

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Nummer 39, Juli/August 2015

Heute mit folgenden Themen:

- **Staatsbankrott: nicht nur in Griechenland ein heißes Thema**
- **Korruption: Wie stark beeinflusst sie die Aktienperformance?**
- **Deutsche Wohnungsaktien: Einstiegschance nach Kurseinbruch**

Die Medien sind voll mit Berichten über die Entwicklung zur Staatspleite in Griechenland. Dabei geht unter, dass diese Nation im Moment nur eine von mehreren ist, deren Schuldenprobleme erdrückend geworden sind. Konkret stehen Puerto Rico und die Ukraine kurz vor der Insolvenz. „**Klartext: Der Sommer der Staatsbankrotte**“ geht der Frage nach, was diese auf den ersten Blick sehr unterschiedlichen Länder gemeinsam haben.

Eine veraltete Wirtschaftsstruktur, ein kleptokratischer Staat und veränderungsunwillige Bürger erweisen sich dabei als wirtschaftliches Misserfolgsrezept für Schuldenstaaten. Wenig hilfreich ist auch, dass es einen Brain Drain gibt: Talentierte und unternehmerisch gesinnte Einwohner emigrieren. Die Zurückgebliebenen haben entweder die Hoffnung aufgegeben oder profitieren von den Ineffizienzen. Zudem stellen leichtfertige Kreditgeber zu einfach Finanzierungen zur Verfügung; bei Problemen werden diese lieber verdrängt als gelöst, was langfristig aber alles nur schlimmer macht.

Korruption gilt als Grundübel der Wirtschaft; Aktienkurse als ein Maß für wirtschaftlichen Erfolg. In der Analyse „**Korruption und die Aktienmärkte**“ wird untersucht, ob Unterschiede bei der Korruption in einzelnen Ländern auch für die Wertentwicklung von Aktienmärkten relevant sind.

Im Ergebnis zeigt sich, dass es für die entwickelten Länder Europas und Nordamerikas einen eindeutigen Zusammenhang zwischen einer überdurchschnittlichen Aktienperformance und einem niedrigen Korruptionsniveau gibt. Bei den Schwellenländern scheint das Ausgangsniveau an Korruption kaum eine Rolle zu spielen; für sie aber positiv, wenn sich das Korruptionsniveau deutlich verbessert. In allen Regionen der Welt haben sich signifikante Verschlechterungen bei der Korruption ebenfalls in einer unterdurchschnittlichen Börsenperformance widergespiegelt.

Aktien von Immobilienunternehmen haben in diesem Jahr eine Achterbahnfahrt vollzogen. Nach starken Kursgewinnen im ersten Quartal folgte in den vergangenen Wochen eine starke Korrektur. Im Beitrag „**Deutsche Wohnungsaktien haben wieder Einstiegsurse**“ wird beschrieben, warum die Aussichten für den Sektor weiterhin positiv sind und die aktuelle Schwäche eine gute Investmentmöglichkeit darstellt.

Die an der Börse notierten Wohnimmobilienunternehmen dürften vom guten Makro- und Finanzmarktumfeld und von der fortschreitenden Urbanisierungswelle profitieren. Die Konsolidierung im Sektor eröffnet zudem Möglichkeiten zur Effizienzsteigerung. Aufgrund niedriger Zinsen und der relativ hohen Dividendenrenditen beginnen sich zudem ausschüttungsorientierte Anleger zunehmend für diese Titel zu interessieren. Favorit ist die Aktie von Dt. Annington. Weiterhin werden LEG und Adler Real Estate positiv eingeschätzt. Dt. Wohnen hingegen erscheint überbewertet.

Redaktioneller Hinweis: Die nächste Ausgabe von *Mit ruhiger Hand* erscheint am 7. September 2015.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Klartext: Der Sommer der Staatsbankrotte

Liebe Langfristanleger,

aktuell wird bei uns in den Medien das Thema Griechenland-Bankrott exzessiv behandelt. Dabei wird vernachlässigt, dass derzeit noch zwei weitere Staatspleiten unmittelbar drohen: in Puerto Rico und der Ukraine. Diese könnten für Weltwirtschaft und -politik weit bedeutender sein: In Puerto Rico sind US-Anleger in vielfacher und undurchschaubarer Weise engagiert, sodass die Auswirkungen im US-Finanzsystem wenig kalkulierbar scheinen. Die Ukraine ist viel größer als die beiden anderen Länder und spielt eine zentrale Rolle im Ost-West-Konflikt.



Inhalt:

Seite 8: Korruption und die Aktienmärkte

Seite 20: Deutsche Wohnungsaktien haben wieder Einstiegskurse

Seite 31: Anhang: Quellen, Impressum, rechtl. Hinweise

Seite 35: Disclaimer

Zum Thema Griechenland ist schon so viel gesagt und geschrieben worden, dass es schwerfällt, noch etwas Neues zu finden. Ich möchte trotzdem auf Ricardo Hausmann und Francesco Giavazzi hinweisen. Die Analysen dieser beiden Ökonomen haben in der Flut von Medienberichten leider zu wenig Beachtung gefunden. Sie haben für Griechenland zwei wesentliche Punkte beleuchtet, die auch eine Gemeinsamkeit mit den anderen potenziellen Bankrottationen bilden: eine unzeitgemäße Wirtschaftsstruktur sowie eine Verweigerungshaltung gegenüber notwendigen Änderungen.

Der Entwicklungsökonom Ricardo Hausmann hat kürzlich in einem Beitrag für das „Project-Syndicate“ die grundsätzlichen Schwierigkeiten Griechenlands anschaulich erläutert:

"Das Problem ist, dass Griechenland sehr wenig von dem produziert, was die Welt konsumieren will. Die Exporte umfassen im Wesentlichen Obst, Olivenöl, Baumwolle, Tabak und einige Mineralölerzeugnisse. ... Tourismus ist eine reife Industrie mit vielen Wettbewerbern. Das Land produziert keine Maschinen, Elektronik, oder Chemikalien. Von 10 US\$, des Welthandels in der Informationstechnologie macht der Anteil Griechenlands für 0,01 US\$ aus. Griechenland hatte nie die Produktionsstruktur, um so reich zu sein, wie es erschien: Sein Einkommen wurde durch massive Mengen von Geld aufgeblasen, das nicht verwendet wurde, um die Industrie zu erneuern."

Veraltete Strukturen werden dann zum gravierenden Problem, wenn ihre Modernisierung komplett verweigert wird. Anfang Juni hat der italienische Ökonom Francesco Giavazzi in der Financial Times einen Kommentar veröffentlicht mit dem Titel "Greeks chose poverty, let them have their way" – "Die Griechen haben die Armut gewählt – lasst sie gewähren". Laut Giavazzi kann der Euro nur überleben, wenn die europäische Integration weitergeht. Griechenland steht dem im Wege, weil sich es mit der Wahl von Syriza als Regierungspartei der Moderne verweigert hat. Er machte klar, dass es nicht Aufgabe des übrigen Europa sein kann, notwendige Reformen in Griechenland durchzusetzen. Wenn die Griechen sich nicht ändern wollen, müssen sie aber auch die Konsequenzen tragen.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Griechenland: gefangen in einer fatalen Hassliebe zur Staatswirtschaft

Mit dem Hinweis auf die weitverbreitete Modernitätsverweigerung in Griechenland hat Giavazzi einen wesentlichen Punkt angesprochen, der bisher in der Diskussion kaum Berücksichtigung fand: Hinter der allgemeinen Reformablehnung stehen nicht Sorgen um nationale Interessen oder soziale Fragen. Sie wird aus einer geistigen Grundhaltung gespeist, die der Marktwirtschaft und Wettbewerbsdruck skeptisch gegenübersteht. Eine Staatswirtschaft mit „sicheren“ Arbeitsplätzen wird bevorzugt. Gleichzeitig haben die Bürger aber aufgrund der Ineffizienz des Staates kein Vertrauen in ihn. Deswegen fehlt auch das Verständnis, dass er durch Steuern finanziert werden muss.

Im Sozialismus gibt es eine klare Präferenz für Staatsunternehmen. Insofern ist auch klar, warum die von kommunistischer Ideologie durchdrungene Syriza als erste Regierungsmaßnahme Staatsdiener wieder eingestellt hat und eine Stärkung der Privatwirtschaft mittels Reformen blockierte. Alexis Tsipras und seine Mitstreiter glauben gemäß ihrer Ideologie wirklich, dass sie damit das Beste für ihr Land erreichen. Insofern sind sie gerade auf ihre längst überkommenen Ideen besonders stolz.

In der Praxis ist sozialistische Staatswirtschaft bisher immer kläglich gescheitert: Ineffiziente Planung, Korruptionsanfälligkeit sowie insbesondere die fehlende Adaptionfähigkeit an Innovationen haben in den vergangenen Jahrzehnten eine sozialistische Ökonomie nach der anderen zugrunde gehen lassen. Die wenigen noch existierenden leben entweder wie Venezuela vom Ölreichtum, haben sich verbarrikadiert wie Nordkorea oder versuchen eine zaghafte Öffnung wie Kuba.

Nichtsdestotrotz verfolgt Syriza unbeirrt weiter den Kurs, Griechenlands Wirtschaft in das nächste sozialistische Experimentierfeld zu verwandeln. Die Starrsinnigkeit bei der Realitätsverweigerung wird durch ein weiteres Element ideologiebestimmten Geistes begünstigt, der im zweiten Satz des Kommunistischen Manifests von Karl Marx und Friedrich Engels zum Ausdruck kommt: „Alle Mächte des alten Europa haben sich zu einer heiligen Hetzjagd (...) verbündet ...“ Damit lieferten sie ein universell einsetzbares Erklärungsmuster, falls die eigenen Pläne nicht aufgehen: niemals sind die Absurdität der eigenen Visionen oder selbst gemachte Fehler schuld, sondern immer eine Verschwörung finsterner reaktionärer Mächte. Für Marx und Engels waren „der Papst und der Zar, Metternich und Guizot, französische Radikale und deutsche Polizisten“ die Bösewichte. Für Tsipras und seine Verbündeten heißen sie heutzutage Merkel, Schäuble, Dijsselbloem, Troika und Neoliberale.

Zu einer ehrlichen Bestandsaufnahme des aktuellen Scherbenhaufens gehört aber nicht nur der Verweis auf die zweifelhaften Motive und Methoden der aktuellen Machthaber in Athen. Wenn ein Volk sich in demokratischen Wahlen mehrheitlich für populistische Verführer entscheidet, so wie die Griechen am Sonntag, hat dies viel mit Verzweiflung zu tun. Ihr Aufstieg wurde erst durch eine konsequent an den Bedürfnissen des Landes vorbei agierende Politik der Troika ermöglicht. Deren Maßnahmen hatten Griechenlands Grundübel nie konsequent angepackt. Die Verschleppung oder Sabotage von echten Reformen wurde toleriert und damit den Niedergang der Nation beschleunigt.

Die Sparauflagen der Troika ohne gleichzeitige ernsthafte Bemühungen zur Effizienzsteigerung der Wirtschaft waren als Therapie genauso effektiv wie die Aderlässe, mit denen mittelalterliche Ärzte gerne ihre Patienten behandelten: Sie schwächten den angeschlagenen Organismus, ohne der Krank-

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

heitsursache auf den Grund zu gehen. Es war früher schon ein Erfolg, solch eine Behandlung zu überleben, weil der Körper anfällig wurde für andere Krankheitserreger.

Puerto Rico: die Nebenwirkungen eines Steuersparmodells

Die Karibikinsel Puerto Rico ist als „nicht inkorporiertes Gebiet der Vereinigten Staaten“ formal betrachtet eine seltsame, halbsouveräne Nation. Denn einerseits ist das Land Teil der Vereinigten Staaten: Währung ist der US-Dollar und es gibt keine eigene Außenpolitik. Alle Puerto Ricaner haben die US-Staatsbürgerschaft und müssen Bundessteuern zahlen. Für sie gelten diverse US-Sozialleistungen, u.a. die Mindestlohnvorschriften. Andererseits stehen den Bürgern nicht sämtliche Rechte zu, die in der US-Verfassung festgeschrieben sind, sondern nur die Grundrechte. Bei den Präsidentenwahlen sind sie ohne eigenes Stimmrecht. Dafür gibt es eine Selbstverwaltung, die alle inneren Angelegenheiten regelt. Für seine Staatsschulden in Höhe von 73 Mrd. US\$ ist das Land alleine verantwortlich.

Die Wirtschaftsstruktur sieht auf den ersten Blick relativ modern aus, Handel, Industrie und Tourismus dominieren. Die Karibikinsel ist weltweit einer der größten Standorte für die Produktion von Medikamenten. Hauptgrund hierfür ist aber, dass multinationale Konzerne in Puerto Rico praktisch keine Steuern zahlen müssen. Aufgrund seines laxen Fiskalrechts gilt die Insel weithin als einer der Hauptstandorte für Konstruktionen zur legalen Steuervermeidung.

Hauptverlierer war in den letzten Jahrzehnten die Landwirtschaft, die angesichts von Mindestlöhnen trotz geografischer Vorteile in Vergleich mit den Nachbarinseln und –nationen nicht konkurrenzfähig ist. Dies führt groteskerweise dazu, dass 85% der Nahrungsmittel importiert werden. Weitere Konsequenz ist eine sehr hohe Arbeitslosigkeit. Die offizielle Arbeitslosenrate liegt bei 12,4%, nach ökonomischen Analysen sind aber wohl nur 40 Prozent der erwachsenen Bevölkerung regulär beschäftigt oder auf Jobsuche. Sozialtransferzahlungen machten 2012 ca. 30% des BIP aus.

Viel stärker noch als in Griechenland ist der „Brain Drain“: Alleine 2014 sind fast 1% der Bevölkerung ausgewandert. Viele hoch qualifizierte junge Leute verlassen frustriert das Land und suchen ihre Chance woanders. Es gibt eine gewaltige Schattenökonomie. Das Verständnis bei den Bürgern, dass man einen Staat durch Steuern finanzieren muss, ist dementsprechend gering ausgeprägt. Hinzu kommt, dass die Hauptarbeitgeber – multinationale Konzerne – auch wenig Neigung haben, Steuern zu zahlen, weil sie ja genau aus dem Grund der Steuervermeidung auf die Insel gekommen sind.

Dies alles ist schon lange bekannt, genauer gesagt seit 2006. In diesem Jahr stand die Inselregierung das erste Mal vor der Pleite und wurde zum ersten Mal gerettet: durch einen von Washington administrierten Schuldendeal, dessen Fokus im Nachhinein fatal an die späteren Rettungsprogramme der EU erinnerte: Sparen und höhere Steuern anstatt von richtigen Strukturreformen. Seitdem befindet sich das Puerto Rico im schleichenden Niedergang, seit neun Jahren geht das BIP zurück.

Wie in Griechenland vor 2008 hat sich in Puerto Rico während der fetten Jahre vor 2006 eine parasitäre Bürokratie entwickelt, die es danach nicht schaffte, von ihren Privilegien zu lassen. Staatsausgaben wurden bevorzugt über Schulden finanziert, ohne sich über Zins- und Tilgungszahlungen Gedanken zu machen. Die öffentliche Verwaltung und die Staatsunternehmen sind chronisch ineffizient

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

geworden. Sinnbild hierfür ist das Energieversorgungsmonopol, dessen Preise doppelt so hoch sind wie in den USA, das aber trotzdem kurz vor dem Bankrott steht. Die Verhinderung von echten Reformen steht im Vordergrund der Politik, nicht Anpassung an notwendige Veränderungen.

Die grundlegenden Probleme sind denen Griechenlands nicht unähnlich. In Puerto Rico sind sie aber nicht das Ergebnis überkommener Gesellschaftsvorstellungen, sondern eines durch durch Fehlanreize ad absurdum geführten Marktliberalismus. Die scheinbare Modernität ist eine artifizielle Konstruktion, die auf Fehlsteuerung beruht. Speziell die USA spielen hier eine zwielichtige Rolle: Ihre Industrie- und Steuerpolitik hat dazu geführt, dass auf Puerto Rico eine den Bedürfnissen des Landes entgegengesetzte Wirtschaftsstruktur entstand, die vor allem Steuervermeidern und Regierungsbeamten nützt. An den negativen Nebenwirkungen war Washington bisher auffällig desinteressiert.

Diese kapitalistische Doppelmoral hat das Entstehen einer parasitären Business-Kultur begünstigt. Sie generiert Wohlstand nicht durch Produktivität, sondern durch Tricksereien in einer Grauzone zwischen Legalität und Kriminalität. In unserer heutigen Welt mit wettbewerbsintensiven globalen Märkten und hoher Transparenz (zunehmend gerade in Steuerfragen) erscheint eine solche Wirtschaftsweise aber zunehmend anachronistisch. Puerto Rico muss sich umstellen, was jedoch Viele, die bisher von dem System profitierten, solange wie möglich vermeiden wollen.

Ukraine: der lange Schatten der Vergangenheit

Wenn eine Nation gesucht wird, die in ihrer Geschichte besonders viel Pech hatte, dann ist die Ukraine einer der Top-Kandidaten. Ihre geografische Position zwischen Ost- und Westeuropa hat ein fürs andere Mal dafür gesorgt, dass sie entweder zu wenig Beachtung fand, oder bei Konflikten zwischen einem westlichen und östlichen Machtblock politisch und wirtschaftlich unter die Räder kam.

Während der vergangenen Jahrzehnte herrschte lange eine trügerische Ruhe. In der Sowjetunion war die Ukraine als Nahrungsmittelproduzent und Standort für die Schwerindustrie relativ wichtig. Nach der Unabhängigkeit brachten Oligarchen die großen Unternehmen des Landes unter ihre Kontrolle und konnten relativ ungestört vom Wettbewerb ihre Privilegien genießen. Die wirtschaftliche Struktur wurde aber nicht weiterentwickelt; dafür blühte die Korruption: Im internationalen Corruption Perception Index 2014 von Transparency International liegt die Ukraine als schlechtestes europäisches Land auf Platz 142 von 175 Ländern – auf dem gleichen Niveau wie Uganda.

Der Umsturz der Regierung 2014 durch eine Volksbewegung, die sich an westlichen Werten orientierte, brachte keine Besserung:

- Zum einen wurde Russland auf den Plan gerufen, das seinen Interessen bedroht sah. Durch Besetzung der Krim sowie die Unterstützung eines Aufstands russischer Bevölkerungsteile im Osten wurde die Situation destabilisiert.
- Einige der führenden Oligarchen bekamen zunehmend Probleme. So steht z. B. Rinat Achmetow, dessen Holding SCM mit 300.000 Mitarbeitern größter privater Arbeitgeber im Land ist, nach Presseberichten kurz vor dem finanziellen Kollaps.
- Zur Korruptionsbekämpfung wurden eine Reihe von tief greifenden Maßnahmen beschlossen, die aber bislang so gut wie nicht umgesetzt wurden.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Fatal für eine Ökonomie wie die Ukraine ist, dass ihr Schicksal eng von demjenigen der dominierenden Oligarchen abhängt. Diese beuten das Land zwar aus und profitieren von Ungleichheit und korrupten Strukturen. Andererseits sind sie die Einzigen, die – abgesehen von einer dubiosen Politikerclique – in einem Land wie der Ukraine Führungsverantwortung ergreifen können.

Die Konsequenzen sind weitverbreiteter Zynismus, Erstarrung und Frustration, aber kaum Eigeninitiative und Innovation. Auch für die Ukraine ist daher der „Brain Drain“ ein ernstes Problem: Intelligente junge Leute suchen ihr Glück lieber woanders, viele davon in Deutschland.

Eine ineffiziente Wirtschaftsstruktur, ein kleptokratischer Staat und demotivierte Bürger sind ein wirtschaftliches Misserfolgsrezept für Schuldenstaaten

Ukraine, Griechenland und Puerto Rico: So unterschiedlich diese Länder sein mögen, so groß sind – abgesehen von der Überschuldung – ebenfalls ihre Gemeinsamkeiten:

- Die Wirtschaftsstruktur reflektiert eine Ökonomie der extremen Ineffizienz: entweder durch fehlende Modernität oder durch entwicklungspolitische Fehlsteuerungen.
- Die Politik spielt – unabhängig von der Motivation – eine sehr destruktive Rolle.
- In allen Ländern haben sich große und parasitäre Strukturen herausgebildet, welche die einheimische Wirtschaft belasten und ehrliche Bürger demotivieren.
- Der Staat wird von vielen Bürgern als Feind empfunden, der sie im Zweifel nur bestehlen will. Insofern erscheint es gerechtfertigt, Steuern zu hinterziehen.
- Es gibt einen signifikanten Brain Drain: Talentierte und unternehmerisch gesinnte Leute verlassen in Scharen ihr Heimatland.
- Weite Teile der im Land gebliebenen Bevölkerung haben Angst vor Veränderung:
 - Entweder, weil sie schon so resigniert sind, dass sie sowieso nichts Positives mehr erwarten;
 - oder sie schieben die Schuld auf fremde Mächte und nicht auf eigene Fehler;
 - oder sie profitieren von dem System, weil ihre wirtschaftliche Existenz auf ungerechtfertigten Privilegien aufgebaut ist.

Bei Griechenland und Puerto Rico spielt zudem noch eine Rolle, dass sie in einer Währungsunion mit viel größeren und leistungsfähigeren Partnern gefangen sind. Eine ökonomische Entlastung über eine Abwertung ist nicht möglich, was den Leidensdruck verstärkt.

Das Verhalten der Gläubiger: Partner bei der Realitätsverweigerung

Die anstehenden Staatspleiten haben nicht nur die strukturellen Probleme der betroffenen Länder offengelegt, sondern auch die Schwächen der internationalen Gläubiger im Umgang mit Problemnationen offenbart. Hierzu zählt einerseits die nach wie vor viel zu leichtsinnige internationale Kreditvergabe. Für ein nur paar Basispunkte mehr finden sich überall immer wieder Investoren, die selbst die aberwitzigsten Risiken eingehen. Staatliche Darlehen zur Durchsetzung politischer Ziele werden teilweise ohne jede Risikoabwägung vergeben – und damit Steuergelder bewusst aufs Spiel gesetzt.

Andererseits werden, wenn einmal der Schadensfall eingetreten ist, die Worte „Schuldenschnitt“, „Pleite“ und „Bankrott“ nahezu panisch vermieden, als wären es Todsünden. Dies hat mit den Schockwellen zu tun, die sich mit dem Ende von Lehman Brothers 2008 im Finanzsystem ausbreite-

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

ten und eine Weltwirtschaftskrise auslösten. Kein Politiker will an der nächsten Finanzkrise schuld sein. Und so werden für Schuldenprobleme gerne Scheinlösungen gefunden, bei denen Alt-Schulden mit Neu-Schulden bezahlt werden. Effektiv bildet dies aber ein Schneeballsystem; das Verschieben von echten Lösungen macht alles am Ende nur schlimmer.

Speziell Europas Politiker spielen ihren Wählern gerne das Theaterstück eines grundsätzlich geeinten Kontinents vor, dessen Schwierigkeiten sich alle durch Konsensusbeschlüsse, Aussitzen oder einem tiefen Griff in die Taschen der europäischen Steuerzahler lösen lassen. Insofern kann man Alexis Tsipras fast dankbar dafür sein, dass er die Absurdität dieses Systems offenbart hat, indem er mit seinen Forderungen maßlos überreizte.

Wenn man aber die mangelnde Zahlungs- und Reformfähigkeit eines Landes nicht anerkennt und „Rettungspakete“ mit Pseudolösungen schnürt, dann hat man einen ähnlichen Zustand an Realitätsblindheit erreicht wie selbstgefällige Schuldner. Insofern hatten die Griechenland-Verhandlungen in den vergangenen Wochen auch mehr mit absurdem Theater zu tun als mit echten Lösungen. Die EU wollte den nächsten faulen Kompromiss, die griechische Seite einen Erhalt der maroden Staatswirtschaft. Dass es hier keine Einigung gab, ist nicht zu bedauern.

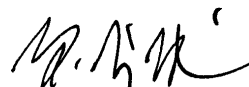
Im Scheitern liegt ebenfalls eine Chance, man muss sie allerdings nutzen

Scheitern gehört zum Leben. Wirtschaftliches Scheitern führt zum Bankrott, bei Unternehmen wie Nationen. Versuche, dieses Scheitern zu verschleiern, machen normalerweise alles noch viel schwieriger, da ungelöste Probleme mit der Zeit immer schlimmer werden. Eine Bankrotterklärung ist immer auch ein Moment der Wahrheit. Ihre Vermeidung ist eine Lüge, die böse Folgen haben kann. Deswegen gilt Insolvenzverschleppung bei Unternehmen als eine Straftat.

Insolvenzverschleppung für Nationen gilt seltsamerweise noch als Tugend bei Politikern, die sich vorgeblich um „Stabilität“ sorgen. Doch diese angebliche Stabilität ist nichts anderes als eine Beruhigungsmaßnahme für leichtfertige Kreditgeber. Scheitern sollte aber auch für Gläubiger zum Leben dazugehören, sonst funktioniert eine Marktwirtschaft nicht: Wer leichtsinnig sein Geld aufs Spiel setzt, gehört bestraft. Wer versucht, marode Forderungen durch Ablösung von alten Schulden mit neuen Schulden zu verschleiern, gehört doppelt bestraft. Eine Rettungspolitik, die Gläubiger und Schuldner von ihrer Verantwortung entlastet, lässt Fehlanreize für die Zukunft bestehen.

Der anstehende Sommer der Staatsbankrotte verheißt einige unangenehme, aber notwendige Momente der Wahrheit. In Griechenland kam er am Sonntag noch nicht: Das deutliche Nein-Ergebnis ist eine Bestätigung der Verweigerungshaltung. Nicht nur der Staatsbankrott, sondern auch private Pleiten, Enteignungen und eine schwere Rezession sind jetzt unvermeidlich, ein Euro-Austritt wahrscheinlich. In Puerto Rico und der Ukraine besteht noch die Möglichkeit, im Rahmen eines Schuldenschnittes radikal mit den Zwängen der Vergangenheit zu brechen. Voraussetzung für den Erfolg ist aber die Einsicht in eigene Fehler. Vielleicht hilft ja das Negativ-Beispiel Griechenland, anderen Problemnationen die Gefahren starrsinniger Reformverweigerung zu demonstrieren. Zu hoffen wäre es.

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



Korruption und die Aktienmärkte

Von Karl-Heinz Thielmann

Korruption gilt als Grundübel der Wirtschaft. Aktienkurse sind ein Maß für wirtschaftlichen Erfolg. Sind Unterschiede bei der Korruption in einzelnen Ländern dann auch in der Wertentwicklung von Aktienmärkten relevant? Diese Frage soll im Folgenden untersucht werden.

Seit einigen Monaten häufen sich ähnliche Nachrichten: Die Mächtigen (oder ehemals Mächtigen) dieser Welt bekommen Besuche von Ermittlungsbehörden, weil gegen sie wegen des Verdachts der Korruption ermittelt wird. Und immer seltener gelingt es, diese Ermittlungen niederzuschlagen. Es gibt immer mehr einstmals wichtige Politiker, die zu Strafen verurteilt werden. Hier einige Beispiele:

- In China sind bis Ende 2014 100.000 Kader der kommunistischen Partei wegen Korruptionsverdacht verhaftet worden. 180 davon wurden mittels Amtshilfe im Ausland verhaftet, weitere 680 international zur Fahndung ausgeschrieben.¹ Viele ehemalige Top-Führungskräfte wurden seitdem zu langen Haftstrafen verurteilt, darunter ebenfalls mit dem ehemaligen Geheimdienstchef Zhou Yongkang ein früheres Mitglied des engsten Machtzirkels.²
- In Spanien stehen derzeit 40 Unternehmer und Politiker der Regierungspartei Partido Popular vor Gericht (darunter drei ehemalige Schatzmeister). Diese Gruppe soll sich jahrzehntelang mit der manipulierten Vergabe von öffentlichen Aufträgen bereichert haben.³ Im Zuge der Ermittlungen musste 2014 Spaniens Gesundheitsministerin Ana Mato zurücktreten, die mit einem der Beschuldigten verheiratet ist und indirekt von der Korruption profitiert hat.⁴ Gegen 14 der insgesamt 16 Mitglieder des ersten Kabinetts von Jose Aznar (1996-2000) laufen derzeit Verfahren wegen Korruption und Bestechung. Im Visier der Fahnder steht insbesondere Rodrigo Rato, einstiger spanischer Superminister für Wirtschaft und Finanzen, der auch IWF-Chef sowie CEO bei der Pleitebank Bankia war. Gegen ihn wird wegen Untreue und Steuervergehen ermittelt. Im April wurde er sogar zeitweise in Untersuchungshaft genommen.⁵
- In Portugal wurde im November 2014 José Sócrates verhaftet, sozialistischer Ministerpräsident von 2005-2011. Ihm werden Steuerbetrug, Geldwäsche, Urkundenfälschung und Korruption vorgeworfen. Im gleichen Monat mussten die Konservativen ebenfalls einen Skandal verdauen: Innenminister Macedo musste zurücktreten, nachdem elf Personen im Zuge von Ermittlungen wegen dem Verdacht der Korruption und der Geldwäsche bei der Vergabe von „goldenen Visa“ an betuchte Bürger von Nicht-EU-Ländern festgenommen worden waren.⁶
- In Rumänien wurden 2014 mehr als 1.500 Personen, etwa die Hälfte davon in führenden Positionen, wegen Bestechung und Amtsmissbrauch verurteilt: ehemalige Minister, Bürgermeister, Richter oder Leiter von Regierungsbehörden. Acht ehemalige Minister wurden inzwischen zu mehrjährigen Haftstrafen verurteilt.⁷ Inzwischen hat die Antikorruptionsbehörde DNA sogar ein Verfahren gegen den amtierenden Premierminister Victor Ponta eingeleitet. Ihm werden der Falschaussage, Geldwäsche, Beihilfe zur Steuerhinterziehung und Interessenskonflikte vorgeworfen.⁸ Allerdings kann sich Ponta noch im Amt halten, weil eine parlamentarische Mehrheit hinter ihm steht.⁹

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Aber es gibt auch Gegenbeispiele:

- In Afrika tut sich in Sachen Korruptionsbekämpfung bisher wenig. In Nigeria z. B. wurde 2014 Notenbankchef Lamido Sanusi entlassen, nachdem er angeprangert hatte, dass zwischen Januar 2012 und Juli 2013 in der staatlichen Ölindustrie Einnahmen von insgesamt \$18,5 Mrd. US\$ „verschwunden“ waren.¹⁰
- Bei den südeuropäischen Eurokrisenländern hat das große Aufräumen bisher nur auf der iberischen Halbinsel ernsthaft begonnen. In Italien schuf Ministerpräsident Renzi 2014 zwar mit der Autorità Nazionale Anticorruzione eine Antikorruptionsbehörde. Diese hat aber noch nichts erreicht, was angesichts der verfilzten Strukturen wenig verwunderlich ist. Wie schwierig Korruptionsbekämpfung in Italien ist, zeigt das Beispiel von Ettore Incalza, der von 2000-2014 das Departement für öffentliche Aufträge leitete, bis er in Pension ging. Gegen ihn wurde während dieser Zeit alleine 14 Mal wegen Bestechlichkeit ermittelt. Er wurde jedes Mal freigesprochen, oder die Taten waren verjährt, zurücktreten musste er nicht. Im Frühjahr 2015 wurde er verhaftet und ein 15tes Mal angeklagt, es bleibt abzuwarten, was diesmal herauskommt.¹¹
- In Griechenland wurde von der aktuellen Regierung Korruptionsbekämpfung als großes Wahlversprechen verkündet. Bereits im März war aber schon mit Vize-Innenminister Giorgos Katrougalos das erste Regierungsglied in den einen Korruptionsskandal verstrickt, ohne deswegen zurücktreten zu müssen.¹² Viele wichtige Verwaltungsposten wurden nach der Wahl mit Verwandten von Syriza-Spitzenpolitikern besetzt.¹³

Warum ist Korruption eigentlich für die Wirtschaft gefährlich?

Korruption wird vielfach als eines der Grundübel im Wirtschaftsleben angesehen. Auf der Website der Anti-Korruptions-NGO Transparency International heißt es hierzu:

„Korruption ist der Missbrauch anvertrauter Macht zum privaten Nutzen oder Vorteil.“¹⁴ ... Korrupte Handlungen stellen ein Tauschgeschäft dar, bei dem oberflächlich betrachtet beide beteiligte Seiten einen Vorteil erlangen. Mit ihrer heimlichen Geschäftsbeziehung setzen sich die Täter aber über geltende Regelwerke, Gesetze und über die wirtschaftliche Rationalität hinweg. Korruption schädigt damit immer, da betroffene Dritte dafür zahlen und auch die Täter selbst beträchtliche Risiken tragen. Bestochene und Bestechende schädigen ihre Unternehmen, deren Wettbewerber und Kunden, ihre Behörden, Staaten und deren Bevölkerung und schließlich auch sich selbst.“¹⁵

Doch welche wirtschaftlichen Schäden gibt es tatsächlich durch Korruption? Transparency International unterscheidet 3 unterschiedliche Formen:

- 1) Schäden bei Unternehmen und Behörden.
- 2) Individuelle Schäden bei Tätern und betroffenen Dritten wie Konsumenten.
- 3) Schäden für Volkswirtschaft, Staat und Gesellschaft.

Für Anleger sind besonders die Punkte „Schäden bei Unternehmen“ sowie „Schäden für Volkswirtschaft, Staat und Gesellschaft“ relevant. Denn diese beeinflussen direkt oder mittelbar die Erfolgsaussichten von Kapitalanlagen.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Bei Transparency International heißt es zu den direkten Auswirkungen von Korruption auf Unternehmen:¹⁵

„Durch Korruption beeinflusste Entscheidungen werden nicht entsprechend betriebswirtschaftlicher Rationalität, sondern durch persönliche Interessen beeinflusst getroffen. Damit werden oft nicht die nach Preis und Leistung geeignetsten Produkte und Dienstleistungen beschafft. Überhöhte und instabile Preise durch die Einpreisung von Bestechungsgeldern, die Überdimensionierung beschaffter Güter und möglicherweise durch mindere Qualität verursachte Folgeschäden (z. B. Reparaturfälle und Gesundheitsschäden von Mitarbeitern) sorgen für überhöhte Kosten für solche Produkte und Dienstleistungen. Diese höheren Kosten verringern die Investitions- und Wachstumsmöglichkeiten der Unternehmen ...“

„Das Unternehmen des Bestechenden entzieht sich durch die Bestechung dem Innovationsdruck des Wettbewerbs und verringert so langfristig seine Wettbewerbsfähigkeit. Gleichzeitig steigen langfristig die Kosten des Unternehmens, da es zukünftigen Bestechungsforderungen kaum ausweichen kann. Geldstrafen, Schadenersatzforderungen, Anwalts- und Gerichtskosten bei Aufdeckung verursachen weitere beträchtliche Kosten. Das Unternehmen riskiert bei Bekanntwerden der Bestechung wirtschaftliche Folgeschäden, indem es z. B. von zukünftigen Vergabeverfahren ausgeschlossen wird und seine Attraktivität als Arbeitgeber verliert.“

„Eine durch korrupte Handlungen geprägte Unternehmenskultur kann zu Illoyalität und mangelnder Motivation der Mitarbeiter führen. Nicht zuletzt erleiden alle an korrupten Handlungen Beteiligten bei ihrer Aufdeckung einen beträchtlichen Vertrauensverlust bei den Kunden, Anteilseignern, Investoren, Geschäftspartnern und in der Öffentlichkeit.“

„Da Korruption den Wettbewerb auf der Grundlage von Preis und Leistung außer Kraft setzt, schädigt die dadurch auftretende Wettbewerbsverzerrung die integren Wettbewerber, verringert deren Markterfolg und kann zu Arbeitsplatzverlusten führen.“

Zu den möglichen Schäden für Volkswirtschaft, Staat und Gesellschaft heißt es weiterhin:¹⁵

„Eine betroffene Volkswirtschaft erreicht nicht das mögliche Wohlstandsniveau, wenn ihr Marktmechanismus durch korrupte Akteure gestört wird. Bestechungsforderungen öffentlicher Entscheidungsträger erhöhen die Kosten für potentielle Investoren und senken damit die Investitionen. Niedrigere Steuerzahlungen und weniger Arbeitsplätze sind die Folge. Mangelnde Transparenz bei den Entscheidungen öffentlicher Entscheidungsträger bewirkt eine allgemeine Rechtsunsicherheit. Bei Bürgern und Unternehmen sinkt so ebenfalls die Rechtstreue und die Alltagsmoral.“

„Die von ihrem Eigeninteresse geleiteten und damit an ihren eigentlichen Aufgaben desinteressierten korrupten Amtsträger bieten nur mangelhafte staatliche Dienstleistungen an. Sie sind außerdem angreifbar und befinden sich in einer unsicheren Position, die sie verleitet, im Eigeninteresse vor allem kurzfristig zu agieren und die Interessen ihrer Institution, ihres Staates, seiner Bürger und der Umwelt nicht angemessen zu berücksichtigen. Zur Abwehr möglicher rechtlicher Folgen greifen sie im schlimmsten Fall nicht nur zu Begleitkriminalität wie Geldwäsche und Steuerhinterziehung, sondern

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

bei entsprechender politischer Macht auch zur Einschränkung der Rechtsstaatlichkeit, zu Anwendung staatlicher Gewalt und zu Verletzungen der Menschenrechte. Die damit ausgelöste wirtschaftliche und gesellschaftliche Ungleichheit gefährdet den sozialen Frieden und führt langfristig zum Verfall der Demokratie.“

Wenn Transparency International recht hat, sollten langfristiger wirtschaftlicher Erfolg und eine Eindämmung der Korruption eng miteinander verbunden sein. Umgekehrt müsste hohe Korruption zu langfristigen Misserfolg führen. Die unterschiedliche Intensität der Korruption dürfte sich dementsprechend auch in einer divergierenden Börsenperformance niederschlagen.

Um diese These zu überprüfen, soll deshalb im Folgenden die Korruption in verschiedenen Ländern in Beziehung zur Börsenperformance gesetzt werden. Zu diesem Zweck wird die langfristige Aktienkursentwicklung eines Landes seit einem Stichtag 1) mit einer Messgröße für die damalige Korruption verglichen; sowie 2) überprüft, welchen Einfluss eine Veränderung der Korruption hatte.

Als Maßgröße für die Performance eines Landes wird hierbei die Entwicklung des jeweiligen STOXX® Total Market Net Return Index in € genommen. Als Stichtag wurde der 31.12.2002 ausgewählt. Dies hat zwei Gründe:

- Ab diesem Tag liegen für die wichtigsten Aktienmärkte der Welt Performancedaten vor.
- Nach der Asienkrise 1998, dem Platzen der Internetblase 2000 sowie den Anschlägen am 11.9.2001 hatten die Aktienmärkte die Folgen dieser Ereignisse weitgehend verarbeitet. Insofern kann man die Jahreswende 2002/2003 als Beginn eines neuen Börsenzyklus ansehen.

Korruption ist sehr viel schwieriger und ungenauer zu messen als Aktienkurse. Trotzdem hat sich für internationale Korruptionsvergleiche inzwischen die Methodik des „Corruption Perception Index“ (CPI) von Transparency International etabliert. Hierbei wird Korruption nicht direkt gemessen, was auch unmöglich ist, da sie sich ja im Wesentlichen im Geheimen abspielt. Stattdessen wird aus verschiedenen Indikatoren eine Gesamtgröße für die Korruptionswahrnehmung in einem Land abgeleitet. Dieses Konzept ist durch die indirekte Messweise zwar relativ ungenau, es fehlt aber an Alternativen. Der Vorteil ist allerdings, dass das Konzept mit seiner einheitlichen Methodik Größen liefert, die international und über verschiedene Zeiträume vergleichbar sind.

Als Basis für die Quantifizierung von Korruption werden deshalb in dieser Untersuchung die Werte des „Corruption Perception Index“ (CPI) von 2002 verwendet, die zum Ende des Jahres veröffentlicht wurden und den Kenntnisstand zur Jahreswende 2002/2003 widerspiegeln.

Unglücklicherweise hat Transparency International 2012 die Methodik bei der Berechnung des CPI geändert. Insofern sind die Zahlen aus den Vorjahren nicht mehr direkt mit historischen Werten vergleichbar. Um die Dynamik der Korruption in einer Gesellschaft zu vergleichen, konnte deshalb nur ein Vergleich der Zahlen von 2011 mit 2002 vorgenommen werden. Allerdings dürften diese Werte auch heute noch aussagekräftig sein, da Tendenzen in der Veränderung von Korruption langfristig sehr stabil sind.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

1) Gesamtbetrachtung über alle Märkte

Vergleicht man die Performance der wichtigsten Aktienmärkte der Welt seit 2002 mit dem „Corruption Perception Index“ (CPI) in diesem Jahr, so ergibt sich auf den ersten Blick kein eindeutiger Zusammenhang. Auffällig ist aber, dass die Märkte mit dem schlechtesten CPI (Indonesien und die Philippinen) auch in der Performance am besten abgeschnitten haben. Allerdings ist dieser Effekt nicht signifikant genug, um hieraus allgemeine Aussagen abzuleiten.

Abb. 1: CPI 2002 und Börsenperformance global

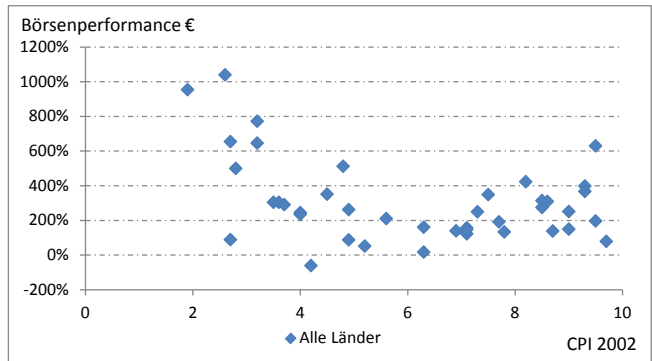


Abb.2: absolute Veränderung CPI 2002 und Börsenperformance global

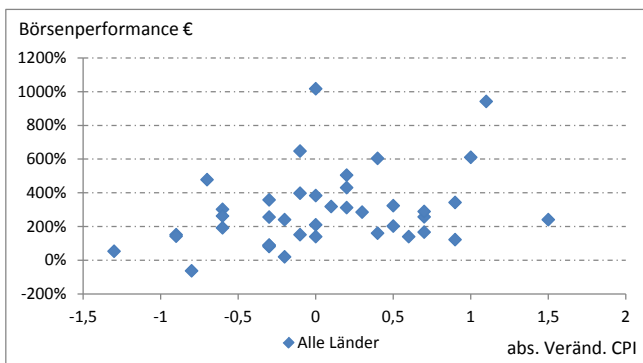
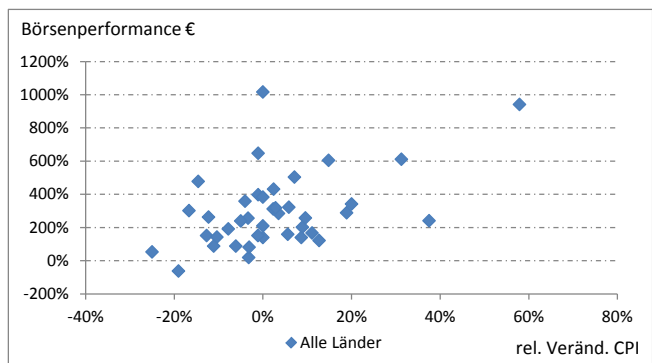


Abb.3: relative Veränderung CPI 2002 und Börsenperformance global



Betrachtet man nur die Veränderungen des CPI, so scheint relativ eindeutig erkennbar, dass kein eindeutiger Zusammenhang zwischen der Veränderung in der Korruption und der Performance besteht. Zwar sticht hier ebenfalls wieder Indonesien heraus, weil das Land sowohl in der Wertentwicklung der Aktien (+953%) und bei der Veränderung des CPI (+58%) herausragte. Allerdings ist auch dies wiederum nicht signifikant genug, um eine allgemeine Aussage abzuleiten.

Stimmt also die These eines Zusammenhangs zwischen Korruption und Aktienperformance nicht? Um dem näher auf den Grund zu gehen, werden im Folgenden die Länder in drei Gruppen aufgeteilt, sie sich in der Wirtschaftsentwicklung sowie den strukturellen Voraussetzungen in den vergangenen Jahren grundlegend unterschieden haben: die entwickelten Länder Westeuropas und Nordamerikas; die entwickelten Nationen in asiatischen Pazifikraum; sowie die Schwellenländer.

Für eine gesonderte Betrachtung der Schwellenländer als eigene Gruppe spricht zudem, dass diese im vergangenen Jahrzehnt besonders durch die Zuflüsse von neuen Emerging Markets Fonds profitiert haben. Schon alleine aus diesem Grund könnte ein absoluter Vergleich in der Börsenperformance zu entwickelten Ländern verzerrt sein.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

2) Entwickelte Nationen Westeuropas und Nordamerikas

Bei den Aktienmärkten der entwickelten Länder Westeuropas und Nordamerikas ist ein eindeutiger Zusammenhang zwischen Korruption und Performance erkennbar. Die beim CPI herausragenden Länder wie Kanada, Schweiz, Dänemark, Norwegen oder Schweden konnte auch eine weit überdurchschnittliche Aktienperformance zeigen. Einzige Ausnahme war Finnland, wo die Börsenentwicklung allerdings durch die hohe Gewichtung von Nokia verzerrt war. Der Niedergang des einstmals hochkapitalisierten Technologiekonzerns stellt einen Sondereffekt dar. Bereinigt man die Darstellung (Abb. 5), ist der Zusammenhang zwischen Korruption und Börsenperformance eindeutig erkennbar.

Abb.4: CPI 2002 und Börsenperformance entwickelte Länder Westeuropa/Nordamerika

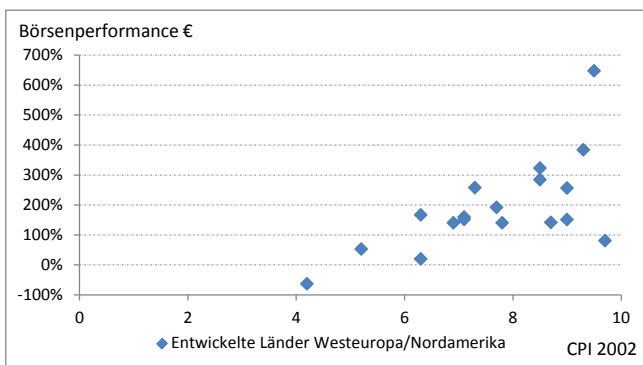
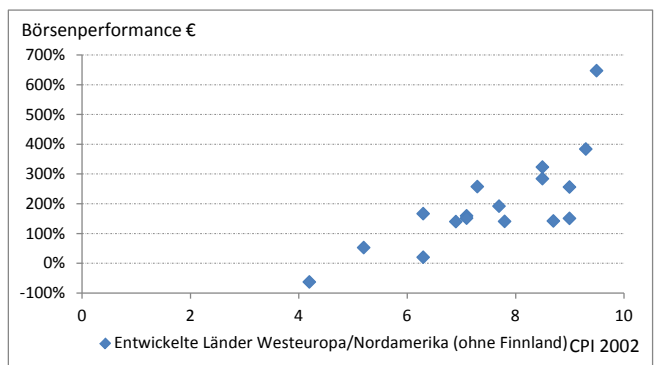


Abb.5: CPI 2002 und Börsenperformance entwickelte Länder Westeuropa/Nordamerika (ohne Finnland)



Auf der Negativseite stehen vor allem die späteren Eurokrisenstaaten mit stark unterdurchschnittlichen Werten heraus. Hierbei fallen insbesondere Griechenland (CPI 4,2; Börse – 61%) sowie Italien (CPI 5,2; Börse + 51%) ungünstig auf. In Hinblick auf die Korruption sind beide Nationen eher mit Schwellenländern als mit entwickelten Nationen zu vergleichen. Es dürfte daher auch kein Zufall sein, dass beiden Ländern im Moment die Bekämpfung der Korruption und die Umsetzung von Reformen sehr viel schwerer fällt als Spanien oder Portugal.

Abb.6: abs. Veränderung CPI 2002 und Börsenperformance entwickelte Länder Westeuropa/Nordamerika

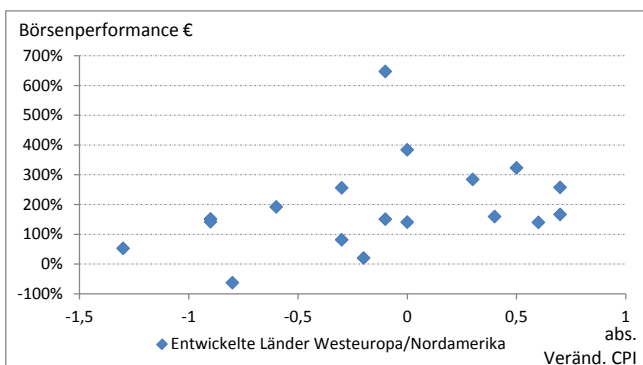
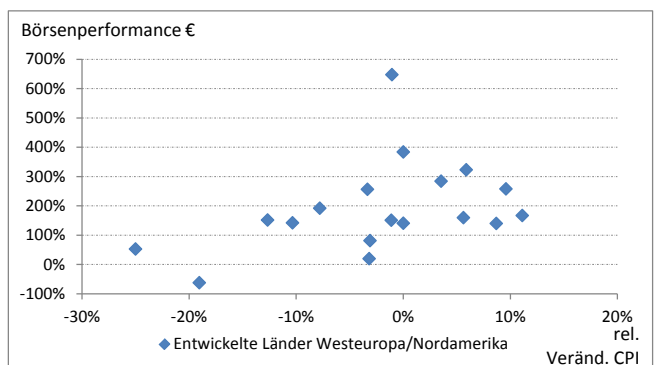


Abb.7: rel. Veränderung CPI 2002 und Börsenperformance entwickelte Länder Westeuropa/Nordamerika



Sieht man sich die Veränderungsdaten im CPI seit 2002 an, so ist auf der Basis absoluter Veränderungen keine eindeutige Aussage möglich. Auf der Basis relativer Veränderungen scheint ebenfalls kein

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

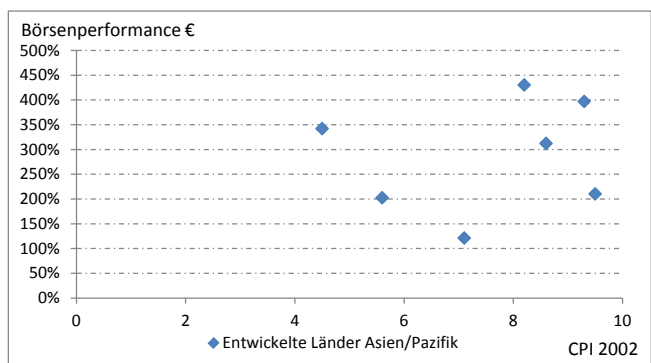
Zusammenhang gegeben, soweit sich der neue CPI in einer Bandbreite von 12% um den alten Wert befindet. Italien (-25%) und Griechenland (-19%) stechen bei der Veränderung des CPI wieder sehr negativ hervor. Dies korrespondiert zwar mit ihrer schlechten Börsenperformance, sagt aber für sich wenig aus, da ihre Ausgangsposition schon sehr schlecht war. Insofern kann man dieses Ergebnis höchstens als Indikation dafür nehmen, dass möglicherweise starke Veränderungen im CPI Auswirkungen auf die Aktienkursentwicklung haben.

Im Gesamtergebnis kann man festhalten, dass sich für entwickelte Volkswirtschaften die These bestätigt, dass Korruption die Wirtschaft negativ beeinflusst und damit auch zu einer unterdurchschnittlichen Aktien-Performance führt. Hierbei scheint es vor allem darauf anzukommen, wie gut das Land bereits in der Korruptionsbekämpfung ist. Weniger wichtig hingegen scheint die laufende Veränderung beim CPI zu sein, es sei denn, diese ist stark negativ.

3) Entwickelte Nationen in asiatischen Pazifikraum

Der hier betrachtete Kreis von Ländern ist mit Südkorea, Taiwan, Japan, Hongkong, Australien, Singapur sowie Neuseeland die kleinste Gruppe. Diese Zusammenfassung ist nicht unproblematisch, da man Australien und Neuseeland kulturell durchaus auch den angloamerikanischen Ländern zurechnen kann. Weiterhin stand Südkorea 2002 noch auf dem Sprung vom Schwellenland zum entwickelten Land. Dennoch haben alle diese Nationen inzwischen ein Pro-Kopf-BIP von über 30.000US\$ und müssen daher als entwickelt angesehen werden; weiterhin gehören sie mit ihrer Pazifikregion einem einheitlichen Wirtschaftsraum an. Insofern scheint es gerechtfertigt, sie zusammen zu betrachten.

Abb.8: CPI 2002 und Börsenperformance entwickelte Länder asiatischer Pazifikraum



Bei den Ländern der Pazifikregion ist kein Zusammenhang zwischen Börsenentwicklung und Korruption erkennbar. Auffällig ist, die asiatischen Stadtstaaten wie Hongkong (8,2) und Singapur (9,3) sowie die kulturell europäisch geprägten Länder Australien (8,6) und Neuseeland (9,5) beim CPI Topwerte erzielen, die mit den besten Ländern in Europa und Nordamerika vergleichbar sind. Allerdings führen diese sehr guten Werte anscheinend nicht notwendigerweise zu einer überdurchschnittlichen Börsen-Performance.

Kein einheitliches Bild liefert ebenfalls die Betrachtung der Veränderungsraten des CPI. Hier gab es vor allem positive Veränderungen, bei der jedoch nur der Anstieg von 21% bei Südkorea bemerkenswert war. Dieser war zwar mit einer sehr guten Performance (+351%) verbunden, die aber im regionalen Kontext nicht herausragend war.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Allerdings ist in Abgrenzung zu den anderen beiden Gruppen festzuhalten, dass es auch keine signifikanten negativen Veränderungen beim CPI gab. Die Korruption hat sich in dieser Gruppe im Betrachtungszeitraum nirgends wesentlich verschlechtert.

Abb.9: abs. Veränderung CPI 2002 und Börsenperformance entwickelte Länder Westeuropa/Nordamerika

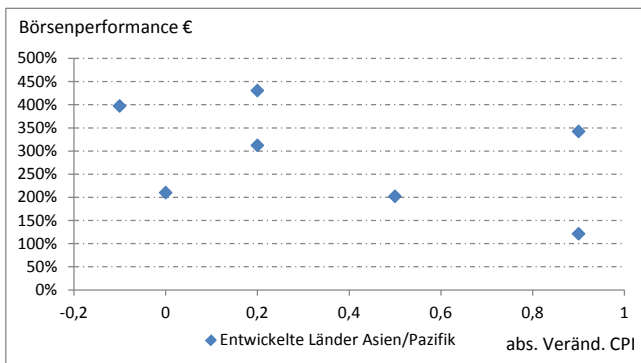
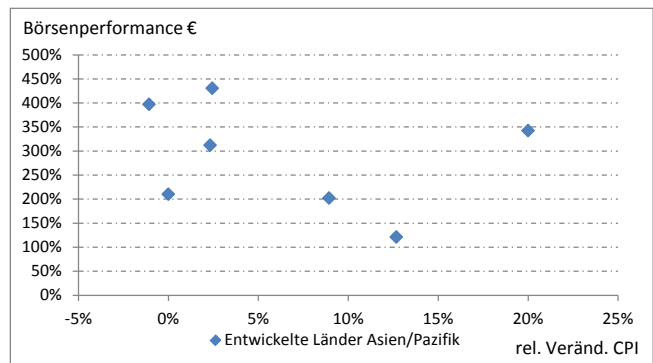


Abb.10: rel. Veränderung CPI 2002 und Börsenperformance entwickelte Länder Westeuropa/Nordamerika



Für die Länder der entwickelten Pazifikregion lässt sich abschließend festhalten, dass hier Korruption und Aktienperformance nicht zusammenzuhängen scheinen oder andere Faktoren – wie die z. B. die strukturellen Probleme in Japan oder Rohstoffpreise – wichtiger sein dürften.

4) Schwellenländer

Die Schwellenländer zeichnen sich i.d.R. durch vergleichsweise schlechte Werte beim CPI aus. Einzige Ausnahme ist Chile mit einem CPI in 2002 von 7,5, was in diesem Jahr sogar etwas besser als der Wert von Deutschland war (7,3).

Vergleicht man Wertentwicklung und Korruptionsindex, gibt es in dieser Gruppe eine Überraschung: Die von der Börsenperformance besten Länder hatten 2002 gleichfalls sehr schlechte Werte beim CPI. Allerdings ist die Streuung relativ groß, sodass die Aussage weniger eindeutig ist als die gegenteilige bei den entwickelten Ländern Westeuropas und Nordamerikas. Allerdings lässt sich festhalten: Korruption scheint in Schwellenländern zumindest nicht besonders zu schaden.

Abb.11: CPI 2002 und Börsenperformance Schwellenländer

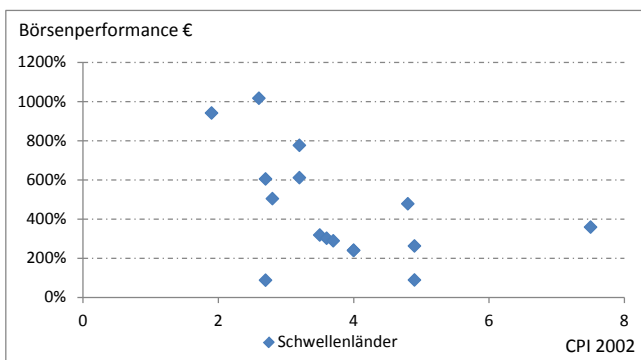
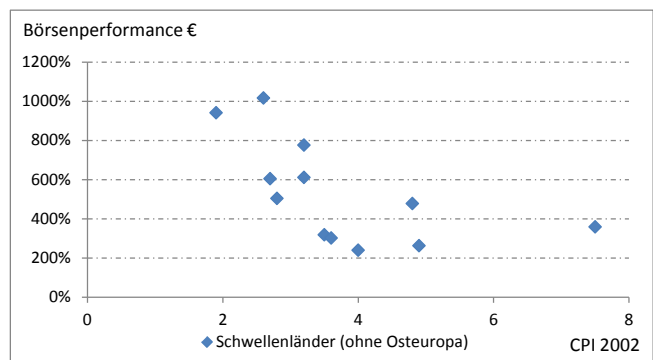


Abb.12: CPI 2002 und Börsenperformance Schwellenländer (ohne Osteuropa)



Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Dieser Eindruck verfestigt sich, wenn die osteuropäischen Märkte Russland, Polen, Tschechische Republik und Ungarn aus der Betrachtung herausgenommen werden. Diese Region ist aufgrund der inzwischen erreichten Werte beim BIP pro Kopf zwischen 24.300 US\$ (Ungarn) und 28.400 US\$ (Tschechische Republik) eher einer Grauzone zwischen entwickelten Nationen und Schwellenländern zuzuordnen. Zudem spielen sie mit einer relativ hohen politischen Instabilität sowie der engen wirtschaftlichen Verbindung mit Westeuropa eine Sonderrolle. Letzteres dürfte insbesondere für Polen und die Tschechische Republik wichtig sein, die deutliche Fortschritte bei der Korruptionsbekämpfung gemacht haben, aber trotzdem eine nur mäßige Börsenperformance hatten.

Für die Schwellenländer außerhalb Osteuropas lässt sich relativ eindeutig festhalten, dass die 2002 korruptesten Länder danach die beste Performance hatten. Dieses Ergebnis scheint auf den ersten Blick der Ausgangsthese zu widersprechen. Ein etwas differenzierteres Bild ergibt sich jedoch, wenn die Veränderungen im CPI mit der Wertentwicklung in Bezug gesetzt werden.

Abb.13: abs. Veränderung CPI 2002 und Börsenperformance Schwellenländer

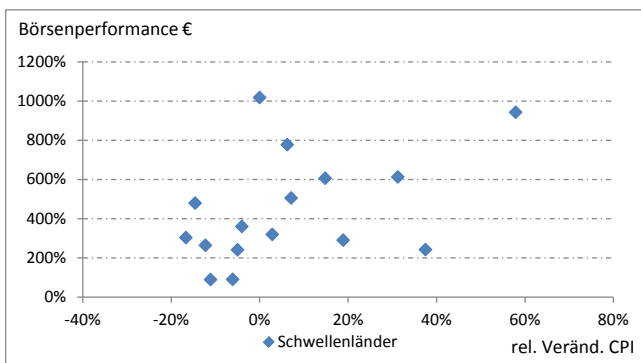


Abb.14: rel. Veränderung CPI 2002 und Börsenperformance Schwellenländer

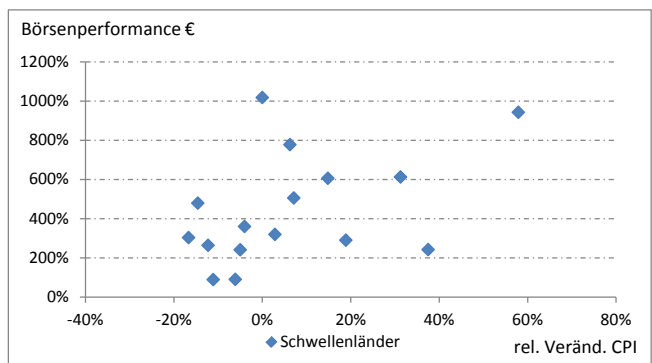


Abb.15: abs. Veränderung CPI 2002 und Börsenperformance Schwellenländer (ohne Osteuropa)

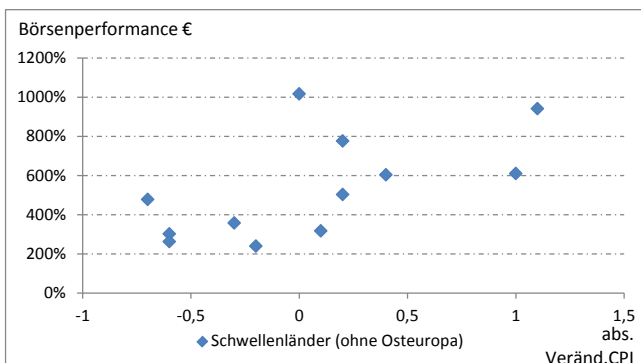
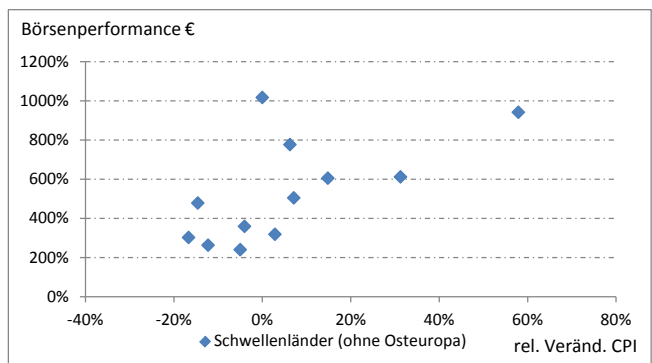


Abb.16: rel. Veränderung CPI 2002 und Börsenperformance Schwellenländer (ohne Osteuropa)



Für die Schwellenländer außerhalb Osteuropas ergibt sich mit Bezug auf die Veränderung des CPI ein relativ eindeutiges Resultat: Wenn sich der CPI-Wert verschlechtert, ist die Performance unterdurchschnittlich. Wenn der CPI-Wert gleich bleibt oder sich verbessert, ist das Ergebnis für die Wertentwicklung nicht eindeutig. Allerdings haben außerhalb Osteuropas alle Länder, die sich bei der Korruption deutlich verbessert haben, eine weit überdurchschnittliche Performance gezeigt.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Für Schwellenländer (ohne Osteuropa) ergibt sich also ein anscheinend paradoxes Gesamtergebnis: Ein hohes Ausgangsniveau bei der Korruption scheint zunächst einmal gut für die Performance zu sein. Gleichzeitig schadet eine Verschlechterung bei der Korruption relativ eindeutig. Eine Verbesserung bei der Korruption ist auf keinen Fall schlecht, scheint für den Börsenerfolg aber auch nicht unbedingt notwendig.

Eine mögliche Erklärung für dieses Phänomen könnte der britische Ökonom Alan Beattie liefern, der vor einigen Jahren in seinem Buch „False Economy“ scheinbar paradoxen ökonomischen Phänomenen auf den Grund gegangen ist. Hierbei hat er sich auch mit der Korruption in Entwicklungsländern befasst und die Frage untersucht, warum in es dieser Gruppe scheinbar sehr korrupten Ländern relativ gut geht, während Länder mit um mehr Ehrlichkeit bemühten Herrschern scheitern.

Beattie unterschied zwei Arten von Korruption in Entwicklungsländern, die sich unterschiedlich auf Wirtschaft und Gesellschaft auswirken:

- Zum einen die zentralisierte und organisierte Korruption, die laut Beattie speziell für viele ostasiatische Länder typisch ist. Voraussetzungen hierfür sind ein autokratischer Staat, an dessen Spitze ein starker Herrscher steht; sowie die Tradition einer starken Bürokratie, die ihren Beamten klare Funktionen zuordnet. Diese Staatsdiener sind zwar bestechlich; übertreiben die Korruption aber selten, weil sie ihre Position langfristig ausbeuten. Weiterhin besteht ein informelles Einverständnis, wer wofür zu bestechen ist. So kann derjenige, der besticht, sich relativ sicher sein, dass er auch genau das bekommt, was er will. Korruption ist dann wie eine illegale Servicegebühr, die zwar ärgerlich ist, jedoch die Wirtschaft nur gering hemmt, sofern sie nicht übertrieben wird.
- Im Gegensatz dazu steht eine dezentrale und unorganisierte Korruption, die laut Beattie eher für Afrika und Südamerika typisch ist. Der Staat ist traditionell eher schwach, Verwaltungsstrukturen oft chaotisch und den Einflüssen lokaler Führer ausgesetzt. Dies schafft eine hohe Unsicherheit sowohl für den Bestecher wie auch den Bestochenen. Korrupte Beamte haben den Anreiz, möglichst schnell möglichst viel abzuzocken, da unklar ist, wie lange sie ihre Privilegien behalten können. Ihre Befugnisse sind oft unklar, weshalb ebenfalls der Zahler von Schmiergeldern nie weiß, ob er am Ende bekommt, was er will. Diese Form der Korruption wirkt sich schnell und direkt sehr negativ auf die Wirtschaft aus.

Beattie verteidigt nicht die zentralisierte und organisierte Korruption, weil er ebenfalls klarstellt, dass sie langfristig ebenfalls zu erheblichen Zersetzungserscheinungen in der Gesellschaft führt. Bei einer Gewöhnung an Bestechung sind auf Dauer schwere soziale Konflikte und eine erhebliche Fehlsteuerung von Ressourcen unvermeidbar. Zudem nimmt die Sensibilität korrupter Beamter ab, es mit Bestechungsforderungen nicht zu weit zu treiben. Allerdings kann es Jahrzehnte dauern, bis die Erosion eines organisierten Korruptionssystems die Wirtschaft schwer schädigt. Kurzfristig kann sie sogar dem Wachstum nützen, wenn korrupte Politiker eine industrielle Expansion durch Umgehung von Kontrollen schneller vorantreiben. Dezentrale und unorganisierte Korruption schädigt die Wirtschaft aber unmittelbar und nachhaltig. Sie erklärt relativ gut den andauernden Entwicklungsrückstand vieler afrikanischer und südamerikanischer Länder.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Fazit:

Anleger haben sich bei Auslandsinvestments bisher wenig um Korruption gekümmert, es sei denn, aus ethischen Erwägungen. Dennoch kann sie ebenfalls aus rein renditeorientierten Gesichtspunkten ein wichtiges Kriterium sein. Diese Auswertung zeigt, dass Korruption nicht nur schädlich für die Wirtschaft sein kann, sondern sich dies auch in der Börsenentwicklung widerspiegelt. Allerdings gilt dies nicht überall in der gleichen Weise:

- Ein klarer positiver Zusammenhang zwischen geringer Korruption und überdurchschnittlicher Börsenperformance ist nur für die entwickelten Länder Westeuropas und Nordamerikas erkennbar.
- Bei den Schwellenländern (ohne Osteuropa) scheint das Ausgangsniveau an Korruption eine relativ geringe Rolle zu spielen. Bei einigen Nationen wie den Philippinen, Indonesien oder Thailand schien ein hohes Ausgangsniveau im Betrachtungszeitraum sogar eher zu nützen.
- Wesentlich erscheint bei Schwellenländern (ohne Osteuropa) vor allem, wie sich das Korruptionsniveau verändert. Alle Länder dieser Gruppe, deren CPI-Index sich stark verbesserte, hatten auch eine überdurchschnittliche Aktienperformance. Die meisten Nationen, in denen der CPI-Index sich verschlechterte, hatten eine klar unterdurchschnittliche Performance.
- In allen Vergleichsgruppen haben sich signifikante Verschlechterungen im CPI-Index ebenfalls in einer unterdurchschnittlichen Börsenperformance widerspiegelt. Der Umkehrschluss, dass weniger Korruption auch zu einer generell besseren Wertentwicklung bei Aktien führt, wurde aber nicht bestätigt.

Als Konsequenz für langfristige Investoren ergibt sich, dass für die Aktienperformance der entwickelten Länder Westeuropas und Nordamerikas vor allem das aktuelle Niveau der Korruption wichtig ist, während bei Schwellenländern die Dynamik in der Veränderung der Korruption hohe Bedeutung hat.

Korruption erweist sich als ein wesentlicher Risikofaktor für Investoren: In entwickelten Ländern ist ein relativ hohes Bestechlichkeitsniveau ein signifikantes Warnsignal. In Schwellenländern hingegen muss sich selbst hohe Korruption nicht negativ auf die Performance auswirken; es sei denn, sie verschlechtert sich weiter. Bestechlichkeit ist aber nicht der einzige Risikofaktor. Bei starker Abhängigkeit eines Marktes von einzelnen Sektoren oder Unternehmen oder politischen Problemen können andere Faktoren wichtiger sein, wie die Ausreißer zeigen: Finnland litt unter dem Niedergang von Nokia, Australien unter Rohstoffpreisen, Japan unter langjährigen Strukturproblemen.

Für langfristig orientierte Anleger lohnt es sich auf jeden Fall, Entwicklungen bei der Korruption und ihrer Bekämpfung in einzelnen Ländern im Auge zu behalten. In Europa bleiben die skandinavischen Länder und die Schweiz erste Wahl bei Auslandsanlagen deutscher Investoren. Bei den Problemländern in der Eurozone gibt es sehr divergierende Entwicklungen, die auch für die langfristigen Perspektiven der Aktienmärkte wichtig sind. In Spanien und Portugal hat das große Aufräumen begonnen, was Hoffnung macht. Italien und Griechenland hingegen scheinen noch in ihren alten – relativ korrupten – Strukturen gefangen; die dortigen Aktienmärkte dürften weiter enttäuschen.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Abb. 17: Länderübersicht	Performance					
	CPI 2002	CPI 2011	Veränderung CPI absolut	Veränderung CPI relativ	Aktienmarkt *) 31.12.02 bis 30.6.15	CPI 2014**)
Entwickelte Länder						
Asien/Pazifik						
Hongkong	8,2	8,4	0,2	2%	422%	74
Singapur	9,3	9,2	-0,1	-1%	399%	84
Südkorea	4,5	5,4	0,9	20%	351%	55
Australien	8,6	8,8	0,2	2%	309%	80
Taiwan	5,6	6,1	0,5	9%	210%	61
Neuseeland	9,5	9,5	0	0%	196%	91
Japan	7,1	8	0,9	13%	123%	76
Entwickelte Länder						
Westeuropa/Nordamerika						
Dänemark	9,5	9,4	-0,1	-1%	629%	92
Schweden	9,3	9,3	0	0%	367%	87
Norwegen	8,5	9	0,5	6%	315%	86
Schweiz	8,5	8,8	0,3	4%	274%	86
Kanada	9	8,7	-0,3	-3%	251%	81
Deutschland	7,3	8	0,7	10%	250%	79
USA	7,7	7,1	-0,6	-8%	191%	74
Frankreich	6,3	7	0,7	11%	161%	69
Belgien	7,1	7,5	0,4	6%	157%	76
Niederlande	9	8,9	-0,1	-1%	149%	83
Spanien	7,1	6,2	-0,9	-13%	147%	60
Irland	6,9	7,5	0,6	9%	140%	74
Großbritannien	8,7	7,8	-0,9	-10%	138%	78
Österreich	7,8	7,8	0	0%	133%	72
Finnland	9,7	9,4	-0,3	-3%	79%	89
Italien	5,2	3,9	-1,3	-25%	51%	43
Portugal	6,3	6,1	-0,2	-3%	17%	63
Griechenland	4,2	3,4	-0,8	-19%	-61%	43
Schwelmländer						
Philippinen	2,6	2,6	0	0%	1039%	38
Indonesien	1,9	3	1,1	58%	953%	34
Thailand	3,2	3,4	0,2	6%	771%	38
Indien	2,7	3,1	0,4	15%	655%	38
Türkei	3,2	4,2	1	31%	645%	45
Südafrika	4,8	4,1	-0,7	-15%	512%	44
Argentinien	2,8	3	0,2	7%	500%	34
Chile	7,5	7,2	-0,3	-4%	349%	73
China	3,5	3,6	0,1	3%	304%	36
Mexiko	3,6	3	-0,6	-17%	304%	35
Tschechische Republik	3,7	4,4	0,7	19%	290%	51
Malaysia	4,9	4,3	-0,6	-12%	261%	52
Brasilien	4	3,8	-0,2	-5%	244%	43
Polen	4	5,5	1,5	38%	235%	61
Russland	2,7	2,4	-0,3	-11%	89%	27
Ungarn	4,9	4,6	-0,3	-6%	87%	45

*) STOXX® Total Market € NR

**) Aufgrund einer Methodikänderung nicht exakt mit Vorjahreswerten vergleichbar

Deutsche Wohnungsaktien haben wieder Einstiegskurse

Von Karl-Heinz Goedeckemeyer

Immobilienanlagen spielen für institutionelle und vermögende Investoren eine zusehends wichtigere Rolle. Viele planen, ihre Immobilienquote in den kommenden Jahren weiter zu erhöhen. Gemäß einer Umfrage unter Versicherungsunternehmen soll diese von derzeit 7,6% auf 8,2% bis Ende 2015 ausgeweitet werden, wobei aufsichtsrechtlich 25% möglich sind. Dabei sollen im Schnitt 5,8% auf direkt gehaltene Immobilien und weitere 2,4% auf indirekte Investments entfallen.¹

Neben offenen und geschlossenen Fonds sind Immobilienaktien eine dritte Kategorie der indirekten Immobilienanlage. Sie spielen für deutsche institutionelle Anleger aber nur eine untergeordnete Rolle, die traditionell einen Großteil der indirekten Investments in Fonds fließen lassen. Die Nachfrage nach Aktien aus dieser Anlageklasse besteht vor allem bei ausländischen Investoren, die vermutlich bereits 95% der freien Anteile der deutschen Immobilien AGs halten.

Dabei sind Immobilienaktien gerade für Inländer interessant. Investoren können nicht nur Konjunkturzyklen spielen, sondern ihr Portfolio gut diversifizieren. Sie können Unternehmen aus unterschiedlichen Segmenten (Büro, Wohnen, Handel, Logistik) und Regionen auswählen. Da Anleger ihre Immobilienportfolios zumeist breit diversifizieren sollten, bietet es sich an, in indirekte Immobilien zu investieren, wobei das anhaltende Niedrigzinsniveau tendenziell für zinsensitive Aktienwerte spricht. Da für die Immobilienmärkte vor allem die Zinssätze von zentraler Bedeutung sind, dürfte der wichtigste Effekt auf Immobilien in einem länger andauernden Niedrigzinsumfeld liegen. Tendenziell führen die extrem niedrigen Zinsen zu steigenden Immobilienwerten, sinkenden Anfangsrenditen, höheren Transaktionsvolumina und einer Ausweitung der Immobilienkredite. Mit einer Zinswende der Europäischen Zentralbank (EZB) ist erst dann zu rechnen, wenn das BIP-Wachstumsmomentum im Euroraum stark anzieht.

Finanzierungsbedingungen, Kapitalmarktumfeld und Dividendenausschüttungen sprechen für Investments in deutsche Immobilien AGs

Die an der Börse notierten Wohnimmobilienunternehmen dürften weiterhin vom guten Makro- und Finanzmarktumfeld und von der fortschreitenden Urbanisierungswelle profitieren. Es ist davon auszugehen, dass die Hauspreise vor dem Hintergrund von niedrigen Kreditzinsen, der Unsicherheit an den Finanzmärkten, einer geringen Anzahl von Anlagealternativen sowie 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.

Börsennotierte Immobiliengesellschaften wie z. B. Deutsche Annington, LEG Immobilien, Dt. Wohnen sowie die österreichische Buwog haben die günstigen Finanzierungsbedingungen für Zukäufe ge-

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

nutzt. Die Mietpreisbremse dürfte den Trend zu Modernisierungen noch verstärken, weil Mieterhöhungen nach Modernisierungen von der Bremse ausgenommen sind. Darüber hinaus haben die niedrigen Zinsen es Immobilienunternehmen ermöglicht, auslaufende Kredite zu deutlich günstigeren Konditionen zu refinanzieren. Aufgrund dessen werden die Gewinne von Immobiliengesellschaften weiter steigern und für höhere Dividenden sorgen.

Auch unter dem Renditeaspekt schneiden Immobilienaktien als Anlageklasse gut ab: Während Investoren mit deutschen Bundesanleihen mit 10 Jahren Laufzeit eine Rendite von ca. 1% erzielen, bieten Immobilienaktien eine Rendite von bis zu 6%. Europäische REITs dagegen liefern aktuell eine Prämie von 3,2 Prozentpunkten gegenüber zehnjährigen Staatsanleihen. Die Ausschüttungsprämie von US-REITs liegt inzwischen nur noch 1,65% über vergleichbaren Zehnjahrespapieren der USA².

Performance reflektiert noch nicht Bedeutungszuwachs

Trotz der Kursavancen in den zurückliegenden Jahren (z. B. +54% vom 30.6.2012 bis zum 30.6.2015 gemessen am RX Real Estate Performance Index; vgl. Abb.1) bieten Immobilienaktien zum Teil noch spürbare Steigerungspotenziale. Speziell die im RX Index hochgewichteten Wohnimmobilienaktien sind besonders interessant.

Wenn man die Performance der deutschen Immobilienaktien anhand des RX Real Estate Performance Index der Deutschen Börse mit der Entwicklung des MDAX vergleicht (Abb.2), wird sichtbar, dass der Immobilienindex zwar in der Ein-Jahres-Betrachtung besser abschneidet (32,8% vs. 16,6%). Wenn man jedoch den Zeithorizont auf einen längeren Zeitraum ausdehnt, hat sich der MDAX mit besser entwickelt. Seit 5 Jahren ist das Plus beim MDAX 144,9%; beim Immo-Index 88,5%. Der Chart verdeutlicht, dass die jüngsten Kursrückgänge Immobilienaktien überproportional betroffen haben. Neben der Sorge über einen Default um Griechenland dürfte der starke Rückgang bei ihnen auch auf die gestiegenen Renditen langfristiger Staatsanleihen zurückzuführen sein.

Abb.1: RX Real Estate Performance Index

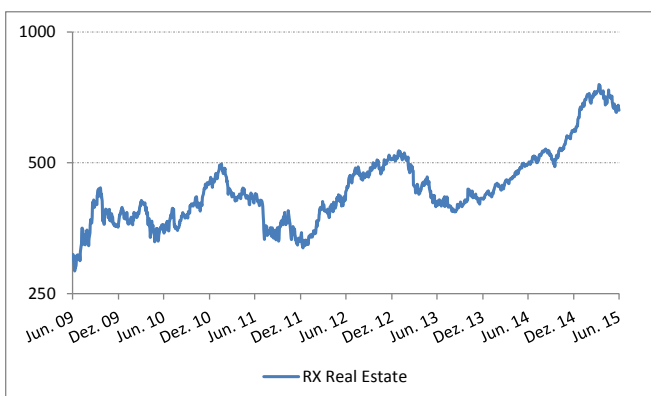
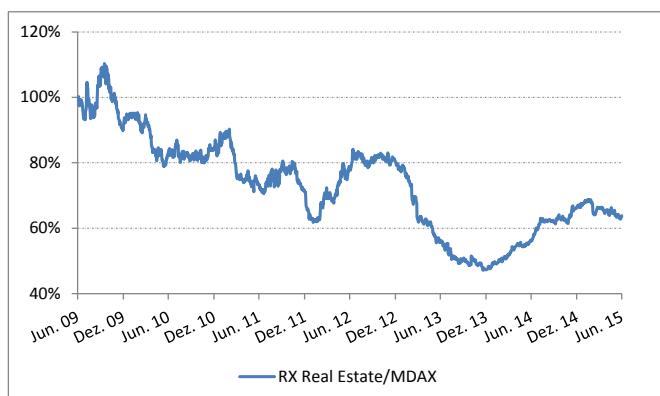


Abb.2: RX Real Estate Perf. Index relativ zu MDAX



In der Eurozone haben deutsche Immobilienaktien inzwischen stark an Bedeutung gewonnen. Im FTSE EPRA/NAREIT Eurozone Index, einem der wichtigsten Indizes für Immobilien-Investments in Europa, kamen per Ende Mai die 14 im Index abgebildeten deutschen Unternehmen mit einer

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Marktkapitalisierung von insgesamt 28,8 Mrd. Euro zusammen auf eine Indexgewichtung von 32,1%. Damit nahm Deutschland den ersten Platz ein. Dahinter rangieren die Niederlande und Frankreich mit 30,1% bzw. 19,6%. Die vier größten deutschen Titel waren mit Indexgewichten von 11,2% die Deutsche Annington, 7,3% Deutsche Wohnen, 4,2% LEG Immobilien sowie 2,3% Deutsche Euroshop.

Kapitalmarktrend Bondifikation: Immobilienaktien als Anleihe-Substitut

Bislang galten Immobilienaktien auch als eine Art „Bondproxy“. Diese Aussage dürfte aber vor dem Hintergrund der anstehenden Zinswende an Bedeutung verlieren. Insofern dürften Immobilienaktien in Zukunft eher als Bond-Substitut gesehen werden. Denn Fondsmanager, die weder mit den niedrigen Bondrenditen noch mit den Aktienrisiken zufrieden sind, stehen vor der Herausforderung, auf ihre Portfolios angemessene Renditen zu erzielen. Als Ausweg bieten sich Aktien an, die hohe Dividenden abwerfen und Cash-Flows generieren, wie es bei Immobilienunternehmen in der Regel der Fall ist. Insofern dürfte das Interesse institutioneller Anleger an bond-ähnlichen Vehikeln in nächster Zeit zunehmen. Investoren verwenden dafür den Begriff „Bondifikation“. Obwohl der Ertrag, der mit Immobilienaktien zu erzielen war, immer noch besser ist als der Realertrag vieler Anleihen, werden vor dem Hintergrund der steigenden Renditen bei Staatsanleihen die Unternehmen bestrebt sein, ihre Dividenden weiter zu erhöhen, um nicht zuletzt den Renditeabstand zu vergleichbaren Investments wie den offenen Immobilien- und Spezialfonds zu gewährleisten. Bislang droht von diesen Assetklassen keine Gefahr, denn Spezialfonds generierten mit Immobilien im Zeitraum 2005-2014 lediglich 2,9%.³ Die Renditen, die mit offenen Fonds dieses Segments in den letzten Jahren im Schnitt zu erzielen waren, beliefen sich auf zwischen 2-3%.

Fusionswelle bei Wohnimmobilienunternehmen setzt sich fort

Die Fusionswelle unter den deutschen Wohnimmobilienaktien hat in den letzten sechs Monaten deutlich an Fahrt gewonnen. Nach der Übernahme der Gagfah durch die Deutsche Annington wurde das Unternehmen mit einem Portfoliowert von 21 Mrd. Euro der zweitgrößte börsennotierte Immobilienkonzern in Kontinentaleuropa. Ferner hat Adler Real Estate nach der Akquisition von Estavis in 2014 im Juni angekündigt, auch die Westgrund AG für insgesamt 400 Mio. Euro übernehmen zu wollen. Mit einer Marktkapitalisierung des neuen Konzerns von rund 600 Mio. Euro wurde die Adler-Aktie inzwischen im Aktienindex für Small Caps (SDAX) aufgenommen. Dagegen ist der Versuch der Deutsche Wohnen, die österreichische conwert zu übernehmen, im April dieses Jahres gescheitert, weil weniger als 50 % der conwert-Aktionäre das Kaufangebot von 11,50 Euro pro Anteilschein angenommen haben. Gleichwohl hat Michael Zahn, CEO der Deutschen Wohnen, jüngst im „Handelsblatt“ durchblicken lassen, dass er sich einen Zusammenschluss mit dem Konkurrenten Deutsche Annington vorstellen könne, obwohl beide Unternehmen derzeit "komplett unterschiedliche Ansätze und Visionen", hätten. In diesem Fall entstünde der größte Immobilienwert Europas. Auch die LEG, das von der Marktkapitalisierung her drittgrößte Unternehmen, dürfe sich bald nach einem geeigneten Übernahmekandidaten umsehen, um zu den beiden Top-Playern aufzuschließen. Als Targetziele stechen dabei Grand City Properties, die österreichischen Buwog oder S-Immo eignen, obwohl Letztere ebenfalls in Gewerbeimmobilien investiert, heraus.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Neben der Generierung von Skaleneffekten und die Hebung von Kosteneffizienzen dürfte auch der komplizierte Regelungsrahmen die weitere Konsolidierung vorantreiben. Der Drang zur Konsolidierung wird ebenfalls dadurch angefeuert, dass der Markt für große Wohnungsbestände in attraktiven Lagen der Großstädte inzwischen ziemlich leer gefegt ist und die Unternehmen ihre Wachstumsstory aufrechterhalten müssen, um dadurch die Investoren bei der Stange zu halten.

Trotz der Tatsache, dass die Immobilienunternehmen vor dem Hintergrund der gesunkenen Finanzierungskosten ihren LTV (Loan to Value Ratio = Quotient aus dem Darlehensbetrag und dem Beleihungswert einer Kreditsicherheit) in den letzten 12 Monaten zurückgeführt haben, erscheint uns die Verschuldung der drei größten Player (ohne Adler RE) mit durchschnittlich 51% noch immer zu hoch. Insofern sollten die Gesellschaften das günstige Finanzmarktumfeld nutzen und den LTV im Bereich 40%-45% drücken.

Rückblick auf die Studie aus dem Oktober 2014

Ähnlich wie in unserer Studie zu deutschen Wohnimmobilienaktien von Oktober 2014 in [Mit ruhiger Hand Nr. 30](#) beschränken wir uns auf die Unternehmen mit der höchsten Börsenkapitalisierung. In dieser Studie hatten wir Deutsche Annington (DAI) und Gagfah als interessant angesehen, wobei wir Erstere zu unseren Sektorfavoriten erklärten. Dagegen hatten wir die Titel der Deutsche Wohnen und LEG als Halteposition gesehen und Investoren geraten, Neuengagements nur zu tieferen Kursen vorzunehmen. Rückblickend haben sich alle vier Titel seit der Veröffentlichung der Studie zunächst überdurchschnittlich entwickelt. Sie sind bis Ende Februar 2015 um bis zu 64% (Dt. Annington), 60% (Gagfah, LEG), 58 % (Dt. Wohnen) gestiegen und damit den MDAX zeitweise deutlich outperformt. Seit März bzw. April dieses Jahres haben sich die Papiere mit der Ankündigung diverser Kapitalmaßnahmen in Verbindung mit der rückläufigen Kursentwicklung schlechter entwickelt als der Vergleichsindex.

Abb. 3: Kennzahlen: Peer-Group-Vergleich

Unternehmen	Kurs 3.7.	Fair Value Kursziel	Differenz Fair Value/Kurs	NAV 2015e	Präm/Disc Kurs zu NAV	FFO je Aktie 2015e	FFO-Multiple 2015e
Dt. Annington	25,66 €	30,00 €	16,9%	29,00 €	-13,0%	1,50 €	17,1
Dt. Wohnen	21,06 €	24,00 €	14,0%	17,90 €	15,0%	0,83 €	25,4
LEG Immobilien	62,57 €	77,00 €	23,1%	55,70 €	11,0%	3,54 €	17,7
Adler Real Estate	12,87 €	16,00 €	24,3%	14,53 €	-12,9%	0,73 €	17,6

Auch in unserer neuen Studie bleibt die Dt. Annington nach der Übernahme der Gagfah und den umfangreichen Portfoliozukäufen unser Favorit im deutschen Wohnimmobiliensektor. Daneben sind noch die Aktien der Adler Real Estate AG und LEG für risikofreudige Anleger interessant. Der Titel von Dt. Wohnen ist hoch bewertet und bestenfalls eine Halte-Position. Die Aktien der Gagfah werden im Zuge der Übernahme am 20. November vom Kurszettel der Deutschen Börse verschwinden.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

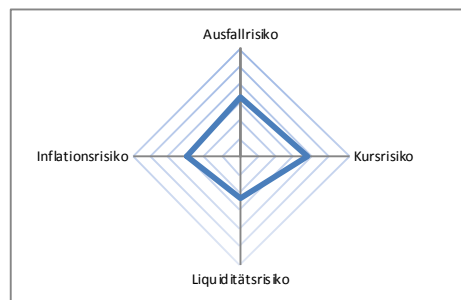
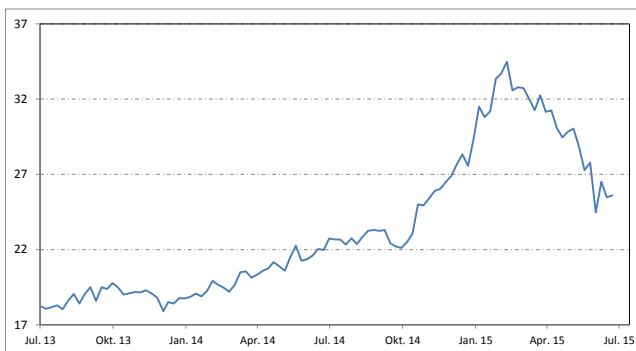
Deutsche Annington SE

Website: http://www.deutsche-annington.com/de/	Kurs 3.7.2015: 25,66 €	Börsenwert (Mrd.€): 12,0
Hauptbörse: Xetra	Land: Deutschland	WKN: A1ML7J
		ISIN: DE000A1ML7J1

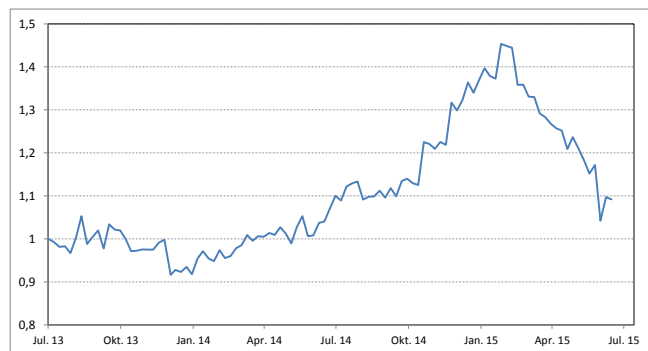
Mit einer Marktkapitalisierung von etwa 12 Mrd. Euro weist die Deutsche Annington Immobilien SE die größte Börsenkapitalisierung unter den deutschen Immobilienaktien auf. Nach dem Ausstieg von Altaktionären (u.a. Terra Firma, Abu Dhabi Investment Authority) hat sich der Streubesitzanteil auf 69,24% erhöht. Zu den größten Aktionären zählen aktuell Black Rock mit 8,27% und Norges Bank mit 5,93%. Durch die Übernahme der Gagfah wird das Unternehmen im Laufe des Jahres in Vonovia SE umbenannt und ist durch den gestiegenen Börsenwert ein heißer Kandidat auf die Aufnahme in den DAX. Aufgrund der deutschlandweiten Präsenz gehören dem Unternehmen mit der Integration der Gagfah rund 350.000 Wohnungen mit einem Portfoliowert von derzeit rund 21 Mrd. Euro. Per Ende März sank die Leerstandsquote des Portfolios auf 3,4 % (Q1 2014: 3,7 %). Die monatliche Ist-Miete (like-for-like) pro Quadratmeter erhöhte sich auf 5,60 Euro pro qm, gegenüber 5,46 Euro im Q1 2014/ +2,6 % QoY.

Gewinnänd. 2015/17e Ø p.a. 11%		
Bewertungskennziffern		
KGV	KGV	KBV
2015e	2016e	aktuell
19,6	17,7	1,2
Divrend.	Divrend.	Unt.wert
2015e	2016e	zu Umsatz
3,5%	3,9%	N.A.

Langfristige Kursentwicklung:



Kursentwicklung relativ zu Aktien Europa:



Nachhaltigkeit: ausreichend	
Risikokennziffern	
Ausfallrisiko	Liquiditätsrisiko
3,3	2,3
Kursrisiko	Inflationsrisiko
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.

Mit dem Erwerb des Portfolios der Süddeutsche Wohnen (Südewo) im Juni erhöht sich das Gesamtportfolio auf circa 370.000 Wohnungen. Das Transaktionsvolumen beträgt insgesamt 1,9 Mrd. Euro. Mit dieser Transaktion baut das Unternehmen nach dem Erwerb der Vitus Gruppe im Norden Deutschlands sowie der Gagfah-Fusion, mit der sich die DAI in den Großstädten Berlin, Hamburg und Dresden verstärkt hat, auch die Präsenz im Süden aus. Um diese Transaktion zu finanzieren, wurde eine Bezugsrechtskapitalerhöhung aus genehmigtem Kapital durchgeführt. Der Bruttoemissionserlös belief sich auf von 2,25 Mrd. Euro. Dies ist die bisher mit Abstand größte Kapitalerhöhung einer

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

deutschen Immobilien-AG. Insgesamt wurden 105.514.060 neue Aktien zu einem Preis von 20,90 je Aktie bezogen. Die aus der Kapitalerhöhung erzielten Nettoerlöse auf rund 1,9 Mrd. Euro sollen zur Finanzierung des SÜDEWO-Portfolios und zur Refinanzierung besicherter Darlehen und zur Deckung von Transaktionskosten verwendet werden (rund 0,3 Mrd. Euro).

Im Q1 2015 hat sich der konsolidierte FFO 1 (Funds From Operations 1) unter Einbeziehung der Ergebnisbeiträge der Gagfah im Vergleich zum Vorjahr auf 115,7 Mio. Euro (Q1 2014: 61,9 Mio. Euro) erhöht, was sich in einer Steigerung pro Aktie von 26,8 % auf 0,33 Euro widerspiegelt. Der Net Asset Value (EPRA NAV) erhöhte sich im 1.Quartal von 6,58 Mrd. Euro auf 10,04 Mrd. Euro. Dies entspricht einem Anstieg von 17,1 % auf 28,35 Euro pro Aktie. Die Leerstandsquote sank weiter auf 3,4 % (Q1 2014: 3,7 %). Die monatliche Ist-Miete like-for-like pro Quadratmeter erhöhte sich im 1. Quartal 2015 auf 5,60 Euro (Q1 2014: 5,46 Euro), was einer Steigerung von 2,6 % im Vergleich zum Vorjahr entspricht. Zugleich konnte der Verschuldungsgrad LTV (Loan To Value) per 31. März 2015 auf 56,3 % gesenkt werden. Damit kommt die Gruppe ihrer Zielsetzung, den LTV mittelfristig auf unter 50 % zu reduzieren, allmählich näher. Positiv ist des Weiteren, dass die Refinanzierungskosten von durchschnittlich 3,2 % im Jahr 2014 auf 2,9 % im 1. Quartal 2015 gesunken sind. Aufgrund der niedrigen Verschuldung und der Absicht, diese weiter zurückzuführen, hat Standard & Poor`s im März 2015 das long-term corporate credit Rating von 'BBB' auf 'BBB+' mit stabilem Ausblick angehoben.

In dem Ausblick für 2015 gab das Unternehmen bekannt, dass sie mit einem FFO 1 zwischen 530 Mio. und 550 Mio. Euro rechnet, was 1,47 bis 1,53 Euro je Aktie entspricht. Gleichzeitig soll sich der EPRA NAV auf rund 29 Euro pro Aktie erhöhen. Bei der monatlichen Ist-Miete pro Quadratmeter wird bis Ende 2015 mit einer Steigerung von 2,6 % bis 2,8 % gerechnet. Die Leerstandsquote soll bis zum Jahresende auf rund 3 % sinken.

Fazit: Aufgrund der deutschlandweiten Präsenz in den wichtigsten Wachstumsregionen Deutschlands, die ein hohes Mietwachstum versprechen, der starken Zahlen im ersten Quartal, der Synergieeffekte aus der Gagfah-Übernahme sowie der inzwischen wieder moderaten Bewertung (2015 NAV-Prämie von 3%) sollte sich die Aktie nach Abschluss der jüngsten Kapitalerhöhung weiterhin überdurchschnittlich entwickeln. Auf Basis des aktuellen Kurses von 25,66 Euro errechnet sich ein 2016er KGV von rund 17,7 und eine Dividendenrendite von 3,9%. Aufgrund des gedrückten Aktienkurses infolge der Kapitalmaßnahmen bleibt das Papier der Deutschen Annington unser Sektorfavorit im Wohnimmobiliensegment. Auf Basis unserer Schätzungen ergibt sich ein Kursziel von 30 Euro.

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

Empfehlungshistorie: Die Aktie von Deutsche Annington wurde am 6. Oktober 2014 als Kerninvestment (2%-4% Depotanteil) für risikofreudige sowie als Beimischung (0%-2% Depotanteil) für chancenorientierte Anleger empfohlen.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

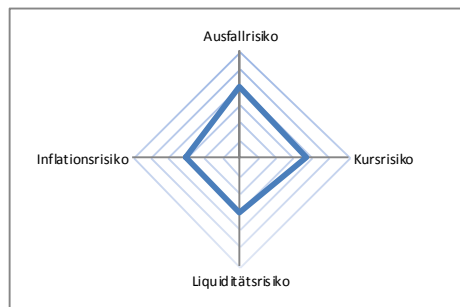
LEG			
Website: http://www.leg-nrw.de/	Kurs 3.7.2015: 62,57 €	Börsenwert (Mrd.€): 3,6	
Hauptbörse: Xetra	Land: Deutschland	WKN: LEG111	ISIN: DE000LEG1110

Das Portfolio der LEG ist mit 160 Standorten stark auf Nordrhein-Westfalen konzentriert. Mit einer durchschnittlichen Wohnungsgröße von 64 qm sind die Wohnungen vor allem für kleine Haushalte interessant. Das Gesamtportfolio belief sich per 30. März 2015 auf rund 107.000 Wohneinheiten mit einer durchschnittlichen Ist-Miete von 5,13 Euro. Der Leerstand beträgt 3,3 %. Das Gesamtportfolio ist zu 41% in Wachstumsmärkte (Düsseldorf, Ratingen), 36% in Märkten mit stabilen (Siegen, Solingen) bzw. 21% in hochrentablen Märkten (zum großen Teil Hag) unterteilt. Insgesamt verspricht das Portfolio nach Angaben von LEG im Schnitt ein Mietpotenzial von 12%. Zu den Großaktionären der LEG zählen Black Rock mit 15,04% sowie mit jeweils 5,4 % MFS/Sun Life und CBRE Clarion, der Freefloat beläuft sich auf 74,16%.

Mit dem Erwerb von rund 3.500 Wohnungen in Nordrhein-Westfalen für 225 Mio. Euro im Juni setzte LEG Immobilien in diesem Bundesland den Expansionskurs fort. Das Portfolio soll auf rund 60% der Top 2-Standorte entfallen. Die jährliche Nettokaltmiete des Portfolios beträgt aktuell 14,2 Mio. Euro bei einer durchschnittlichen Ist-Miete von 5,22 Euro/m² und 3,6 % Leerstand. Teilfinanziert wird der Kauf durch die Emission von ca. 1,2 Mio. neuen Aktien (2,1 % des Grundkapitals), die umgehend bei internationalen institutionellen Investoren platziert werden konnten. Erlöst wurden 73,6 Mio. Euro. Vor dem Hintergrund der aktuellen Pipeline geht LEG davon aus, das Akquisitionsziel von mindestens 5.000 Einheiten in 2015 erneut übertreffen zu können.

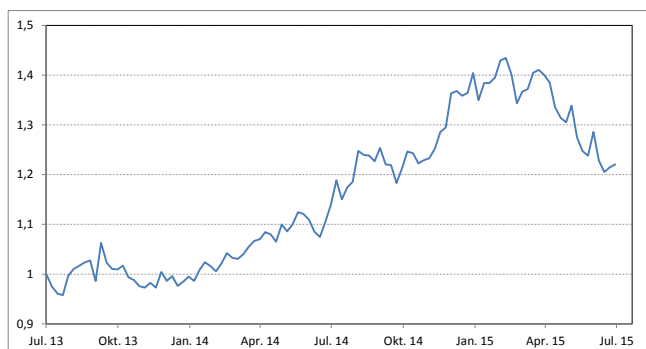
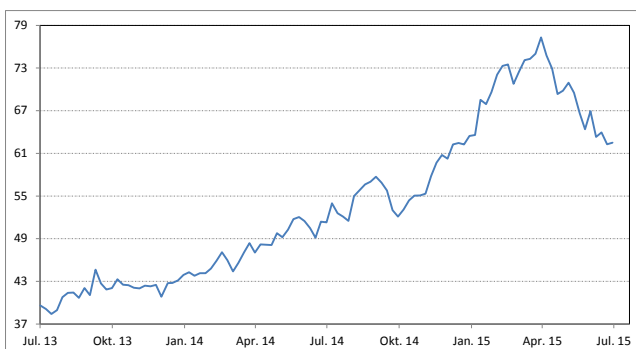
Gewinnänd. 2015/17e Ø p.a. 9%		
Bewertungskennziffern		
KGV	KGV	KNAV
2015e	2016e	aktuell
18,8	17,4	1,2
Divrend.	Divrend.	Unt.wert
2015e	2016e	zu Umsatz
3,5%	3,7%	N.A.

Langfristige Kursentwicklung:



Kursentwicklung relativ zu Aktien Europa:

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

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Im ersten Quartal konnte LEG die Mieteinnahmen im Vergleich zum Vorjahr um 13,8% auf 107,3 Mio. Euro steigern. Der FFO 1 erhöhte sich um 25, 4% auf 51,4 Mio. Euro (YoY), was einem FFO je Aktie von 0,90 Euro entspricht. Der EPRA-NAV (excl. Goodwill) belief sich auf 54,11 je Aktie (+2.7% YTD). Die Nettoverschuldung in Relation zum Immobilienvermögen (LTV) sank gegenüber dem Jahresende 2014 von 47,3% auf 46,9%.

Für das laufende Jahr rechnet der Vorstand auf Basis der ersten erwarteten Ergebniseffekte aus der Refinanzierung mit einem FFO I von 195 bis 200 Mio. Euro (vorher: 188 bis 193 Mio. Euro). Für 2016 geht LEG vor dem Hintergrund der geplanten Refinanzierungs- und Effizienzsteigerungsmaßnahmen mit einem FFO I in der Bandbreite von 223 bis 227 Mio. Euro aus. In diesen Ergebnisprognosen sind noch keine Effekte aus geplanten Akquisitionen berücksichtigt.

Fazit: Mit ihrer jüngsten Akquisition setzt LEG ihren Expansionskurs auf dem nordrhein-westfälischen Wohnungsmarkt weiter fort. Positiv ist hervorzuheben, dass die Mieteinnahmen im ersten Quartal um fast 14% gestiegen sind, bei einem Leerstand von nur 3,2%. Wenngleich NRW nach Berlin als zweites Bundesland die Mietpreisbremse entlang der Rheinschiene und großen Universitätsstädten einführen wird, gehen wir aus heutiger Sicht von keiner Beeinträchtigung des weiteren Ergebnisverlaufs aus. Aufgrund der soliden Bilanzdaten (LEG weist unter allen in dieser Studie beobachteten Unternehmen die geringste Verschuldung auf), des erfahrenen Managements, des starken Exposures bzw. ausgewogenen Portfoliomixes in einem der aussichtsreichsten Immobilienmärkte Deutschlands zählt LEG neben Dt. Annington zu den Top-Playern unter den deutschen Immobilienaktien. Mit einem 2016er KGV von 17,4 und einer Dividendenrendite von 3,7% erhalten wir ein Kursziel von von 77 Euro.

Die Aktie von LEG ist daher derzeit als Beimischung (0%-2% Depotanteil) für risikofreudige Anleger zum Kauf geeignet.

Empfehlungshistorie: Die Aktie von LEG wurde am 6. Oktober 2014 zur Beimischung (0%-2% Depotanteil) für risikofreudige Anleger als Halteposition empfohlen.

ADLER Real Estate AG			
Website:	http://www.adler-ag.com/adler-ag/contact-2.11.7/	Kurs 3.7.2015: 12,87 €	Börsenwert (Mrd.€): 5,9
Hauptbörse:	Xetra	Land: Deutschland	WKN: 500800
			ISIN: DE0005008007

Die Adler Real Estate AG ist ein Immobilienbestandshalter in Deutschland mit Fokus auf renditestarke Wohnimmobilien in Städten und Ober- und Mittelzentren. Regional verteilt sich das Portfolio auf die Bundesländer Niedersachsen (33%), Nordrhein-Westfalen (19%) und die Region Berlin/Brandenburg (16%) sowie Sachsen, Sachsen-Anhalt und Thüringen, die rund 25% des Portfolios repräsentieren. Hervorgegangen ist das Unternehmen aus den Frankfurter Adlerwerken. Im Jahr 2000 firmierte das Unternehmen in Adler Real Estate um und begann ab diesem Zeitpunkt mit Entwicklungsprojekten im Büroimmobiliensektor (u.a. das Airrail Center Frankfurt, das heutige Squire). Im Jahr 2012 wurde der Strategieumbau hin zu einem Bestandshalter für Wohnimmobilien eingeleitet und das Portfolio durch Übernahmen ausgebaut.

Mit ruhiger Hand

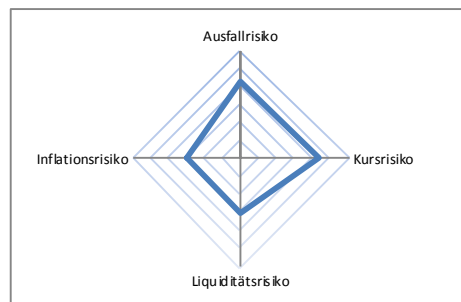
Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Die Akquisitionspolitik zielt insbesondere auf Portfolien ab, die keinen Investitions- und Renovierungstau aufweisen und unter Marktwerten zu erwerben sind. Nach der Übernahme von Estavis (inzwischen umfirmiert in Accentro) 2014 und der für das laufende Jahr angekündigten Übernahme der Westgrund steigt Adler Real Estate zum fünftgrößten deutschen Wohnungsunternehmen mit rund 50.000 Einheiten auf. Es ist davon auszugehen, dass Adler Real Estate den aggressiven Expansionskurs in seinen Zielregionen weiter fortsetzen wird. Dazu zählen vor allem B- und Randlagen in deutschen Metropolregionen. Der Leerstand lag zum Ende des dritten Quartals bei 12%, der durchschnittliche Mietpreis bei 5,06 Euro pro qm.

Die Westgrund-Aktionäre hatten der Übernahme frühzeitig zu 94,9 % zugestimmt und erhielten insgesamt rund 410 Mio. Euro, davon 224 Mio. in bar und 185 Mio. in Form von neu emittierten Adler-Aktien. Um die Übernahme zu finanzieren, hat das Unternehmen im April eine Unternehmensanleihe mit einem Emissionsvolumen von rund 300 Mio. Euro begeben. Die Transaktion soll bis zur Jahresmitte abgeschlossen sein. Die Akquisition von Westgrund passt strategisch ideal zu Adler und birgt signifikante Synergiepotenziale, die in den nächsten drei Jahren bei rund 20 Mio. Euro liegen sollen. Mit dieser Übernahme verfügt die Adler Real Estate jetzt über einen Börsenwert von über 600 Mio. Euro und rückte am 22. Juni in den Small Cap-Index DAX auf. Im Gegenzug wurde die Aktie der Westgrund aus dem Index herausgenommen. Mit der Aufnahme in den SDAX erwartet der Vorstand einen deutlichen Anstieg der Liquidität bzw. Handelbarkeit der Aktie. Allein von Ende März 2014 bis Ende Mai 2015 hat sich der Streubesitz von Adler von 41,77% auf 52,83% erhöht.

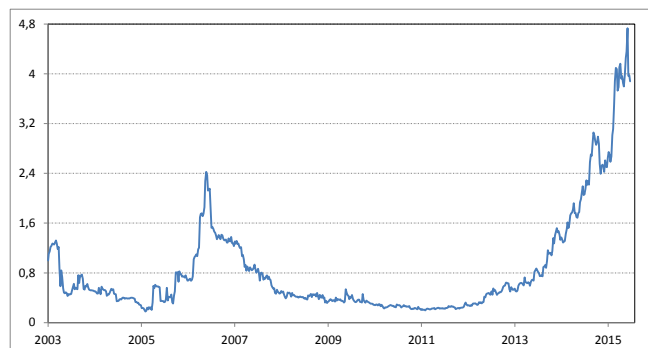
Gewinnänd. 2015/17e Ø p.a.		16%
Bewertungskennziffern		
KGV	KGV	KNAV
2015e	2016e	aktuell
3,7	8,9	1,2
Divrend.	Divrend.	Unt.wert
2015e	2016e	zu Umsatz
0,0%	0,0%	N.A.

Langfristige Kursentwicklung:



Kursentwicklung relativ zu Aktien Europa:

Nachhaltigkeit: noch unklar	
Risikokennziffern	
Ausfallrisiko	Liquiditätsrisiko
4,3	3,0
Kursrisiko	Inflationsrisiko
4,3	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.

Im ersten Quartal 2015 erhöhte sich der FFO I um gut 5 Mio. Euro auf 3,78 Mio. Euro nach einem Minus im Vorjahr von 1,39 Mio. Euro. Die deutliche Ertragsverbesserung des Konzernergebnisses auf

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

42,90 Mio. Euro (21,40 Mio. Euro) ist nach Angaben des Unternehmens aus den Effekten der Übernahmen zurückzuführen. Für das Gesamtjahr 2015 stellte Vorstand Axel Harloff ein FFO I zwischen 15 und 20 Mio. Euro in Aussicht, wobei die Effekte aus der geplanten Übernahme der Westgrund noch gar nicht berücksichtigt sind. Das Ergebnis je Aktie verbesserte sich im Q1 auf 1,34 (1,29) Euro (verwässert) bzw. auf 1,10 (089) Euro (verwässert).

Die Aktie des Unternehmens hat eine furiose Entwicklung hingelegt. Innerhalb von drei Jahren stiegen die Aktien um mehr als 1.000%. Trotz dieser Performance liegen die Anteilscheine ca. 10% unter dem von uns geschätzten NAV. Mit einem LTV von derzeit 69% (bereinigt um die Wandelanleihen) liegt Adler allerdings deutlich über der Peer Group bei etwa 55%.

Fazit: In unserer Empfehlung gehen wir von einem erfolgreichen Abschluss der Westgrund-Übernahme zum 1.7.2015 aus. Da sich dadurch eine Kapitalerhöhung um rund 13,5 Mio. neue Aktien ableitet, wird der Gewinn je Aktie für 2015 stark verwässert. Vor dem Hintergrund des regional ausgewogenen Portfoliomixes in ausgewiesenen deutschen B-Städten, die mit der geplanten Übernahme der Westgrund einhergehenden Synergiepotenziale und der zu erwartenden deutlichen Steigerung des FFO 1 im Zeitraum 2015-2017 empfehlen wir die Aktie zum Kauf als Beimischung (0%-2% Depotanteil) für risikofreudige Anleger.

Empfehlungshistorie: Die Aktie der Adler Real Estate AG wurde bisher noch nicht empfohlen.

Deutsche Wohnen			
Website:	http://www.deutsche-wohnen.com/html/	Kurs 3.7.2015: 21,06 €	Börsenwert (Mrd.€): 7,0
Hauptbörse:	Xetra	Land: Deutschland	WKN: AOWMPJ
			ISIN: DE000AOWMPJ6

Der Immobilienbestand des Unternehmens umfasste per Ende März rund 149.000 Wohneinheiten mit einem Fair Value von rund 10,0 Mrd. Euro. Der Großteil des Portfolios, nämlich 143.473 Einheiten befinden sich in den wachstumsträchtigen Ballungszentren (Core+-Regionen), allen voran der Großraum Berlin sowie dem Rhein-Main-Gebiet inkl. Frankfurt und der rheinischen Region mit der Landeshauptstadt Düsseldorf. Von den knapp 144.000 Einheiten entfallen rund 95.000 Wohneinheiten auf den Großraum Berlin mit einer Ist-Miete von 5,75 Euro je qm (+2,5% YOY). 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 5,83 Euro je qm. Neue Wohnungen werden im Schnitt zu 7,25 Euro pro qm vermietet, was einem Renditepotenzial von 24,3 % entspricht. Da der Großteil der Bestands- und Neumieterverträge im Großraum Berlin abgeschlossen wurde, besteht in dieser Region auch zahlenmäßig der größte Spielraum für Mietsteigerungen. Per Ende März beläuft sich der Streubesitzanteil auf 72,34%. Zu den größten Aktionären zählen Sun Life Financial mit 9,94%, Black Rock mit 7,99% und Norges Bank mit 6,71%.

Im ersten Quartal legte das FFO im Vergleich zum Vorjahr um 21 % auf 71,3 Mio. Euro oder 0,24 Euro je Aktie zu. Der EPRA-NAV erhöhte sich um 1,1% auf 18,83 (verwässerter Basis). Unterm Strich weist der Wohnungskonzern allerdings einen Verlust von 44,2 Mio. Euro aus. Grund ist ein Bewertungseffekt bei Wandelschuldverschreibungen infolge des höheren Aktienkurses. In der abgelaufenen Pe-

Mit ruhiger Hand

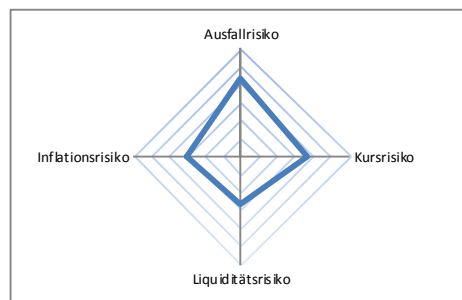
Informationen für die langfristige Kapitalanlage

riode hat die Dt. Wohnen 6.240 Wohneinheiten in Berlin zum 15-fachen verkauft und zum 20-fachen akquiriert (7.500 WE). Der EBITDA-Beitrag aus den Zukäufen soll jährlich 20 Mio. Euro betragen.

Die durchschnittlichen Finanzierungskosten beliefen sich vor der Kapitalmaßnahme auf 2,35%. Die Portfoliozukäufe wurden aus den Erlösen der im Mai angekündigten Kapitalerhöhung finanziert. Dem Unternehmen wird ein Bruttoemissionserlös in einer Spanne von 875 bis 950 Mio. Euro zufließen. Mit den Mitteln sollen auch Schulden durch Anleihen refinanziert oder abgebaut werden. Der Verschuldungsgrad von 50,4 % soll auf 40-45 % gedrückt werden. Für das laufende Jahr erwartet die Gesellschaft eine Steigerung des FFO I auf mindestens 250 Mio. Euro.

Gewinnänd. 2015/17e Ø p.a.		3%
Bewertungskennziffern		
KGV	KGV	KNAV
2015e	2016e	aktuell
21,7	21,3	1,2
Divrend.	Divrend.	Unt.wert
2015e	2016e	zu Umsatz
2,5%	2,6%	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.

Fazit: Wengleich das Portfolio der Deutsche Wohnen mit der Metropolregion Berlin auf einen der wachstumsstärksten Märkte ausgerichtet ist, erscheint die jüngste Akquisition vornehmlich in Marzahn-Hellersdorf zu teuer. Die umfassende Kapitalmaßnahme dürfte bei vielen Investoren die Stimmung getrübt haben. Hinzu kommt, dass die Aktie mit einem 2016er KGV von über 21 im Vergleich zur Peer-Group hoch bewertet ist und den höchsten Aufschlag auf den NAV aufweist. Auch die Dividendenrendite ist mit 2,6% vergleichsweise niedrig. Wengleich sich die gesunkenen Refinanzierungskosten positiv auf die Ergebnisse des Immobilienunternehmens auswirken sollten, besteht unseres Erachtens nur noch ein unterdurchschnittliches Potenzial. Als ergibt beläuft sich 24 Euro.

Die Aktie der Deutschen Wohnen eignet sich derzeit nur für risikofreudige Anleger als Halteposition zur Depotbeimischung (0%-2% Depotanteil).

Empfehlungshistorie: Die Aktie von Deutsche Wohnen wurde am 6. Oktober 2014 zur Beimischung (0%-2% Depotanteil) für risikofreudige Anleger als Halteposition empfohlen.

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:

Quellen zu **Klartext: „Der Sommer der Staatsbankrotte“**:

Ricardo Hausmann (2015): „Austerity Is Not Greece’s Problem“; bei Project Syndicate, 3. März 2015

<http://www.project-syndicate.org/commentary/greece-export-problem-by-ricardo-hausmann-2015-03>

(zuletzt abgerufen 04.07.2015)

Das Originalzitat von Ricardo Hausmann lautet: „The problem is that Greece produces very little of what the world wants to consume. Its exports of goods comprise mainly fruits, olive oil, raw cotton, tobacco, and some refined petroleum products. Germany, which many argue should spend more, imports just 0.2% of its goods from Greece. Tourism is a mature industry with plenty of regional competitors. The country produces no machines, electronics, or chemicals. Of every \$10 of world trade in information technology, Greece accounts for \$0.01. Greece never had the productive structure to be as rich as it was: its income was inflated by massive amounts of borrowed money that was not used to upgrade its productive capacity. According to the Atlas of Economic Complexity, which I co-authored, in 2008 the gap between Greece’s income and the knowledge content of its exports was the largest among a sample of 128 countries.“

Francesco Giavazzi (2015): „Greeks chose poverty, let them have their way“; Financial Times June 9, 2015

<http://www.ft.com/intl/cms/s/0/2bc11fe8-0dd5-11e5-9a65-00144feabdc0.html?siteedition=intl#axzz3eulvDTMs>

(zuletzt abgerufen 04.07.2015)

Die Angaben zu den Ländern stützen sich im Wesentlichen auf das CIA Word Fact Book

(<https://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/geos/it.html>); Zu Puerto Rico vgl. zudem:

Reuters (2015): „**Former IMF economists give damning assessment of Puerto Rico economy**“; The Guardian, 29 Juni 2015;

<http://www.theguardian.com/world/2015/jun/29/former-imf-economists-give-damning-assessment-of-puerto-rico-economy> (zuletzt abgerufen 04.07.2015). Zur Ukraine vgl.: FAZ(2015): „**Die drohende Staatspleite, die kaum einer beachtet**“; Faz.net vom 3.6.2015,

<http://www.faz.net/aktuell/wirtschaft/wirtschaftspolitik/ukraine-von-staatspleite-bedroht-kredit-frist-laeuft-ab-13627840.html> (zuletzt abgerufen 04.07.2015); sowie Arvid Kaiser (2015): „**Oligarch Nr. 1 droht die Pleite**“; Manager Magazin online vom 23.6.2015;

<http://www.manager-magazin.de/koepfe/pleitegefahr-fuer-riinat-achmetows-stahlkonzern-metinvest-a-1039578.html> (zuletzt abgerufen 04.07.2015)

Quellen zu: „**Korruption und die Aktienmärkte**“

1 Hendrik Ankenbrand (2015): „**Chinas Operation Himmelsnetz**“, FAZ-Online-Ausgabe vom 01.04.2015

<http://www.faz.net/aktuell/wirtschaft/fruehaufsteher/operation-himmelsnetz-chinas-kampf-gegen-korruption-13517175.html> (zuletzt abgerufen 24.06.2015)

2 Zeit-Online (2015): „**Lebenslange Haft für ehemaligen Sicherheitschef**“, Online-Ausgabe vom 11.06.2015

<http://www.zeit.de/politik/ausland/2015-06/china-zhou-yongkang-korruption-prozess-urteil> (zuletzt abgerufen 24.06.2015)

3 Spiegel-Online (2015): „**Korruptionsskandal in Spanien: 40 Verdächtige werden angeklagt**“, Online-Ausgabe vom

05.03.2015 <http://www.spiegel.de/politik/ausland/korruptionsskandal-in-spanien-40-verdaechtige-angeklagt-a-1022065.html> (zuletzt abgerufen 04.07.2015)

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

- 4 Ute Müller (2014), „Die iberische Halbinsel im Strudel der Korruption“, Welt Online 27.11.2014
<http://www.welt.de/politik/ausland/article134794619/Die-iberische-Halbinsel-im-Strudel-der-Korruption.html>(zuletzt abgerufen 04.07.2015)
- 5 Thomas Urban (2015) „Tiefer Fall eines Superministers“ <http://www.sueddeutsche.de/wirtschaft/korruption-tiefer-fall-eines-superministers-1.2440393> ; SZ-Online 17. April 2015 (zuletzt abgerufen 04.07.2015)
- 6 Thomas Fischer (2014) : „Sócrates in Portugal festgenommen“ NZZ-Online 22.11.2014
<http://www.nzz.ch/international/europa/socrates-in-portugal-festgenommen-ex-ministerpraesident-unter-korruptionsverdacht-1.18430121> (zuletzt abgerufen 04.07.2015)
- 7 Horatiu Pepine / Medana Weident (2015): „Rumänien bekämpft die Korruption“; Deutsche Welle vom 10.02.2015
<http://www.dw.de/rum%C3%A4nien-bek%C3%A4mpft-die-korruption/a-18247598> (zuletzt abgerufen 04.07.2015)
- 8 Redaktion Tagesschau.de (2015): „Rumäniens Premier unter Verdacht“; Tagesschau.de 05.06.2015
<http://www.tagesschau.de/ausland/rumaenien-korruption-101.html> (zuletzt abgerufen 04.07.2015)
- 9 Keno Verseck (2015): „Machtkampf in Rumänien: Aufstand der Korrupten“; Spiegel Online vom 14.06.2015;
<http://www.spiegel.de/politik/ausland/rumaenien-aufstand-der-korrupten-a-1038349.html> (zuletzt abgerufen 04.07.2015)
- 10 Financial Times (2014): „Finding Nigeria’s missing billions“ Financial Times March 10, 2014
<http://www.ft.com/cms/s/0/1a1b4252-a853-11e3-8ce1-00144feab7de.html> (zuletzt abgerufen 04.07.2015); sowie:
Lamido Sanusi (2015): „Unanswered questions on Nigeria’s missing oil revenue billions“; Financial Times May 13, 2015;
<http://www.ft.com/cms/s/0/e337c7a4-f4a2-11e4-8a42-00144feab7de.html>; (zuletzt abgerufen 04.07.2015)
- 11 Andrea Spalinger (2015): „Tief verwurzelte Korruption in Italien“; NZZ Online; 20.3.2015
<http://www.nzz.ch/international/europa/tief-verwurzelte-korruption-in-italien-1.18506749> (zuletzt abgerufen 04.07.2015)
- 12 Giorgos Christides (2015): Minister in der Kritik: Korruptionsskandal erschüttert Griechenland (zuletzt abgerufen 04.07.2015); Spiegel Online 22.3.2015; <http://www.spiegel.de/wirtschaft/soziales/griechenland-minister-wehrt-sich-gegen-korruptionsvorwuerfe-a-1024917.html> (zuletzt abgerufen 04.07.2015)
- 13 Giorgos Christides (2015): „Vetternwirtschaft in Griechenland: Syriza ist auch nicht besser“; Spiegel Online 7.5.2015
<http://www.spiegel.de/wirtschaft/soziales/griechenland-syriza-regierung-fuehrt-vetternwirtschaft-fort-a-1032576.html> (zuletzt abgerufen 04.07.2015)
- 14 Transparency International Deutschland e.V. (ohne Datum): „Was ist Korruption?“
[ehttps://www.transparency.de/was-ist-korruption.2176.0.html](https://www.transparency.de/was-ist-korruption.2176.0.html); (zuletzt abgerufen 04.07.2015)
- 15 Transparency International Deutschland e.V. (ohne Datum): „Schäden durch Korruption oder Warum Korruptionsprävention sein muss“; <https://www.transparency.de/Schaeden-durch-Korruption.1186.0.html> (zuletzt abgerufen 04.07.2015)
- 16 Alan Beattie(2009): „Corruption“; in: „False Economy“; Seite 215-244; Viking Verlag London 2009

Quellen zu “ Deutsche Wohnungsaktien haben wieder Einstiegskurse ”

- 1 EY Real Estate Trendbarometer Versicherungen 2015
- 2 European Public Real Estate Association (EPRA), Fact Sheet, 29. Mai 2015
- 3 IPD; <https://www.msci.com/real-estate>

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/>).

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.

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 31.
- 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 Seite 34.
- 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 6.7.2015.
- 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 Zeitraum 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

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

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 Geschäftsberichten 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.

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.