auf Büroimmobilien. Mehr als die Hälfte der Objekte befinden sich in Hamburg und Stuttgart und damit in Regionen mit solidem Mietpreiswachstum. Der übrige Teil des Portfolios befindet sich in den Regionen Rhein-/Ruhr bzw. Rhein-/Main sowie München, Berlin, Hannover und Sachsen. Die REIT-Eigenkapitalquote lag per 30. Juni 2014 bei 48,8% und der Netto-Verschuldungsgrad (Netto-LTV) belief sich zum Berichtsstichtag auf 52,0%.

Gewinnänd. 2015/16e Ø p.a. 9%		
Bewertungskennziffern		
KGV 2014e	KGV 2015e	KBV aktuell
17,1	15,5	0,9
Divrend. 2014e	Divrend. 2015e	Unt.wert zu Umsatz
5,0%	5,2%	N.A.

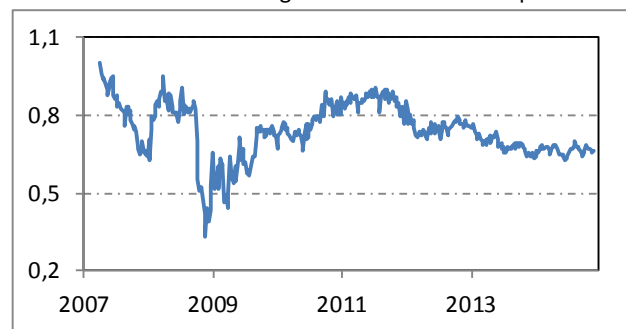


Nachhaltigkeit: gut	
Risikokennziffern	
Ausfallrisiko	Liquiditätsrisiko
4,0	3,3
Kursrisiko	Inflationsrisiko
3,3	2,3

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.

Gewinnttäuschung im ersten Halbjahr

Im 1. Halbjahr gingen die Umsätze bedingt durch die im Jahr 2013 erfolgten Portfoliobereinigungen um 1,3 % auf 51,5 Mio. Euro zurück. Die Leerstandsquote stieg dadurch von 6,8 % Ende 2013 auf 10,6 % (nach EPRA: 9,1 %). Der Nettogewinn sank hauptsächlich aufgrund von Bewertungsverlusten in Höhe von 17,6 Mio. Euro auf Finanzderivate deutlich auf 6,8 Mio. Euro, nach 29,05 Mio. Euro im

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Vorjahreszeitraum. Das operative Ergebnis (FFO) gab um 3 % auf 24,5 Mio. Euro nach. Der FFO je Aktie sank von 0,32 auf 0,31 Euro. Für das laufende Jahr peilt Alstria Umsätze von 102 Mio. Euro und einen FFO von 47 Mio. Euro an, wobei der Anstieg im Wesentlichen auf die gesunkenen Finanzierungskosten beruht.

Zuletzt hat Alstria Office das Bürogebäude Englische Planke 2 in Hamburg für 15,5 Mio. Euro an die HIH Hamburgische Immobilien Handlung verkauft. Alstria hatte das 4.600 m² große Gebäude Anfang 2011 als Teil einer 20 Mio. Euro teuren Portfoliotransaktion erworben. Einige Wochen zuvor hat das Unternehmen eine Immobilie in Hamburg für 41,7 Mio. Euro verkauft und den Verkaufserlös in zwei Gebäude in Düsseldorf reinvestiert. Mit einer durchschnittlichen Restmietlaufzeit von 7,7 Jahren und einer Leerstandsrate von 31 % bzw. 43 % sollen diese ein attraktives Potenzial für Renditesteigerungen bieten. Wenngleich im laufenden Jahr mit nur einem geringen Mietpreiswachstum bei den Büroflächen zu rechnen ist, dürften das aktive Portfolio-Management und die stabile Bilanz des Immobilienunternehmens den Aktienkurs weiteren Auftrieb verleihen. Dann sollte auch der Abschlag zum NAV sich allmählich auflösen.

Die Aktie der Alstria Office REIT AG ist daher unserer Einschätzung nach als Beimischung (0%-2% Depotanteil) für risikobewusste Anleger geeignet.

Empfehlungshistorie: Die Aktie der Alstria Office REIT AG wurde bisher noch nicht empfohlen.

Hamborner REIT AG			
Website:	http://www.hamborner.de/	Kurs 28.11.2014: 8,26 €	Börsenwert (Mio.€): 362,1
Hauptbörse:	Xetra	Land: Deutschland	WKN: 601300
			ISIN: DE0006013006

Hamborner REIT verfügt über ein bundesweit gestreutes substanzstarkes Immobilienportfolio von 72 Objekten in 55 Standorten. Der Fokus des Bestandes liegt auf Mittelzentren insbesondere in West- und Süddeutschland. Gemessen an den Mieteinnahmen besteht das Portfolio in etwa zu gleichen Teilen in Büro, großflächige Einzelhandelsobjekte und Geschäftshäuser. In den letzten sieben Jahren ist das Portfolio um über 500 Mio. Euro auf knapp 700 Mio. Euro gewachsen, wobei im gleichen Zeitraum die operative Kostenquote auf unter rund 10 % halbiert wurde. Hamborner versucht Marktchancen zu nutzen, in dem es größere Immobilien erwirbt und zugleich kleinere, nicht mehr strategiekonforme Objekte veräußert. 80 % der Vermietungskontrakte laufen bis ins Jahr 2018, die Leerstandsquote des Portfolios beträgt 2,5 %.

Halbjahresüberschuss auf fast 12 Mio. Euro verdoppelt

Im ersten Halbjahr 2014 konnte die Hamborner REIT die Miet- und Pächterlöse um 5,2 % auf insgesamt 23,3 Mio. Euro gegenüber dem Vorjahr steigern. Unter Berücksichtigung von Verkaufserlösen in Höhe von 7,9 Mio. Euro stieg der Überschuss auf 11,8 Mio. Euro. Neben dem bereits im ersten Quartal des Berichtsjahres vermeldeten Zugang der Immobilie in Bad Homburg wurde im April dieses

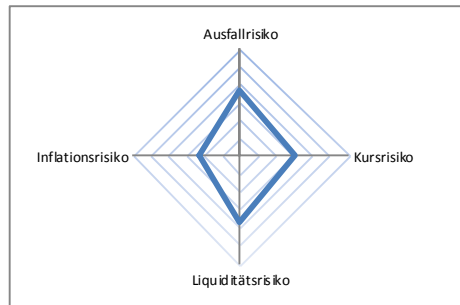
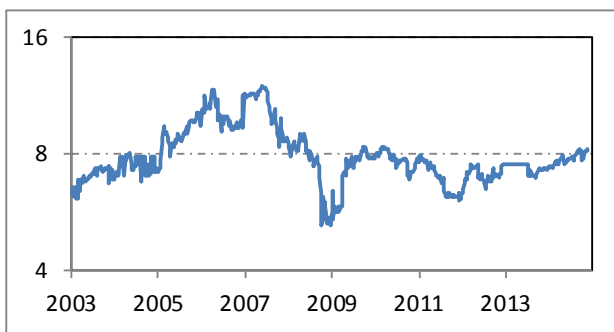
Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

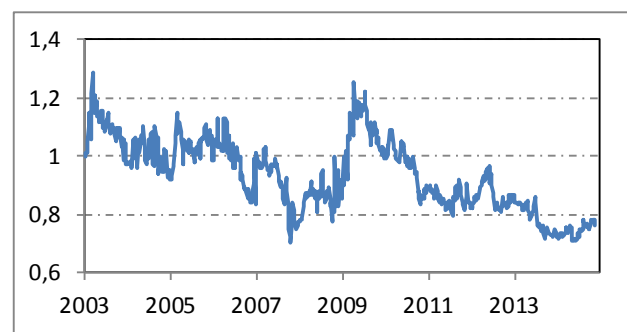
Jahres den Kaufvertrag für eine Einzelhandelsimmobilie in Berlin für rund 16,4 Mio. Euro und ein Kaufvertrag für eine Büroimmobilie in Aachen mit einem Kaufpreis von 26,9 Mio. Euro unterzeichnet.

Gewinnänd. 2015/16e Ø p.a.		7%
Bewertungskennziffern		
KGV	KGV	KBV
2014e	2015e	aktuell
22,3	20,6	1,0
Divrend.	Divrend.	Unt.wert
2014e	2015e	zu Umsatz
5,1%	5,3%	N.A.

Langfristige Kursentwicklung:



Kursentwicklung relativ zu Aktien Europa:



Nachhaltigkeit: gut	
Risikokennziffern	
Ausfall- risiko	Liquiditäts- risiko
3,7	3,7
Kurs- risiko	Inflations- risiko
3,0	2,3

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

Demgegenüber wurden u.a. Immobilien in Moers, Wuppertal und Hannover veräußert. Der FFO lag zur Jahresmitte bei 12,7 Mio. Euro bzw. 0,28 Euro je Aktie. Für die zweite Jahreshälfte geht der Vorstand in Abhängigkeit weiterer An- und Verkäufe von einem Anstieg bei den Mieterlösen von rund 3 % bis 4 % aus. In ähnlicher Größenordnung soll auch der FFO steigen. Der NAV beläuft sich nach der Dividendenzahlung von 40 Cent je Aktie im Mai zum Halbjahresresultimo auf 8,09 Euro je Aktie nach 8,25 Euro zum Jahresende 2013. Nach unserer Einschätzung sollte sich die Strategie der Hamborner, Objekte – die nicht mehr zum Kerngeschäft zählen – zu veräußern und gleichzeitig das Portfolio mit renditestarken Immobilien zu erweitern, dem Aktienkurs weiteren Auftrieb verleihen. Daneben punktet der REIT mit einer hohen Eigenkapitalquote von 51,6 % und einer vergleichsweise geringen Verschuldung (LTV von 44,1 %). Unter der Berücksichtigung der An- und Verkäufe geht der Vorstand von einem Anstieg des FFO um ca. 3 % bis 4 % im laufenden Geschäftsjahr. Trotz des geringen Aufschlags zum NAV halten wir die Aktie vor dem Hintergrund der nachhaltigen operativen Performance und der hohen Dividendenrendite von ca. 5% auf dem derzeitigen Bewertungsniveau für interessant.

Die Aktie der Hamborner REIT AG ist daher unserer Einschätzung nach als Beimischung (0%-2% Depotanteil) für chancenorientierte und risikobewusste Anleger geeignet.

Empfehlungshistorie: Die Aktie der Hamborner REIT AG wurde bisher noch nicht empfohlen.

Kondratjews neue Wellenreiter: Autonome Fahrzeuge

Von Karl-Heinz Thielmann

Im Beitrag „Die sechste Welle“ in „Mit ruhiger Hand Nr. 30“ wurden die Wirkungen grundlegender technischer Innovationen auf die ökonomische Entwicklung dargestellt. Die hieran anschließende Reihe „Kondratjews neue Wellenreiter“ beschäftigt sich mit technischen Neuerungen, die das Potenzial haben, als neue Basistechnologie einen Wachstumsschub in der Weltwirtschaft auszulösen. Sie wird hier mit einer Analyse der möglichen Auswirkungen autonomer Fahrzeuge fortgesetzt.

In der Seeschifffahrt und im Luftverkehr ist es schon seit einiger Zeit üblich, die Steuerung von großen Schiffen oder Flugzeugen durch Autopiloten vorzunehmen. Piloten und Kapitäne sind immer mehr in die Rolle von Programmieren und Kontrolleuren der Steuerungscomputer geschlüpft. Sie greifen nur noch selten und zumeist nur in Extremsituationen ein, wie z. B. bei Landungen während schlechten Wetters. Auch bei Schienenfahrzeugen werden autonome Fahrzeuge immer beliebter. Insbesondere bei U-Bahnen¹⁾ werden führerlose Züge gerne eingesetzt, so z. B. in Kopenhagen, Paris, Sao Paolo, Singapur oder Nürnberg. In einigen Städten, wie z. B. Madrid oder München gibt es auf vielen Linien noch Fahrer, deren Tätigkeit sich allerdings auf das Drücken eines Start-Knopfes bzw. die Bedienung der Türen beschränkt. Der Grund, warum noch nicht mehr Personal ersetzt wird, ist nach Angabe der Verkehrsgesellschaften, dass menschliche Fahrer den Fahrgästen ein „Gefühl der Sicherheit“ vermitteln, selbst wenn statistisch das Gegenteil belegt ist.

Im oberirdischen Straßen- und Schienenverkehr sind autonome Fahrzeuge aber bisher vernachlässigbar. Dies hängt mit der Komplexität der verschiedenartigen Verkehrssituationen zusammen, die Computer und damit zusammenhängende Steuerungssysteme bisher völlig überfordert haben. Aller Voraussicht nach wird sich dies jedoch in den kommenden Jahren wandeln. Und die Art und Weise, wie wir Verkehrsmittel einsetzen, wird sich dadurch völlig verändern, was erhebliche Konsequenzen für die übrige Wirtschaft haben kann.

Selbstständig im Straßenverkehr fahrende Automobile sind möglich geworden

Die Vision eines führerlosen Autos ist an sich nichts Neues. Bereits in den 20er Jahren gab es erste Versuche. In den 80er Jahren entwickelte Mercedes Benz in Zusammenarbeit mit der Bundeswehruniversität München ein Fahrzeug, das auf Straßen ohne Verkehr und bei Geschwindigkeiten bis zu 60 km/h autonom fahren konnte. Dieses Fahrzeug war auch die Basis für ein 750 Mio. € Forschungsprogramm der europäischen Förderorganisation EUREKA von 1987 bis 1995. Dieses sowie auch spätere Programme in den USA scheiterten jedoch daran, im Straßenverkehr praktikable Lösungen zu finden. Zwei Hauptprobleme standen der allgemeinen Nutzung von autonomen Autos entgegen:

- Die Interaktion mit anderen Verkehrsteilnehmern.
- Das sich Einstellen auf Umweltbedingungen, die entweder schwierig sind, wie z. B. Gelände, oder sich rasch verändern, wie z. B. bei starken Regenfällen.

Dort allerdings, wo es keine Interaktionsprobleme und relativ konstante Umweltbedingungen gibt, sind autonome Fahrzeuge schon seit einigen Jahren erfolgreich im Einsatz. Nach einer dreijährigen

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Versuchsphase hat sich beispielsweise Rio Tinto 2011 dafür entschlossen, die Pilbara Mine in West Australien mit führerlosen Fahrzeugen von Komatsu auszustatten. In den Tests zeigte sich, dass sowohl Produktivität wie auch Sicherheit deutlich verbessert wurden²).

Seit einigen Jahren deuten sich technische Verbesserungen an, die eine Lösung der Alltags-Probleme in greifbare Nähe rücken lassen. Hierfür sind mehrere Entwicklungen verantwortlich:

- Fortschritte in der Sensortechnik, die ein viel besseres Erfassen von Straßenverkehrssituationen ermöglichen.
- Die Verbesserung der Interaktion zwischen Autos und mit Verkehrsleitstellen durch mobiles Internet (vgl. hierzu den Beitrag „Mobiles Internet“ in „*Mit ruhiger Hand*“ Nr. 31).
- Eine Vielzahl von praktischen Erfahrungen, die in den letzten Jahrzehnten im Testgebrauch von autonomen Fahrzeugen gewonnen wurden.

Google ist in den letzten Jahren mit dem Versuch vorgeprescht, unabhängig von den etablierten Autoherstellern autonome Fahrzeuge zu entwickeln; und will diese auch in einigen Jahren kommerziell vermarkten. Seit einiger Zeit fahren autonome Testfahrzeuge des Internetkonzerns in den USA auch auf öffentlichen Straßen. Sie operieren nach Angaben von Google und unabhängigen Testfahrern unter normalen Verkehrsbedingungen sicher und zuverlässig, kommen aber nach wie vor mit schwierigen Wettersituationen wie Starkregen oder Schnee nicht zurecht. Nichtsdestotrotz erscheint angesichts der jüngsten Fortschritte das Ziel von Google nicht unrealistisch, zwischen 2017 und 2020 Fahrzeuge auf den Markt zu bringen, die vollständig autonom fahren können.

Die etablierten Autohersteller experimentieren schon seit Längerem mit autonomen Fahrzeugen. Bei ihnen ist aber eine andere Vorgehensweise als bei Google zu erwarten: Nach und nach werden sie ihre Automobile mit immer leistungsfähigeren Assistenzsystemen ausstatten, die den menschlichen Fahrer immer mehr von seiner Fahrtätigkeit entlasten. So gibt es schon seit einigen Jahren für viele Autos sog. Einparkassistenten, die einen Wagen selbstständig einparken können.

Eine Vorreiterrolle bei der Automatisierung des Fahrens spielt Mercedes Benz mit dem Abstandsregeltempomat DISTRONIC PLUS³). Dieser hilft gekoppelt mit einem Lenkassistenten dabei, sowohl den gewünschten Abstand zu einem vorausfahrenden Fahrzeug einzuhalten wie auch in der Fahrspur zu bleiben. Als nächster Schritt ist der sog. „Autobahnpilot“ geplant, der anscheinend kurz vor der Marktreife steht. Er ist in der Lage, in normalen Situationen auf der Autobahn das Fahren zu übernehmen. Es ist allerdings zu erwarten, dass andere Hersteller bald mit ähnlichen Angeboten auf den Markt kommen werden. Vor allem Toyota hat in den vergangenen Jahren sehr viele Erfahrungen gesammelt und dürfte bald nachziehen.

Autonome Fahrzeuge stehen vor anderen als nur technischen Hindernissen

Kurzfristig dürfte das Hauptproblem für eine Verbreitung des autonomen Fahrens weniger technischer als rechtlicher Natur sein. Zum einen sind die Verfahren zur Zulassung von Straßenfahrzeugen nicht auf autonome Fahrzeuge ausgelegt und müssen geändert werden. Zum anderen ist nicht geklärt, wer im Falle eines Unfalles mit einem autonomen Fahrzeug wie stark haftet.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Solange eine erhebliche Rechtsunsicherheit besteht, wird sich kaum ein privater Käufer für ein autonom fahrendes Auto finden. Bisher haben nur 4 US-amerikanische Bundesstaaten den Verkehr mit autonomen Fahrzeugen rechtlich geregelt. In Europa will Großbritannien für 2015 entsprechende Grundlagen schaffen. Eine Vorreiterrolle spielt Singapur, wo man sich nach erfolgreichen Tests in kleinerem Maßstab ab 2015 für einen Großversuch mit autonomen Fahrzeugen im öffentlichen Straßenverkehr entschlossen hat. Die Regierung des südostasiatischen Stadtstaats ist auch bisher die einzige, die offiziell das Potenzial von autonomen Fahrzeugen bei der Lösung von Verkehrs- und Umweltproblemen anerkannt hat.

Mittelfristig das Hauptproblem für autonomes Fahren dürfte ein Akzeptanzproblem in der Öffentlichkeit sein, welches schon dafür sorgt, dass U-Bahnen mit Fahrern ausgestattet werden, die aber nicht mehr fahren. Subjektiv misstrauen viele Menschen eher der Maschine als einem menschlichen Fahrer. Oberflächlich betrachtet haben sie damit auch manchmal recht, weil Menschen in komplexen Extremsituationen wie Unfällen, die keinen vorgegebenen Mustern entsprechen, zumeist flexibler reagieren können. Andererseits sind Situationen, in denen ein reaktionsschneller Mensch einer Maschine überlegen ist, vergleichsweise selten zu solchen, in denen Fahrer durch Unachtsamkeit, Drogenkonsum oder Übermüdung Unfälle verursachen und einem Computer unterlegen wären.

Die Vorteile autonomen Fahrens

Gerade die Sicherheitsfrage ist ein sehr starkes Argument für autonome Fahrzeuge. Denn Hauptfehlerquelle im Straßenverkehr ist zweifelsohne der Mensch. Technische Probleme sind nur noch selten Unfallursache; und wenn, dann oft nur, weil Menschen bei der Wartung versagt haben. Nach Angaben der WHO gibt es ca. 1,24 Mio. Verkehrstote jährlich, die überwiegend auf menschliche Fahrfehler zurückzuführen sind. Diese stellen, zusammen mit den Millionen von Verletzten, nicht nur menschliche Tragödien, sondern auch schwere Kosten-Belastungen für das Gesundheitssystem dar. Diese könnten durch autonome Fahrzeuge deutlich reduziert werden.

Langfristig gesehen wird deshalb wahrscheinlich das Transportgewerbe wirtschaftlich am stärksten von der Einführung des autonomen Fahrens betroffen sein. Denn Fehler von überlasteten Bus- oder Lkw-Fahrern - z. B. aufgrund von Müdigkeit oder Konzentrationsmängeln – verursachen die schlimmsten Sach- und Personenschäden. Autonome Fahrzeuge könnten hier Abhilfe schaffen. Zudem könnte die Logistik sehr viel effizienter gesteuert werden, da der Einsatz von Fahrzeugen unabhängig von der Verfügbarkeit oder den Ruhezeiten von Fahrern gestalten werden könnte. Weiterhin hat sich gezeigt, dass autonome Fahrzeuge effizienter mit Kraftstoff umgehen als menschliche Fahrer, sodass sie ebenfalls unter Umweltgesichtspunkten wünschenswert erscheinen.

Ein bisher noch kaum diskutiertes Thema ist der Einsatz von autonomen Eisenbahnen im oberirdischen Verkehr. Angesichts der Komplexität im Betriebsablauf einer Bahngesellschaft und den vielfältigen Störquellen, auf die Lokführer flexibel reagieren müssen, werden sie im Personenverkehr auch nicht so schnell vollständig ersetzt werden. Darüber hinaus werden die in fast allen Ländern relativ gut organisierten Lokführergewerkschaften jedem Versuch entgegenzutreten, ihre Mitglieder überflüssig zu machen. Allerdings dürften nach und nach auch hier Assistenzsysteme eingesetzt werden, die

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

einen schrittweisen Abschied von der klassischen Rolle des Lokführers bedeuten. Im privaten Güterverkehr könnten autonome Bahnen allerdings relativ bald eingesetzt werden. Rio Tinto hat 2014 in Australien den Testbetrieb für führerlose Zugverbindungen zwischen seinen Minen und den Verladehäfen aufgenommen²⁾. Bei Erfolg dürften Wettbewerber wie BHP Billiton zügig nachziehen.

Ein weiterer Vorteil autonomen Fahrens ist die Zeitersparnis, die es mit sich bringt, wenn man nicht mehr lenken muss. So verbringen durchschnittliche Europäer 300 Stunden im Jahr vor dem Lenkrad. US-Amerikaner fahren durchschnittlich sogar 750 Stunden jährlich selbst, was in Arbeitstagen umgerechnet ca. vier Monaten entspricht. Wenn nur ein Teil dieser Zeit in zusätzliche Arbeitsleistung umgewandelt würde, ergäben sich erhebliche gesamtwirtschaftliche Produktivitätsgewinne.

Die Schattenseiten von autonomen Fahrzeugen

Um die Möglichkeiten autonomer Fahrzeuge voll nutzen zu können – insbesondere in Hinblick auf die Interaktivität – ist vielerorts eine Anpassung der Verkehrsinfrastruktur notwendig. Dies ist mit erheblichen Kosten für die öffentlichen Haushalte verbunden, die wahrscheinlich für nur wenige Länder so problemlos zu finanzieren sind wie für Singapur.

Offensichtliche Verlierer werden die Beschäftigten in Fahrerberufen sein, vor allem wenn diese nicht gut gewerkschaftlich organisiert sind. Aber auch die von ihren Interessenverbänden vertretenen Arbeitnehmer werden den Prozess der Überflüssigmachung nur aufhalten, jedoch nicht stoppen können. Das Verschwinden großer und fest etablierter Berufszweige hat in der Vergangenheit immer größere soziale Probleme mit sich gebracht, was sich in Hinblick auf die Fahrerberufe wiederholen dürfte. Der verstärkte kommerzielle Einsatz von autonomen Fahrzeugen muss deshalb von Sozialprogrammen begleitet werden, die eine Integration von Fahrern in andere Berufe ermöglichen.

Technische Hauptprobleme für das autonome Fahren sind einerseits die Anfälligkeit gegenüber Hackerangriffen; andererseits eine flexible Reaktion auf schwierige Situationen. Hackerangriffe über Schnittstellen des mobilen Internets sind bei autonomen Fahrzeugen besonders problematisch, da so ferngesteuert Autos gestohlen bzw. Unfälle herbeigeführt werden könnten.

Durch schlechtes Wetter, Unfälle, Fehler anderer oder technische Störungen kommt es im Straßenverkehr immer wieder zu Situationen, die nicht durch vorprogrammierte Lösungen zu bewältigen sind. Die hohe Komplexität der Interaktion von autonomen Fahrzeugen mit der Umwelt machen sie gerade in Extremsituationen störanfällig. Insofern wird der Übergang zum autonomen Fahren auch ein schrittweiser sein, bei dem zunächst nur sehr einfache Aufgaben – wie z. B. mit gleichmäßiger Geschwindigkeit auf der Autobahn fahren – von selbststeuernden Fahrzeugen übernommen werden. Dieser Schritt ist schon absehbar und wird bereits in wenigen Jahren erfolgen.

Auswirkungen des autonomen Fahrens:

Wachstumseffekte:

- 1) Verbesserte Verkehrssicherheit
- 2) Effizientere Nutzung von Fahrzeugen sowohl bei der Auslastung wie auch beim Kraftstoffverbrauch
- 3) Entlastung des Gesundheitssystems
- 4) Zeitersparnis

Risiken / mögliche Verlierer:

- 1) Kosten für Umbau der Verkehrsinfrastruktur
- 2) Fahrer-Berufe werden überflüssig
- 3) Hackerangriffe
- 4) Anfälligkeit des Systems bei Extremsituationen steigt z. B. durch Wetter

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Anhang

Quellen:

Wesentliche Informationsquellen: Hauptinformationsquelle bei Unternehmensanalysen sind Geschäfts- und Quartalsberichte des Emittenten sowie von der Investorenbetreuung des Emittenten auf Webseiten, Investorenkonferenzen oder Analystenveranstaltungen zur Verfügung gestellte Informationen. Diese Quellen wurden sofern nicht anders angegeben 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:

Klartext: „Kauf dich reich!“

Die Zahlenangaben basieren auf in den Investor Relations Webseiten von Fresenius und Bilfinger genannten Werten. Insbesondere wurde auf die jeweiligen Investorenpräsentationen und Quartalsberichte zum 3. Quartal 2014 zurückgegriffen. Die Angaben zu den Empfehlungen der Rating- und Aktienanalysten entstammen den Websites <http://www.fresenius.de/514.htm> & <http://www.fresenius.de/4519.htm> (zuletzt abgerufen 28.11.2014) sowie <http://www.finanznachrichten.de/aktien-analysen/fresenius-se-co-kгаа.htm> (zuletzt abgerufen 28.11.2014).

Die aufregendste Geldanlage der Welt Teil 1: Kein Markt wie jeder andere

Quellen für den Beitrag über den Kunstmarkt waren insbesondere:

¹⁾ The European Fine Art Foundation (Mc Andrew, Clare), (2014): **“The TEFAF Art Market Report 2014”**; (<http://bit.ly/tefaf2014>) (zuletzt abgerufen 29.11.2014).

²⁾ Deloitte Luxembourg and ArtTactic (2014): **“Art & Finance Report 2014”**; <https://www.private-banking-magazin.de/uploads/fm/1415274809.art-finance-report.pdf> (zuletzt abgerufen 29.11.2014).

³⁾ Ben Lewis (2009): **“The Great Contemporary Art Bubble”**; BBC-Video-Dokumentation; London

⁴⁾ Jackie Wullschlager (2014): **“Art googles on”**, Financial Times Weekend; 4./5. Oktober 2014, S. 8.

⁵⁾ Olav Velthuis (2003): **“Symbolic meanings of prices: Constructing the value of contemporary art in Amsterdam and New York galleries”** in: Theory and Society 32; S. 181-215.

⁶⁾ ebenda; S. 182

⁷⁾ Allison Schrager (2013): **“High-end art is one of the most manipulated markets in the world”**; in Quartz, July 11, 2013 (<http://qz.com/103091/high-end-art-is-one-of-the-most-manipulated-markets-in-the-world/>) (zuletzt abgerufen 26.11.2014).

⁸⁾ Keuchel, Jan & Schink, Nena (2014): **“Schlechte Karten für Achenbach”**; Handelsblatt 218 vom 12. Nov. 2014, S. 18

⁹⁾ Robert Frank (2014): **“The feud that’s shaking gallery walls”**; New York Times 18 Oct 2014 (http://www.nytimes.com/2014/10/19/business/the-feud-thats-shaking-gallery-walls.html?_r=0) (zuletzt abgerufen 26.11.2014).

¹⁰⁾ Patricia Cohen (2013): **“Valuable as Art, but Priceless as a Tool to Launder Money”**; New York Times May 12, 2013 (<http://www.nytimes.com/2013/05/13/arts/design/art-proves-attractive-refuge-for-money-launderers.html?pagewanted=all>) (zuletzt abgerufen 26.11.2014).

¹¹⁾ Yan, Sophia (2014): **“Where the rich stash their toys”**; CNN Money 8 April; (<http://money.cnn.com/2014/04/08/news/economy/freeports-art-luxury/>) (zuletzt abgerufen 29.11.2014).

Weitere Informationen zu Auktionen wurden den Webseiten von Sotheby’s (<http://www.sothebys.com/en.html>) (zuletzt abgerufen 26.11.2014) sowie Christie’s (<http://www.christies.com/>) (zuletzt abgerufen 26.11.2014) entnommen.

Deutsche REITs: Vom Markt vergessen?

¹⁾ Savills (Juli 2014) „Gewerbeinvestmentmarkt Deutschland H1 2014“, (<http://www.savills.de/news/article/64899/177544-0/7/2014/gewerbeinvestmentmarkt-deutschland-h1-2014>) (zuletzt abgerufen 28.11.2014)

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

²⁾ JLL (Jones Lang LaSalle) (Oktober 2014): „Deutscher Büro-Vermietungsmarkt hängt leicht durch“, (http://www.jll.de/germany/de-de/documents/jll_germany_kurzkommentar_buerovermietung_q1-q3_2014_1.pdf) (zuletzt abgerufen 28.11.2014)

³⁾ Catella Research (2014) (<http://www.catella.de/de/2922.aspx>) (zuletzt abgerufen 28.11.2014)

⁴⁾ Cohen & Steers (Oktober 2014): “Introduction to Real Estate Securities 2014“, (http://www.cohenandsteers.com/assets/content/resources/insight/Introduction_Real_Estate_Securities.pdf) (zuletzt abgerufen 28.11.2014)

Kondratjews neue Wellenreiter: Autonome Fahrzeuge

Die Reihe „Kondratjews neue Wellenreiter“ geht auf folgende Studie zurück:

McKinsey Global Institute (2013): “**Disruptive technologies: Advances that will transform life, business, and the global economy**“; http://www.mckinsey.com/insights/business_technology/disruptive_technologies (zuletzt abger. 3.10.2014)

Für den Beitrag „autonome Fahrzeuge“ wurde darüber hinaus insbesondere auf folgende Quellen zurückgegriffen.:

Brynjolfsson, Erik & McAfee Andrew (2014): „**The Second Machine Age : Work, Progress, and Prosperity in a Time of Brilliant Technologies**“; Norton & Company; 18. Februar 2014;

The Economist (2013): „**Clean, safe and it drives itself**“; A special report on the future of the car; April 20-26th 2013; <http://www.autonomes-fahren.de/> (zuletzt abgerufen 26.11.2014)

Einzelnachweise:

¹⁾ Wikipedia (2014): List of automated urban metro subway systems, Website

(http://en.wikipedia.org/wiki/List_of_automated_urban_metro_subway_systems) (zuletzt abgerufen 29.11.2014).

²⁾ Rio Tinto (2014): Mine of the Future™, Website (<http://www.riotinto.com/ironore/mine-of-the-future-9603.aspx>) (zuletzt abgerufen 26.11.2014);

³⁾ Zu DISTRONIC PLUS mit Lenk-Assistenten vgl.: (<http://www.daimler.com/dccom/0-5-1210218-49-1210321-1-0-0-1210228-0-0-135-0-0-0-0-0-0-0-0-0-0.html>) (zuletzt abgerufen 26.11.2014)

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/>).

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; Seiten 8-13: Karl-Heinz Thielmann

Für den regelmäßigen Bezug von „Mit ruhiger Hand“ können Sie sich unter www.Mit-ruhiger-Hand.de anmelden.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

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: siehe Seite 25.
- 2) Finanzanalysen werden vor ihrer Veröffentlichung dem Emittenten normalerweise nicht zugänglich gemacht und danach geändert. Abweichungen von dieser Praxis werden gesondert gekennzeichnet.
- 3) Zur Erstellung genutzte Bewertungsgrundlagen und Methoden: siehe Abschnitt „Systematik der Anlageempfehlungen“ auf dieser Seite 27 unten.
- 4) 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 1.12.2014.
- 5) 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.
- 6) Aktualisierungen: Für Aktualisierungen der bestehenden Analysen aus der aktuellen Ausgabe ist kein fester Zeitrahmen vorgesehen und besteht auch keine Verpflichtung.
- 7) 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

Systematik der Anlageempfehlungen:

- 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.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

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.
 - 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.

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.