

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Nummer 40, September 2015

Heute mit folgenden Themen:

- **Finanzmarktblasen: Sie werden immer gewaltiger**
- **Automobilindustrie: Schwierige Zeiten kündigen sich an**
- **Aus Google wird Alphabet: Restrukturierung im Zeichen der Innovation**

Finanzmarktblasen und ihre Mechanismen sind nichts Neues an den Kapitalmärkten. Insofern ist es verwunderlich, dass sie in der modernen Welt nicht nur immer noch vorkommen, sondern in ihren Ausmaßen bisher kaum gekannte Dimensionen erreichen. In „**Klartext: Die heutige Investment-Welt der Superblasen**“ werden die Hauptursachen für diese Entwicklung analysiert: der rationale Herdentrieb professioneller Investoren sowie staatliche Eingriffe am Kapitalmarkt.

Rationales Herdenverhalten geht auf systembedingte Anreize für professionelle Fondsmanager zurück, sich prozyklisch zu verhalten, womit sie Blasen verstärken. Staaten sind an Finanzmärkten gleichzeitig als Käufer und Verkäufer von Wertpapieren sowie als Gestalter für die Rahmenbedingungen aktiv. Hierbei verfolgen sie verschiedenste (teilweise widersprüchliche) politische Ziele, was zur Folge hat, dass sie von Finanzmarktblasen profitieren wollen oder sie bewusst in Kauf nehmen.

In den vergangenen Jahren gehörten Automobilaktien zu den Börsenlieblingen. Doch im Moment zeichnet sich eine Bewährungsprobe für den Sektor ab. Der bisherige Wachstumstreiber China zeigt in diesem Jahr Schwäche. Neuartige Technologien sowie hinzukommende Wettbewerber verschärfen den Konkurrenzdruck. Gleichzeitig stellt sich die Frage, ob aufgrund von rapide expandierenden Finanzgeschäften einige Hersteller nicht zu hohe Kreditrisiken eingegangen sind.

„**Die schwierige Zukunft der Automobilindustrie**“ analysiert 11 grundlegende Entwicklungen, welche die Branche in den nächsten Jahren bestimmen werden. Hierbei zeigt sich, dass bei den Herstellern die Gewinner zwar noch nicht feststehen; die Verlierer der Vorjahre voraussichtlich aber Verlierer bleiben werden. Profitieren dürften insbesondere Technologieführer in der Zulieferindustrie, deren Rolle sich zum Outsourcing-Partner für komplexe Fahrzeugkomponenten wandelt.

Im August hat Google eine weitreichende Änderung der Konzernstruktur bekannt gegeben: Aus einem Internet-Unternehmen wird ein Konglomerat mit vielfältigen Interessen im Technologiebereich. Hiermit verbunden ist die Umbenennung in „Alphabet“; ein Name mit mehrfacher Symbolkraft für die Google-Gründer. Der Beitrag „**Das neue Alphabet der Innovation**“ untersucht die Hintergründe und beschreibt die Konsequenzen, soweit sie schon absehbar sind.

Kernidee hinter dem neuen Unternehmenskonstrukt ist eine konsequente Ausrichtung auf verschiedenartige Innovationen. Dies erscheint insbesondere in Hinblick auf potenzielle neue Basistechnologien bedeutsam, die in den nächsten Jahren zu erwarten sind. Schon bisher hat sich Google stark von anderen Firmen unterschieden: Im Fokus standen Grundlagenforschung und das frühzeitige Erreichen technologischer Vorsprünge, während die konkrete Vermarktbarkeit von Produkten auffällig vernachlässigt wurde. Mit der Restrukturierung ist das neue Konglomerat Alphabet besser als andere Konzerne darauf ausgerichtet, kommerzielle und technische Möglichkeiten zu nutzen, welche der Technologiewandel in den nächsten Jahren eröffnen wird.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Klartext: Die heutige Investment-Welt der Superblasen

Liebe Langfristanleger,

in diesem Jahr konnten wir bereits die Herausbildung (und das teilweise Platzen) zweier Finanzmarktblasen feststellen, die man aufgrund ihrer gewaltigen Größen durchaus aus Superblasen bezeichnen kann: bei chinesischen Inlands-Aktien sowie bei kontinentaleuropäischen Staatsanleihen (sowohl im €, skandinavischen Währungen und dem Schweizer Franken).

Bei diesen Anlageklassen stiegen die Kurse im Frühjahr spektakulär an; bzw. die Renditen fielen auf Rekordtiefs. So gab es in 2015 z. B. für chinesische A-Aktien gemessen am STOXX® China A Total Market bis Mitte Juni in € einen Kursgewinn von 90%.



Inhalt:

Seite 8: Die schwierige Zukunft der Automobilindustrie

Seite 22: Das neue Alphabet der Innovation

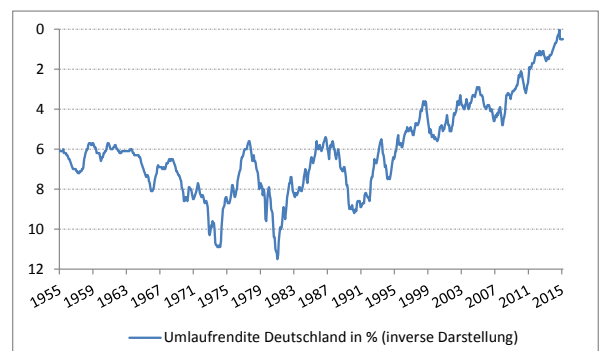
Seite 27: Anhang: Quellen, Impressum, rechtl. Hinweise

Seite 31: Disclaimer

Damit erreichten auch die Bewertungskennziffern Niveaus, die man vorher als völlig absurd angesehen hätte. Das Durchschnitts-KGV auf Basis von Konsensusgewinnschätzungen für nächstes Jahr stieg bei Shenzhen-Aktien auf über 45; bei der chinesischen Start-up-Börse ChiNext sogar auf über 90. Die Umlaufrendite für deutsche Staatspapiere fiel zwischenzeitlich bis auf unter 0,1%. In der Schweiz hatten selbst 10jährige Anleihen im April eine negative Nominalrendite.

Den Begriff Superblase wird jedoch nicht nur durch die Ausmaße der Anstiege oder extremen Bewertungen gerechtfertigt, sondern vor allem aufgrund der ungeheuren Volumen, welche dahinter standen. Alleine die Marktgröße für €-Staatsanleihen liegt derzeit bei schätzungsweise 6,5 Bil. €. Dies ist aber noch wenig im Vergleich zum Fernen Osten. Mainland-China (ohne Hongkong) hatte im Juni eine Marktkapitalisierung von ca. 9 Bil. € erreicht (5mal mehr als Deutschland) und wurde damit nach den USA zum zweitgrößten Aktienmarkt der Welt. Das Handelsvolumen war nach Angaben der Financial Times im Mai 10mal so hoch wie an der New York Stock Exchange.¹

Es fehlte nicht an warnenden Stimmen. Anleihe-Guru Bill Gross etwa hat Bundesanleihen im April als „short of a lifetime“ bezeichnet, also als eine äußerst seltene Gelegenheit, relativ sicher auf Kursverluste zu setzen. Doug Kass von Seabreeze Partners schrieb im gleichen Monat: "Renditen von europäischen Staatsanleihen, die nahe Null oder sogar negativ sind, stellen die Blase aller Investmentblasen dar, welche selbst die Nasdaq-Blase von vor 16 Jahren bei Weitem übertrifft."² Sehr niedrige Zinsen lassen sich fundamental rechtfertigen, wenn ein Wirtschaftseinbruch befürchtet wird. Doch den Tiefpunkt hatte die Eurozone 2013, seitdem gibt es eine langsame Erholung. Wie passt das zusammen?



Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage



Insbesondere der Kursaufschwung in China stand im auffälligen Kontrast zur tatsächlichen wirtschaftlichen Entwicklung: Das Wachstum ließ deutlich nach und schlechte Kredite nahmen zu. In vielen Bereichen, wie z. B. der Stahlindustrie wurden große Überkapazitäten sichtbar. Zudem macht sich die rücksichtslose Vernachlässigung der Umwelt in zunehmenden Verschmutzungsproblemen bemerkbar. Seit letztem Jahr

ist relativ klar, dass ein schmerzhafter Anpassungsprozess bevorsteht, was normalerweise zu starken Kursverlusten hätte führen müssen. In China passierte genau das Gegenteil.³

Was ist nur los an den globalen Finanzmärkten? Regiert sieben Jahre nach der Finanzkrise wieder der „Wahnsinn der Massen“, schlimmer als je zuvor? Sind Anleger weltweit einem Anfall kollektiver Verblödung erlegen oder gab es andere Ursachen?

Tatsächlich waren gierige Anleger im gedankenlosen Kaufrausch nur begrenztem Umfang in China auszumachen, aber nicht bei Euro-Renten. Stattdessen lassen sich zwei Hauptursachen für die beschriebenen Superblasen ausmachen:

- **Rationales Herdenverhalten:** Es gibt starke institutionelle Anreize für professionelle Fondsmanager, sich prozyklisch und damit Blasen verstärkend zu verhalten. Diese hängen damit zusammen, dass 1) ihre Leistungen zumeist aufgrund von jüngst vergangener Performance bewertet werden; sowie 2) im Rahmen von regelgebunden Investmentmethodiken Kapitalanlagen zunehmend völlig unabhängig von Bewertungs- oder Timing-Überlegungen vorgenommen werden.
- **Staatseingriffe:** Staatliche Institutionen begünstigen durch Eingriffe in den Kapitalmarkt Finanzmarktblasen. Diese hängen entweder damit zusammen, dass 1) der Staat als Monopolanbieter von „Geld“ fungiert und in diesem Rahmen auch als Käufer von Wertpapieren auftritt; 2) der Staat als Verkäufer von Aktien und Renten die Absatzbedingen am Kapitalmarkt manipuliert; 3) Rahmenbedingungen für institutionelle Anleger schafft, die diese dazu zwingen, für private Gelder bestimmte Wertpapiere zu kaufen; oder 4) durch unterschiedliche Steuern auf verschiedene Kapitalanlagen deren Attraktivität verändert.

Rationales Herdenverhalten: der völlig vernünftige Irrsinn der Fondsmanager

Warum kaufen Anleger ganz bestimmte Wertpapiere und nicht andere? Einfache Antwort der Ökonomie: Diejenigen Titel (bzw. Portfolios) werden bevorzugt, die für eine bestimmte Risikopräferenz den maximalen Ertrag ermöglichen. Doch um dieses Prinzip in der Praxis umzusetzen, muss man als Investor die Risiken und Chancen von Wertpapieren realistisch einschätzen können.

In der Praxis bilden sich viele Anleger keine eigene Meinung zu Chancen und Risiken, sondern imitieren andere Investoren, die erfolgreich scheinen. Letztlich laufen die meisten mit; genau wie ein Rind in der Herde der Leit-Kuh hinterherläuft. Dabei lassen sie sich durch kurzfristige Gewinnaussichten oder momentanen Unsicherheiten beeindrucken, was dann oft zu langfristig falschen bzw. übermäßig riskanten Entscheidungen führt. Die realistische Einschätzung von Chancen und Risiken ist be-

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

sonders ein Problem von Privatanlegern, aber nicht nur. In Extremsituationen lassen sich auch professionelle Investoren immer wieder vom Marktsentiment anstecken und machen typische Fehler.

Allerdings war in den vergangenen Monaten kaum zu beobachten, dass professionelle Anleger in Massen von Panik oder Gier angesteckt wurden. Trotzdem liefen sie den Kursen hinterher. Ein wesentlicher Grund hierfür dürfte im sog. „rationalen Herdenverhalten“ vieler Fondsmanager liegen. Selbst wenn sie nicht auf die psychologischen Fallen des Aktienmarktes hereinfallen, so führen institutionelle Zwänge dazu, dass sie sich Herdentrends anschließen und sogar verstärken.

Professionelle Fondsmanager verwalten nicht ihr Geld, sondern handeln im Auftrag anderer. Dabei haben viele bei ihren Anlageentscheidungen vorwiegend ein Ziel: Ihren gut bezahlten Arbeitsplatz nicht zu gefährden. Kunden und Vorgesetzte honorieren es in der Regel kaum, wenn ein Vermögensverwalter langfristig eine herausragende Performance erzielt. Sie reagieren hingegen oft wütend, wenn eben diese Geldmanager kurzfristig eine relativ negative Performance haben. Auch Investmentconsultants und die Finanzpresse bewerten Fondsmanager fast ausschließlich auf der Basis der gerade zurückliegenden Performance und verstärken damit den Anpassungsdruck.

Da Finanzmärkte kurzfristig völlig unberechenbar sind, geht ein Fondsmanager ein hohes persönliches Risiko ein, wenn er sich gegen aktuelle Markttrends positioniert. Selbst wenn er langfristig recht hat und hohe Gewinne erzielt, liegt er vielleicht kurzfristig schief und wird dann wegen „Unfähigkeit“ entlassen. Wenn ein Börsentrend entsteht, ist es deshalb für die Profis rational, sich diesem anzuschließen, selbst wenn sie selbst von dessen Unsinnigkeit überzeugt sind.

Warnendes Beispiel hierfür ist Tony Dye, der in den 80er und 90er Jahren einen herausragenden Ruf als Großbritanniens führender Value-Investor hatte. Weil er aber auch während der Internetblase konsequent an seinem Investmentstil festhielt und deswegen in der Performance dem Markt hinterhinkte, verlor er viele Kundengelder. Deswegen wurde er im März 2000 von seiner Firma hinausgeworfen. Im Nachhinein erwiesen sich seine Einschätzungen zwar als genau richtig und seine alten Fonds gehörten wieder zu den Gewinnern, es nützte ihm persönlich bloß nicht.⁴

Zwangs-Investieren ohne Renditeerwartung: die Flucht vor der Entscheidungsverantwortung

Im Mai hat der sehr renommierte und seit fast 50 Jahren aktive Finanzjournalist John Plender in einem Beitrag für die Financial Times festgestellt: „Es ist sehr schwer, sich an eine Zeit zu erinnern, in der so viel Geld aufgrund anderer Erwägungen als Bewertung oder Preis angelegt wurde.“⁵ Für immer größere Anlagesummen spielen bei der konkreten Auswahl der Investments weder fundamentale noch spekulative Überlegungen eine Rolle. Sie werden stattdessen nach vorgegebenen Regeln angelegt, ohne irgendeine konkrete Renditeerwartung damit zu verbinden.

Fondsmanagern wird von Investoren und Regulatoren immer weniger zugetraut, im komplexen Umfeld der Finanzmärkte die richtigen Entscheidungen zu treffen. Deswegen bekommen sie durch enge Anlagevorschriften sehr stark vorgegeben, wie sie zu investieren haben. Doch die restriktiven Vorgaben können viel schlimmere Fehler provozieren als diejenigen, welche verhindert werden sollen.

Dies wird insbesondere bei der aktuellen Rentenmarktblase deutlich. Mir ist kein Fondsmanager bekannt, der die €-Zinsen in diesem Jahr als fundamental gerechtfertigt ansieht. Dennoch wird weiter

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

investiert. „Ich muss ja kaufen“, wird dann meist achselzuckend kommentiert. Doch warum „müssen“ sie kaufen? Der Kaufzwang ist mit einem permanenten Zufluss an Geldern begründet, bei deren Anlage die Fondsmanager sich stark an regulatorischen Vorgaben bzw. der Struktur einer Benchmark (meist ein Marktindex) orientieren müssen. Sie haben dabei i.d.R. nur geringe Freiheitsgrade, von ihrer Benchmark abzuweichen. Bei Indexfonds wird die Benchmark sogar zu 100% repliziert.

In China spielten professionelle Anleger zwar noch eine geringe Rolle, die Wertpapiere nur deswegen kaufen, weil sie in ihrer Benchmark sind. Allerdings spekulierten im Frühjahr viele Käufer darauf, dass chinesische A-Aktien bald in den MSCI-Emerging Markets-Index aufgenommen werden. Denn dann müssten globale Indexfonds ca. 400 Mrd. US\$ in China investieren, was die die chinesische Blase noch weiter stark aufpumpen würde.⁶ Die Ankündigung von MSCI im Juni, die Entscheidung aufzuschieben, führte zunächst zu einem Abzug von spekulativem Kapital, was zum Kurseinbruch danach beitrug. Allerdings dürfte sich das Spiel vor dem nächsten Aufnahmetermin wiederholen.

Diese Entwicklungen spiegeln sich vor allem in drei Kapitalmarktrends wieder:

- Die enge Orientierung vieler Anleger an Marktindizes durch Benchmarking bzw. Indexfonds.
- Die zunehmende Regulierung von Großanlegern wie Versicherungen und Pensionskassen, denen Aufsichtsbehörden ihre Vermögensstrukturierung weitgehend vorschreiben.
- Durch Sparpläne, Zuflüsse von Pensionsgeldern etc. wird immer mehr Geld regelmäßig in bestimmte Marktsegmente gepumpt; völlig unabhängig von der aktuellen Börsen-Situation.

Diese Faktoren führen dazu, dass viele Wertpapiere nicht mehr gekauft werden, weil mit ihnen eine konkrete Renditeerwartung verbunden ist, sondern weil sie einem bestimmten Marktsegment angehören. Speziell bei Indexfonds besteht die kuriose Situation, dass sie oft von Anlegern ausgewählt werden, um Entscheidungen über spezifische Einzelwerte oder Markt-Timing auszuweichen.

Allerdings sind Indizes nichts anderes als gewichtete Portfolios mit konkreten Wertpapieren zu einem bestimmten Zeitpunkt. Insofern impliziert die Auswahl eines Index immer auch Entscheidungen für einen bestimmten Anlagezeitpunkt, die darin enthaltenen Einzeltitel sowie eine Gewichtsregel (Gleichgewichtung; Gewichtung nach Marktkapitalisierung bzw. Freefloat, etc.). Die Werbung für Indexanlagen suggeriert derzeit, man könne diese kaufen, ohne sich über die Zusammensetzung des Index Gedanken zu machen. Genau dies ist aber grundfalsch: Die Aussichten für einen Index ergeben sich aus den Perspektiven der Einzelwerte. Wer dies ignoriert, handelt desorientiert.

Jeder Anleger, der glaubt, durch regelgebundene bzw. indexierte Investments schwierigen Anlage-Entscheidungen auszuweichen, belügt sich deshalb nur selbst. Wenn Selbstbelügen zum Massenphänomen wird, so ist dies die ideale Voraussetzung für Finanzmarktblasen.

Der Staat: kein neutraler Akteur an Finanzmärkten

Überlegungen zur Rolle des Staates an den Finanzmärkten sind sehr oft von idealisierten Vorstellungen geprägt: Er soll vor allem ein reibungsloses Funktionieren der Märkte ermöglichen und dabei eine relativ neutrale Rolle einnehmen; quasi die eines unabhängigen Regelsetzers und Schiedsrichters. Diese Auffassung hat sich jedoch in der Praxis als sehr naiv erwiesen. Denn Staaten (und ihre führenden Politiker) verfolgen gerade an den Finanzmärkten höchst eigene Interessen:

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

- Notenbanken versorgen Realwirtschaft und Finanzmärkte mit Geld und kontrollieren die Kaufkraft des Geldes. Theoretisch sollten sie dabei unabhängig vom übrigen Staat sein, um ihrer Aufgabe gerecht zu werden. Praktisch funktioniert dies aber nicht, weil Geldpolitik immer stärker genutzt wird, um Fiskalpolitik zu entlasten: Sei es, indem durch niedrige Zinsen die Schuldenaufnahme erleichtert wird; oder leichte Geldpolitik die Wirtschaft stimulieren soll. Speziell die Politik des „quantitative Easing“ – also Geldschaffung durch Käufe von Finanzaktiva durch die Notenbank – bringt eine staatliche Institution in die Position eines Wertpapierkäufers, der regelmäßig gewaltige Summen anlegt, ohne sich dabei um Renditeerwartungen zu kümmern. Dass dies zu Verzerrungen der Preisbildung für den gesamten Finanzmarkt führen muss, ist relativ klar.
- Der Staat definiert und überwacht die Rahmenbedingungen, unter denen Kapitalmarkt-Aktivitäten durchgeführt werden; so z. B. Mindestanforderungen für die Teilnehmer oder Verhaltensvorschriften. Insbesondere der Zwang zu bestimmten Investments geht auf Regularien zurück, die i.d.R. mit dem Aspekt der Sicherheit begründet werden: So müssen bestimmte Versicherungen vorwiegend Staatsanleihen kaufen, weil nur diese angeblich langfristig sicher sind. Banken müssen ihre Investments in Staatsanleihen nicht mit Eigenkapital unterlegen und haben nur für diese Anlage keine Kapitalkosten. Damit werden diese Institutionen aufgrund von Regularien quasi zum rationalen Herdenverhalten gezwungen bzw. stark ermutigt.
- Staaten sind als Anbieter von Wertpapieren am Kapitalmarkt sehr aktiv: bei Anleihen relativ regelmäßig; bei Aktien im Rahmen von Privatisierungen eher unregelmäßig. Bei Verstaatlichungen können Aktien privater Eigentümer aber auch beschlagnahmt bzw. entwertet werden. Dies führt zu einer Reihe von Interessenkonflikten. So wurde der Regierung in China vor einigen Monaten der Vorwurf gemacht, die Spekulationsblase bei Aktien künstlich anzuheizen, um ein günstiges Klima für den Verkauf von Beteiligungen an maroden Staatsunternehmen zu schaffen.¹ Gerade bei Anleihen ist die dauerhafte Dreifachrolle des Staates sehr problematisch: als Anbieter im Rahmen der Fiskalpolitik, als Käufer im Rahmen der Geldpolitik; sowie als entscheidender Einflussfaktor für Anlageentscheidungen von Fonds im Rahmen der Finanzmarkt-Regulierung.
- Steuern auf Kapitalerträge werden global gesehen als Quelle der Staatsfinanzierung immer wichtiger. Hierbei werden allerdings die Empfänger von Zins- und Gewinneinkünften in den einzelnen Ländern sehr unterschiedlich behandelt; was wiederum Konsequenzen für die Kapitalmärkte hat: Die USA haben sich die Rolle als führender Platz für Aktieninvestments, Venture Capital und Private Equity erworben, weil dort die steuerlichen Rahmenbedingungen für Gewinneinkünfte vergleichsweise gut sind. In Kontinental-Europa (und hier spielt Deutschland eine unrühmliche Vorreiterrolle) ist die Steuerbelastung von Gewinnen grundsätzlich relativ hoch, weshalb die aktuelle Investitionszurückhaltung eigentlich kein Wunder ist.

Geldanlage in der Investment-Welt der Superblasen

Für Anleger ergeben sich aus diesen Überlegungen keine einfachen Konsequenzen:

- Kapitalmärkte, die durch Staatsinterventionen bzw. den rationalen Herdentrieb bestimmt werden, können sehr lange fundamentalen Trends entgegenlaufen. Für kurz- bis mittelfristig orientierte Anleger werden Kurserwartungen auf der Basis von Fundamentalanalysen praktisch un-

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

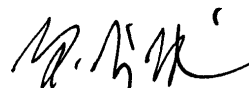
brauchbar. Selbst wenn Analysten die fundamentalen Entwicklungen von Unternehmen richtig prognostizieren, sind doch andere Faktoren für die Kursentwicklung an der Börse viel wichtiger.

- Dies bedeutet aber nicht, dass die technische Analyse von Kurstrends bessere Ergebnisse liefert. Manipulierte Markttrends können lange bekannten Mustern folgen, sich dann jedoch irgendwann als Trugbild herausstellen, wenn die Manipulation aufhört oder sich ändert. Exemplarisch hierfür sind die schlechten Anlageergebnisse vieler sog. „Trendfolgefonds“ seit der Finanzkrise, die sich auf technische Indikatoren stützen. Ihre früher bewährten Signale funktionierten im aktuellen Umfeld nur noch sporadisch; viele Fehltrades und hohe Verluste waren oftmals die Konsequenz.
- Wenn Marktmanipulationen als Bestimmungsfaktoren von Performance immer wichtiger werden, hat dies für Marktindizes die Konsequenz, dass sie als Erfolgsmaßstab bzw. als Strukturierungshilfe für Fondsmanager immer irreführender werden.
- Je stärker die Preisbildung an den Finanzmärkten durch Staatsinterventionen bzw. den rationalen Herdentrieb verzerrt werden, desto mehr nehmen zwar die langfristigen Chancen für Anleger zu, die Marktineffizienzen durch antizyklisches Handeln auszunutzen. Fondsmanager, die diese Chancen wahrnehmen wollen, müssen dann aber damit rechnen, dass sie kurz- bis mittelfristig gegenüber der Konkurrenz stark zurückfallen. Insofern werden die Mechanismen des rationalen Herdentriebs dafür sorgen, dass kaum einer dies wagt. Anleger sind darauf angewiesen, entweder selbst direkt zu investieren; oder sie müssen auf Investmentvehikel wie Warren Buffetts Berkshire Hathaway zurückgreifen, die gegenläufige Markttrends seit Jahren konsequent aussitzen.
- Anleger sind normalerweise darauf eingestellt, dass Spekulationsblasen die reale Wirtschaft schädigen, weil sie meist mit einer radikalen Marktberreinigung beendet werden. In Zukunft müssen sie jedoch ebenfalls vermehrt damit rechnen, dass – wie z. B. in Japan in den 90er Jahren – staatliche Stellen sich zur Dauerintervention entschließen, um die Anpassungskosten eines Platzens kurzfristig zu vermeiden. Dies hat aber die Konsequenz, dass dauerhaft ökonomische Fehlanreize gesetzt werden, die auch zu langfristig verzerrten Wertpapierpreisen führen.

Für den kurz- bis mittelfristigen Investmenterfolg können Finanzmarktblasen inzwischen entscheidender sein als fundamentale Trends. Denn die Kombination von staatlichen Interventionen und den Mechanismen des rationalen Herdentriebs ermöglicht eine relative Stabilität selbst riesiger Blasen über Jahre hinweg. Wie man in China im vergangenen Monat sehen konnte, kann man sich aber nicht darauf verlassen, dass die Manipulation dauerhaft funktioniert.

Wer mit seinen Anlageentscheidungen nicht Finanzmarktblasen hinterherlaufen will, sondern lieber auf fundamentalanalytisch solide Anlagen setzt, hat in diesem Umfeld viele interessante Investmentmöglichkeiten. Von diesen vom Markt vernachlässigten Anlagen kann man dann zwar kurzfristig nicht erwarten, einen Marktindex zu schlagen. Im Gegenteil, es ist sogar damit zu rechnen, dass die Anlageergebnisse zunächst schlechter sind als bei prozyklischen Investments. Erst wenn irgendwann einmal staatliche Manipulationen nichts mehr bewirken oder die rationale Herde in eine andere Richtung läuft, wird man belohnt. Man muss allerdings die Geduld haben, solange warten zu können.

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



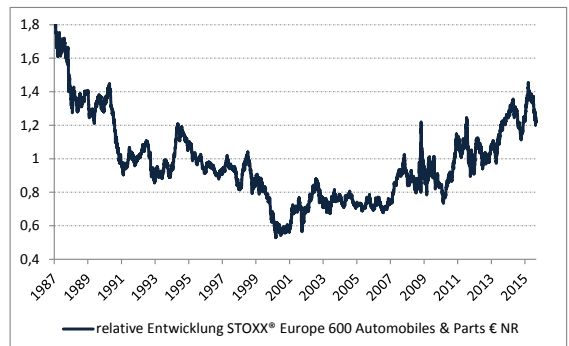
Die schwierige Zukunft der Automobilindustrie

Von Karl-Heinz Thielmann

Wenn die Internationale Automobilausstellung IAA am 17. September in Frankfurt am Main die Pforten öffnet, dürfte dies die aufregendste seit Langem werden. Denn die Branche steht vor neuen Herausforderungen: Die wachsende Bedeutung neuer Technologien sowie absehbare Veränderungen im Wettbewerbsumfeld machen bei den einzelnen Unternehmen jetzt tief greifende Weichenstellungen notwendig, die für ihr Schicksal im nächsten Jahrzehnt entscheidend sein werden.

Die vergangenen Jahre waren durch eine „Wiedergeburt“ der Aktien des europäischen Automobilsektors an der Börse gekennzeichnet. Noch in den neunziger Jahren hatte der Sektor den Ruf einer Branche im Niedergang. Überkapazitäten, Qualitätsprobleme und neue aggressive Wettbewerber wie Hyundai Motor aus Südkorea machten den etablierten Herstellern zu schaffen. Kaum einer konnte langfristig seine Kapitalkosten verdienen. Dies hatte zur Folge, dass sich die Titel dieses Sektors bis ca. 2001 deutlich schlechter entwickelten als der Gesamtmarkt (vgl. Abb. 1).

Abb.1: relative Entwicklung STOXX Europe 600 Automobile (Hersteller und Zulieferer)



Doch mit der Jahrtausendwende änderte sich das Blatt. Die von vielen Anlegern bereits abgeschriebene Branche erlebte im vergangenen Jahrzehnt in Europa eine Renaissance. Dies zeigt sich auch in der relativen Performance: Nach einer Stabilisierungsphase von 2002 bis ca. 2007 hat sich inzwischen ein relativer Aufwärtstrend zum Markt etabliert.

Allerdings konnten nicht alle Hersteller gleichermaßen davon profitieren. Die einzelnen Regionen und Produktsegmente des Welt-Automarktes entwickelten sich sehr unterschiedlich. Je nachdem, wie gut sich die einzelnen Unternehmen auf das veränderte Umfeld eingestellt hatten, war die Erfolgsbilanz sehr verschieden. Speziell die global gut aufgestellten deutschen Hersteller sowie einige Marktführer im Zuliefererbereich konnten von der Marktdifferenzierung besonders profitieren. Produzenten aus Frankreich, den USA sowie einige aus Japan hatten hingegen schwere Jahre.

Im Einzelnen kristallisierten sich vor allem folgende Trends heraus:

- Insbesondere der Niedergang der einstmaligen führenden US-Autoindustrie eröffnete Expansionspielräume für andere Anbieter: Gemessen an Stückzahlen¹ hatte im Jahr 2000 noch General Motors (8,1 Mio.) einen Anteil an der globalen Produktion von 13,9% und Ford (7,3 Mio.) einen Anteil von 12,5%. Damit waren beide mit Abstand die größten Hersteller weltweit. Fehlende Wettbewerbsfähigkeit ließ jedoch ihre Marktanteile sukzessive gegenüber europäischen und asiatischen Wettbewerbern zurückgehen. Den Konjunkturerinbruch 2009 in Folge der Finanzkrise überstand nur Ford ohne direkte Staatshilfe; General Motors und Chrysler wären ohne massive Intervention der US-Regierung vom Markt verschwunden. Bis 2014 ist der Anteil von GM auf 10,6% zurückgefallen; bei Ford hat sich der Anteil mit einem Rückgang auf 6,6% sogar fast halbiert.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

- Von den etablierten Herstellern aus Europa und Japan konnten aber nur Volkswagen, BMW und Nissan von diesem Niedergang stark profitieren; Toyota konnte den Weltmarktanteil ungefähr halten. Im Gegenzug schlossen Produzenten aus Schwellenländern in die Spitzengruppe auf. Am augenfälligsten ist dabei der Erfolg des südkoreanischen Hyundai-Konzerns, der sich inzwischen auch in den Märkten der entwickelten Länder als Anbieter etabliert hat.

Abb. 2: Die 20 nach Stückzahlen größten Autohersteller der Welt

	Verkaufte Autos 2014	Marktanteil	Verkaufte Autos 2007	Marktanteil	Wachstum anualisiert	Veränderung Marktanteil
1 TOYOTA	10.475.338	11,5%	8.534.690	11,8%	3,2%	-2,3%
2 VOLKSWAGEN	9.894.891	10,9%	6.267.891	8,7%	8,3%	25,6%
3 G.M.	9.609.326	10,6%	9.349.818	13,0%	0,4%	-18,2%
4 HYUNDAI (incl. KIA)	8.008.987	8,8%	3.987.055	5,5%	14,4%	59,8%
5 FORD	5.969.541	6,6%	6.247.506	8,7%	-0,6%	-24,0%
6 NISSAN	5.097.772	5,6%	3.431.398	4,8%	6,9%	18,2%
7 FIAT (incl. Chrysler)	4.865.758	5,4%	5.218.075	7,2%	-1,0%	-25,8%
8 HONDA	4.513.769	5,0%	3.911.814	5,4%	2,2%	-8,2%
9 SUZUKI	3.016.710	3,3%	2.596.316	3,6%	2,3%	-7,6%
10 PSA	2.917.046	3,2%	3.457.385	4,8%	-2,2%	-32,9%
11 RENAULT	2.761.969	3,0%	2.669.040	3,7%	0,5%	-17,7%
12 BMW	2.165.566	2,4%	1.541.503	2,1%	5,8%	11,8%
13 SAIC	2.087.949	2,3%	313.002	0,4%	81,0%	430,8%
14 DAIMLER AG	1.973.270	2,2%	2.096.977	2,9%	-0,8%	-25,1%
15 CHANGAN	1.447.017	1,6%	543.787	0,8%	23,7%	111,7%
16 MAZDA	1.328.426	1,5%	1.286.730	1,8%	0,5%	-17,9%
17 DONGFENG MOTOR	1.301.695	1,4%	437.035	0,6%	28,3%	137,0%
18 MITSUBISHI	1.262.342	1,4%	1.411.975	2,0%	-1,5%	-28,9%
19 BAIC	1.115.847	1,2%	454.272	0,6%	20,8%	95,4%
20 TATA	945.113	1,0%	588.158	0,8%	8,7%	27,9%

Quelle: OICA (Organisation Internationale des Constructeurs d'Automobiles)

- Der Managementstil bei erfolgreichen Automobilbauern differenzierte sich sehr deutlich von den weniger erfolgreichen Konkurrenten: Sie rückten von einem aggressiven Preiswettbewerb und Kostendrücken ab und stellten das Marken- und Qualitätsmanagement in den Vordergrund. Dies wiederum eröffnete das Potenzial für hohe Margen und Kapitalrenditen.
- Die Schwellenländer – insbesondere China – erwiesen sich als attraktive Wachstumsmärkte. Insbesondere das Premium-Segment profitierte stark von der Entwicklung kaufkräftiger Führungseliten, die sich ein ausländisches Nobelauto als Statussymbol zulegen wollten. Speziell in China ging der Boom auch 2013 und 2014 ungebremst weiter, während sich in den übrigen BRIC-Staaten Brasilien, Russland und Indien die Nachfrage in diesen Jahren abschwächte (vgl. Abb. 3 auf der nächsten Seite). 2014 wurden 26,9% aller Autos in China verkauft (zum Vergleich 2005 8,7%), womit das Land inzwischen der mit Abstand der größte Fahrzeugmarkt der Welt ist. 78% des Wachstums auf dem Weltautomobilmarkt seit 2005 ist alleine auf China zurückzuführen, weshalb

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

das Land nicht nur von der Größenordnung her, sondern auch von der Dynamik für das Wohlergehen des Sektors entscheidend geworden ist.

- Aus Abb. 3 ist ebenfalls ersichtlich, dass die Automobilzyklen in einzelnen Regionen sehr asynchron verlaufen. Während die globale Nachfrage insgesamt – abgesehen vom Finanzkrisenjahr 2009 – relativ gleichmäßig zugelegt hat, waren die Entwicklungen in einzelnen Märkten sehr unterschiedlich. Eine ausgewogene globale Präsenz hat sich als wichtiger Faktor erwiesen, um regionale Schwankungen auszugleichen.
- Viele Automobilbauer entwickelten ihr Finanzierungsgeschäft zu einem lukrativen Geschäftsfeld: Finanzdienstleistungen rund ums Auto sind inzwischen für jeden bedeutenden Hersteller über ein Instrument der Absatzförderung hinausgewachsen und zur wichtigen Ertragsquelle geworden. Allerdings haben auch weitgehend unbeachtet von der Öffentlichkeit die Risikopositionen aus dem Finanzierungsgeschäft deutlich zugenommen.
- Erfolgreiche Zulieferer emanzipierten sich von ihrer Rolle als Lieferant möglichst billiger Bauteile und mauserten sich immer mehr zu Anbietern von Technologiekomponenten. Damit stieg auch ihr Anteil an der Wertschöpfung – und damit verbunden ihre Profitabilität.

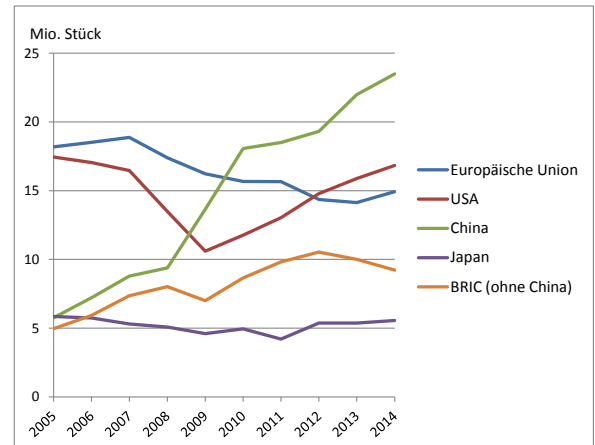
Inzwischen ist der Aufwärtstrend jedoch in die Jahre gekommen. Der chinesische Markt zeigt nach den langen Boomjahren deutliche Anzeichen für eine Abschwächung. Dies ist gerade für die Anbieter, die dort bisher sehr stark waren, ein Anlass für Besorgnis. Gerade wenn über großzügige Finanzierungen Kreditrisiken eingegangen wurden, können diese in den kommenden Jahren zu bösen Überraschungen führen.

Weiterhin lassen die absehbare Marktreife vieler neuer Technologien und neue Konkurrenten erwarten, dass sich die Wettbewerbsbedingungen erneut grundlegend wandeln. Die Dynamik der Veränderungen am Automobilmarkt wird sich in den nächsten Jahren noch einmal beschleunigen. Volkswagen-Chef Winterkorn sagte deswegen auf der Entwicklerkonferenz „Change“ seines Konzerns vor wenigen Wochen: „Die eigentliche, die große Bewährungsprobe steht uns noch bevor.“²

Wie sich die zu erwartenden Veränderungen im Endeffekt auswirken, ist derzeit noch nicht abzusehen. Es lassen sich derzeit allerdings schon 11 grundlegende Entwicklungen identifizieren, welche die Zukunft der Automobilindustrie bestimmen werden. Entscheidend für die Zukunft der Produzenten wird sein, wie gut sie sich an diese Trends anpassen können. Diese sind im Einzelnen:

- Das Auto wird zunehmend Technologieplattform in einer durch das mobile Internet vernetzten Umwelt.
- Technologiefirmen und Autoproduzenten aus Schwellenländern kommen als neue Wettbewerber hinzu.

Abb. 3: Automobilabsatz in Stückzahlen nach Regionen 2005-2014



Quelle: OICA (Organisation Internationale des Constructeurs d'Automobiles)

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

- Die Märkte der Schwellenländer verändern sich zuungunsten etablierter Hersteller aus Europa, USA und Japan.
- Der Massenmarkt in entwickelten Ländern wird strukturell schrumpfen.
- Die Positionierung eines Autos als Lifestyle-Produkt und die Zuverlässigkeit werden von entscheidender Bedeutung für die Profitabilität von Automobilfirmen bleiben.
- Das Premium-Segment wird immer umkämpfter.
- Der Verbrennungsmotor wird zunehmend durch andere Antriebsformen ersetzt (Elektromotor bzw. Brennstoffzelle) bzw. ergänzt (Hybridantrieb).
- Assistenzsysteme übernehmen immer mehr Aufgaben des Fahrers. In letzter Konsequenz führt dies zur vollständigen automatischen Kontrolle über das Auto (autonome Fahrzeuge).
- Autohersteller werden zunehmend Dienstleistungen um das Auto anbieten, z. B. Mobilitätskonzepte wie das Carsharing. Ob dies die Rentabilität erhöht, ist jedoch sehr zweifelhaft.
- Das Finanzierungsgeschäft wird für viele Automobilbauer als Ertragsquelle sehr wichtig bleiben. Damit werden aber viele Hersteller zunehmend auch zu Schattenbanken. Ihre operativen Risiken werden damit immer intransparenter.
- Die Rolle der Zulieferindustrie ändert sich vom Teilelieferanten zum Outsourcing-Partner. Damit verschiebt sich der Anteil an der Wertschöpfung wieder zugunsten der Zulieferer.

1) Das Auto wird zur mobil vernetzten Technologieplattform

Das mobile Internet durchdringt seit einigen Jahren unser Leben in einer vorher kaum vorstellbaren Weise. Dies verändert auch die technischen Möglichkeiten des Automobils und die Anforderungen von Kunden. Das Fahrzeug tauscht während der Fahrt immer mehr Daten mit externen Dienstleistern oder Behörden aus. Daten über das Auto oder das Fahrverhalten werden gesendet und erlauben zum einen Versicherungen und der Verkehrskontrolle Aufschluss über das regelkonforme Verhalten eines Fahrers. Andererseits können bei Pannen oder Unfällen schnell Hilfsmaßnahmen eingeleitet bzw. schon online durchgeführt werden. Fahrer können online auf Dienstleistungen zurückgreifen, die das Fahren erleichtern; z. B. sich aktuell freie Parkplätze in einer Stadt anzeigen lassen. Passagiere können im Wagen auf das ganze Spektrum des mobilen Internetangebots zurückgreifen. Speziell in Asien hat sich die mobile Vernetzung eines Automobils als eines der Hauptkaufargumente bei Premium-Fahrzeugen entwickelt.

Nachteil dieser Entwicklung ist, dass die zunehmende Vernetzung der Automobile eine Sicherheitslücke für Hacker eröffnet. Automobilhersteller haben sich bisher sehr schwer getan, dieses ihnen im Grunde wesensfremde Problem richtig ernst zunehmen. Kritiker wie z. B. Andy Davis von der Internet-Sicherheitsfirma NCC werfen ihnen vor, relativ gedankenlos ein digitales Feature nach dem anderen in die Fahrzeuge einzubauen, ohne deren Interkonnektivität richtig zu begreifen.³

Dennoch zeigen immer mehr Beispiele, dass sogenannte „Weiß-Hut-Hacker“, die keine böartigen Absichten verfolgen und sich auf das Aufspüren von Sicherheitsproblemen spezialisiert haben, relativ einfach in die Bordelektronik eines Autos eindringen und dieses extern manipulieren können. Spe-

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

ziell Digitalradios haben sich als Einfallstor für Angreifer erwiesen, die sogar hiermit die Steuerung übernehmen oder Bremsen manipulieren konnten.

2) Neue Wettbewerber verschärfen die Konkurrenz

Die vergangenen 50 Jahre waren in der Automobilindustrie von einem gewaltigen Konsolidierungsprozess geprägt. Viele traditionelle Hersteller aus den Anfangsjahren der Branche sind entweder ganz verschwunden (wie z. B. Rover) bzw. in Konzerne wie Volkswagen (wie z. B. Porsche oder SEAT) integriert. Im Rahmen eines Verdrängungswettbewerbs haben sich die großen Produzenten aus Europa, USA und Japan am Weltmarkt gegenseitig Marktanteile angenommen. Speziell nach der Finanzkrise konnten sich nur wenige Anbieter wie Volkswagen, BMW, Toyota und Nissan behaupten.

Einzig gewichtiger Newcomer war Hyundai Motor aus Südkorea. 1968 fing das Unternehmen an, Ford-Fahrzeuge für den heimischen Markt in Lizenz zu bauen. Mithilfe eines britischen Ingenieurteams wurde mit dem „Pony“ das erste eigene Auto entwickelt und 1975 auf den Markt gebracht. In den 80er Jahren wurde mit Exporten nach Kanada und in die USA begonnen, wo die Wagen als Billiganbieter bei einer preisbewussten Kundschaft schnell Marktanteile gewinnen konnten. Ende der 90er Jahre verschob sich der Managementfokus hin zum Qualitätsmanagement, um in höhermargige Marktsegmente vordringen zu können. Dies gelang auch, 2014 war der Hyundai-Konzern mit 8 Mio. abgesetzten Automobilen weltweit auf Platz 4 der Absatzstatistik vorgerückt.

Hyundai Motor ist inzwischen zum Rollenmodell für eine ganze Reihe von Automobilfirmen aus Schwellenländern geworden. Die Entwicklungsschritte⁴ – 1) Lizenzproduktion; 2) einfache eigene Modelle für das Massengeschäft mithilfe externer Experten; 3) Wachstum durch Exporte im Niedrigpreissegment; 4) Vordringen in margenstarke Bereiche nach Qualitätsverbesserungen – sind die Blaupause speziell für die Strategie chinesische Autohersteller geworden.

In Europa noch unbekannte Unternehmen wie SAIC, Dongfeng, Changan oder BAIC haben in den vergangenen Jahren als Joint-Venture-Partner internationaler Konzerne wertvolle Erfahrungen gesammelt. Jetzt beginnen sie, mit eigenen Modellen den Massenmarkt von unten aufzurollen. Bisher sind sie damit noch nicht besonders erfolgreich, aber sie sammeln derzeit wertvolle Erfahrungen. In einigen Jahren werden einige damit auch international wettbewerbsfähig sein und zumindest im Massengeschäft den etablierten Anbietern das Leben schwer machen.

Einen anderen Weg hat Tata Motors aus Indien beschritten: den Kauf und die Wiederbelebung einer heruntergewirtschafteten europäischen Traditionsmarke: 2008 wurde Jaguar Land Rover erworben. Ein Führungsteam, das vor allem aus ehemaligen BMW-Managern unter Leitung von Ralf Speth besteht, hat die Firma saniert und nach dem Erfolgsrezept deutscher Premium-Hersteller neu ausgerichtet. Innerhalb weniger Jahre ist damit ein ernst zunehmender Wettbewerber für Daimler, BMW und Audi entstanden. Tata Motors hat damit etwas geschafft, was japanische Anbieter jahrzehntelang erfolglos versucht haben: Deutschen Anbietern im Premium-Segment Paroli zu bieten.⁵

Doch nicht nur Anbieter aus Schwellenländern werden den Platzhirschen der Autoindustrie in den nächsten Jahren zu schaffen machen. Kapitalstarke Technologiefirmen wie Apple oder Google und Newcomer wie Tesla haben den Automobilbau als Expansionsfeld entdeckt. Sie gehen Fahrzeuge

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

anders an als die traditionellen Hersteller: Nicht als Fortbewegungsmittel, das Technologie benutzt; sondern als neue Technologie, die sich in Bewegung befindet. Während bei Apple bisher wenig über die konkreten Pläne bekannt ist, testet Google schon seit einiger Zeit selbstfahrende Automobile.⁶

Diese unterschiedliche Vorgehensweise bei der Konstruktion eines Autos, dieses nicht mehr als Fahrzeug, das einen Computer nutzt, sondern als einen Computer auf Rädern anzusehen, zeigt sich z. B. auch daran, wie die unterschiedlichen Wettbewerber bei der Einführung selbstfahrender Autos vorgehen: Während sich etablierte Autoproduzenten über die schrittweise Einführung von Assistenzsystemen in die neue Technologie vortasten; dürfte Google sein Angebot direkt mit einem völlig autonom fahrenden Automobil (ohne Lenkrad, Brems- und Gaspedale) starten, das keine hohen Geschwindigkeiten fahren kann. Es erscheint denkbar, dass Google damit vor allem eine urban orientierte sowie bisher wenig an einem eigenen Auto interessierte Kundschaft anspricht und damit eher den Markt erweitert als etablierte Anbieter verdrängt.

3) China ist kein El Dorado mehr

Das gesamte Wachstum im globalen Automobilabsatz der vergangenen 10 Jahre beruht im Wesentlichen auf einem Nachfrageanstieg in den Schwellenländern. Insbesondere wichtig war hierbei China. Das Land entwickelte sich von einem praktisch nicht existierenden Markt vor 25 Jahren zum inzwischen größten Automarkt der Welt. Im Jahr 2009 überholte der Autoabsatz in China das erste Mal den in den USA. Mehr als ein Viertel der globalen Produktion werden hier inzwischen verkauft. Der Markt ist inzwischen ca. dreimal so groß wie diejenigen der übrigen BRIC-Staaten Brasilien, Indien und Russland zusammengenommen.

Aber nicht nur beim Umsatz, sondern auch für die Profitabilität der Autoindustrie hat China eine entscheidende Bedeutung bekommen. Weit überdurchschnittliche Absatzpreise haben es Premium-Anbietern wie BMW ermöglicht, die Umsatzrendite auf über 10% im Gesamtkonzern zu steigern; vermutlich hingen in 2014 mehr als 50% der Gewinne von China ab. Für Massenanbieter wie GM ist das Land sogar überlebenswichtig. In 2013 wurde z. B. bei einem Umsatzanteil von 35% praktisch der gesamte Jahresgewinn des US-Konzerns in China erwirtschaftet.⁷

Im ersten Halbjahr 2015 hat sich die Situation jedoch deutlich verschlechtert. Zum einen hat sich das Nachfrage-Wachstum deutlich abgeschwächt. Zum anderen gehen chinesische Wettbewerbsbehörden inzwischen gegen überhöhte Preise vor. Mercedes, Audi und Chrysler wurden mit Millionenstrafen belegt; BMW, Jaguar Land Rover und Lexus senkten „freiwillig“ ihre Preise deutlich. Einige Anbieter mussten ihrem Händlernetz mit Unterstützungszahlungen finanziell unter die Arme greifen.

Der Wettbewerbsdruck hat sich auch deshalb verschärft, weil die Produktionskapazitäten noch stärker gewachsen sind als die Nachfrage. Die Kapazitätsauslastung in chinesischen Autofabriken dürfte von ca. 95% in 2010 im ersten Halbjahr 2015 auf deutlich unter 70% gefallen sein. Als Faustregel wird gemeinhin angenommen, dass eine Produktionsstätte ca. 75% Auslastung benötigt, um profitabel arbeiten zu können. Hiervon sind viele Werke in China weit entfernt.⁸

Langfristig dürfte der chinesische Automobilmarkt aufgrund der nach wie vor geringen Marktsättigung außerhalb von Metropolregionen wie Schanghai zwar ein Wachstumsmarkt bleiben. Kurzfristig

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

steht jedoch ein zyklischer Abschwung bevor, der insbesondere die westlichen Premium-Hersteller hart treffen kann. Bei einem Wiederaufschwung muss angesichts der bestehenden Überkapazitäten befürchtet werden, dass sich zwar die Volumina, aber nicht die Margen erholen. Insofern werden die „goldenen Zeiten“ hochprofitablen und starken Wachstums für ausländische Anbieter in China auf jeden Fall vorbei sein.

Zwar werden sie auch weiterhin auf absehbare Zeit noch das Premium-Segment dominieren. Allerdings wird sich das Wachstum abflachen und der Wettbewerb verschärfen – was niedrigere Renditen zur Folge hat. Im Massengeschäft dürften die nicht-chinesischen Produzenten der inländischen Billig-Konkurrenz langfristig wenig entgegensetzen haben. Chinesische Anbieter haben zwar aufgrund ihrer Rückständigkeit und Verarbeitungsmängel bisher einen weitgehend schlechten Ruf und sind bei ihren Landsleuten unbeliebt. Dennoch gelang es ihnen, im schwierigen ersten Quartal 2015 wieder den Marktanteil um 4% auf 42% auszubauen. Dies lang nicht zuletzt an speziell für den Heimatmarkt neu entwickelten Mini-Geländewagen, die sich sehr gut verkauften.

Von entscheidender Bedeutung für die zukünftige Positionierung in China wird auch die Fähigkeit sein, ein attraktives Elektroauto anzubieten. Die chinesische Regierung hat im Rahmen ihres Kampfes gegen die Luftverschmutzung beschlossen, diese Technologie in Zukunft aggressiv voranzutreiben und will in 5 Jahren mit geplant 5 Millionen Fahrzeugen der größte Markt für Elektrofahrzeuge sein. Dabei wird allerdings ein eigenes Lade-System aufgebaut, das für importierte Autos – wie z. B. von Tesla – nicht ohne Weiteres kompatibel ist. Allerdings könnte sich dies zum Vorteil für ausländische Anbieter entwickeln, sofern sie den richtigen Kooperationspartner haben wie z. B. Daimler mit BYD oder Nissan mit Dongfeng.⁹

4) Der Massenmarkt in entwickelten Ländern wird strukturell schrumpfen

Während es in den Schwellenländern im abgelaufenen Jahrzehnt einen Autoboom gab, stagnierte die Nachfrage in Japan und Nordamerika; in Europa ging sie deutlich zurück. Hierfür waren nur teilweise zyklische Faktoren verantwortlich, die mit dem Wirtschaftseinbruch nach der Finanzkrise zusammenhängen. In den entwickelten Ländern sind strukturelle Veränderungen erkennbar, die auch in Zukunft weiter Bestand haben werden und die Nachfrage nach Neuwagen nachhaltig belasten:¹⁰

- Die Bedeutung des Automobils als generelles Statussymbol nimmt ab. Speziell der Besitz eines eigenen Autos wird von vielen jüngeren Leuten nicht mehr als notwendig angesehen. Dies hängt sehr stark mit einer zunehmenden Urbanisierung zusammen. Stadtbewohner empfinden ein eigenes Auto und die damit verbundenen Kosten zunehmend als Belastung. Zudem stehen ihnen inzwischen vielfältige Mobilitätsangebote vom öffentlichen Nahverkehr bis zum Carsharing zur Verfügung, die flexible Alternativen zum eigenen Auto eröffnen.
- Im Gegenzug werden Automarken und -modelle zunehmend als Ausdruck eines bestimmten Lifestyles wahrgenommen. Käufer, die sich mit diesen Lifestyles identifizieren, sind oft bereit, für ihren Wagen deutlich mehr auszugeben als ein Durchschnittskäufer, was erhöhte Margen ermöglicht. Insbesondere das Segment der Geländewagen hat in den vergangenen Jahren hiervon profitiert; aber auch Segmente für verbrauchsarme Ökoautos; Fahrzeuge für Familien oder für Yuppies

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

sind entstanden. Die richtige emotionale Ansprache der jeweiligen Zielgruppe hat sich dabei als entscheidend für den Absatzerfolg erwiesen.

- Verbesserte Haltbarkeit und eine gestiegene Bedeutung des Qualitätswettbewerbs haben dazu geführt, dass Automobile inzwischen immer länger genutzt werden. Nach Angaben des Kraftfahrtbundesamtes war beispielsweise in Deutschland im Jahr 2000 ein Auto im Bestand durchschnittlich rund sieben Jahre alt. Dieser Wert nahm bis Anfang 2015 auf neun Jahre zu und erreichte damit einen neuen Rekord.¹¹ Somit sinkt auch der Ersatzbedarf für neue Fahrzeuge.

In den entwickelten Märkten Nordamerikas, Europas und Japans ist deshalb ein Verdrängungswettbewerb zu erwarten. Für die heute schon schwachen Hersteller wie GM, Fiat, Peugeot, Honda oder Mazda besteht nicht nur die Gefahr, dass sie dauerhaft ihre Kapitalkosten nicht verdienen können. Langfristig sind sie in ihrer Existenz gefährdet, was z. B. Fiat-Chef Sergio Marchionne erkannt hat und deswegen derzeit relativ offen nach möglichen Fusionspartnern sucht.¹²

5) Die Positionierung eines Autos als Lifestyle-Produkt und die Zuverlässigkeit werden von entscheidender Bedeutung für die Profitabilität von Automobilfirmen bleiben

Die 90er Jahre waren durch einen ruinösen Preiskampf zwischen Autoherstellern gekennzeichnet, die wiederum versuchten, ihre geringeren Absatzpreise durch radikale Kostensenkungen aufzufangen. Dies wiederum ging zulasten der Produktqualität. Am Anfang des 21. Jahrhunderts setzte zumindest bei einigen Anbietern ein Umdenken ein. Sie erkannten, dass Konsumenten nur bei guter Qualität bereit sind, einen Preis zu zahlen, der es ermöglicht, profitabel zu arbeiten. Zwei Aspekte der Qualität erwiesen sich dabei als besonders wichtig. 1) die technische Qualität i.S. von Leistungsfähigkeit und Zuverlässigkeit; sowie 2) die emotionale Qualität i.S., dass der Besitzer mit der Marke seines Autos positive Emotionen verbindet.

Der Fokus auf Zuverlässigkeit hat speziell bei deutschen Premium-Herstellern wie BMW, Daimler Audi sowie insbesondere Porsche in den vergangenen Jahren zu ihren jüngsten Absatzerfolgen beigetragen. Bedeutsam war die Produktqualität aber insbesondere für den großen Gewinner im Massenmarkt der vergangenen Jahre, den südkoreanischen Hersteller Hyundai. Gemeinsam mit seiner Submarke KIA setzte das Unternehmen auf überdurchschnittliche Zuverlässigkeit und konnte innerhalb relativ kurzer Zeit das Image eines Ramschanbieters abstreifen.¹³

Anbieter langlebiger Konsumgüter – wie Autos – haben ein grundsätzliches Problem: Je zuverlässiger ein Produkt, desto zufriedener sind zwar die Kunden, desto seltener kommt es aber auch zu Wiederholungskäufen. Insofern ist es für sie wichtig, das Argument der Zuverlässigkeit vor allem für die Neu-Kundengewinnung zu nutzen. Dies geschieht am besten, indem es Bestandteil der Markenidentität wird. Die deutschen Hersteller haben aus den Fehlern der 90er Jahre gelernt und dies weitgehend geschafft, wie übrigens auch Hyundai und Toyota.

Für den kommerziellen Erfolg eines Automobils wird immer wichtiger, inwieweit es und seine Marke von seinen Fahrern als Repräsentant eines bestimmten Lifestyles und weniger als Träger von Sozialstatus im Allgemeinen wahrgenommen wird. Hierbei haben sich vor allem 6 Kategorien herauskristallisiert, in denen sich überdurchschnittliche Margen erwirtschaften lassen: Luxus & Premium für

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Statusbewusste; allradgetriebene Geländewagen; sportiv & Macho für klassische Sportwagen; technisch hochwertige Kleinwagen für junge Gutverdiener (Yuppies); Familienautos; Energiesparwagen für umweltbewusste Fahrer. Insbesondere die Nachfrage nach Geländewagen steigt weltweit immer weiter an und hat sich unter diesen Trends als der bisher dominanteste erwiesen.

In Hinblick auf die zielgruppengerechte Ansprache bestimmter Lifestyles hat sich bisher die Multi-Markenstrategie von Volkswagen besonders bewährt. Aber auch speziell BMW hat sich bei den gehobenen Lifestyles hervorragend positioniert. Toyota hingegen spricht sehr stark Geländewagenkäufer, Familien und Umweltbewusste an.

Insgesamt kann festgehalten werden, dass sich in der Vergleichsgruppe der großen internationalen Autokonzerne die deutschen Anbieter sowie Toyota und Hyundai deutlich von ihren Wettbewerbern abgesetzt haben. Ob die bisherigen Verlierer dies wieder aufholen können, muss bezweifelt werden. Viel eher ist anzunehmen, dass sich die Sieger der vergangenen Jahre im Qualitätswettbewerb auch in den nächsten Jahren besser als die Konkurrenten schlagen werden.

6) Innerhalb der verschiedenen Lifestyle-Märkte wird das Premium-Segment immer umkämpfter

Das Premium-Segment war in den vergangenen Jahren von deutschen Herstellern dominiert. Insbesondere BMW schaffte es, durch gezieltes Markenmanagement die Emotionen seiner Zielgruppen besser anzusprechen als bei den meisten anderen Konkurrenten. Diese Stärke führte ebenfalls zu einer weit überdurchschnittlichen Profitabilität. In den vergangenen Jahren konnte allerdings Audi – sowohl was die Absatzerfolge wie auch die Profitabilität angeht – aufschließen. Daimler hinkt trotz jüngster Absatz-Erfolge mit der margenstarken S-Klasse noch etwas hinterher.

Dennoch dominierten die drei deutschen Autokonzerne mit ihren Premium-Marken bisher das gehobene Segment. Toyotas Tochterunternehmen Lexus kann zwar technisch mithalten, spricht aber die gerade in diesem Segment bedeutsame Emotionalität weniger gut an. Allerdings schlägt sich Lexus viel besser als die Premium-Marken der US-Hersteller Cadillac (GM) und Lincoln (Ford), bei denen sich exemplarisch der Niedergang der US-Autoindustrie widerspiegelt. Verarbeitungsmängel und unattraktives Design haben den Ruf dieser einstmals renommierten Premium-Marken dermaßen ruiniert, dass sie derzeit trotz wieder verbesserter Modelle von den Kunden gemieden werden.

Entscheidend für den Erfolg deutscher Anbieter war auch, dass es ihnen gelang, den Premium-Gedanken auf Segmente wie Kleinwagen und Geländewagen auszudehnen. BMW versucht sich mit seinen neuen Modellen derzeit am Premium-Familienvan. Allerdings werden hier inzwischen die Grenzen der permanenten Ausdehnung des Premium-Konzepts sichtbar: Wenn irgendwann alles einmal Premium sein kann, dann verkommt der Begriff zu einer reinen Marketing-Worthülse. Wenn die Kunden dies realisieren, könnte es mit ihrer Bereitschaft, Premium-Preise zu zahlen, vorbei sein.

Gefährlich könnte für die bisherigen Platzhirsche des Premium-Segments auch werden, dass es mit Jaguar Land Rover jetzt erstmals ein Anbieter geschafft hat, die Erfolgsrezepte erfolgreich zu kopieren.⁵ Dies steht im Gegensatz zu Firmen wie Toyota, GM oder Hyundai, die im Premium-Segment seit Jahren trotz teilweise großer Bemühungen nicht richtig vorankommen. Dies dürfte daran liegen, weil sie die Bedeutung der Emotionalität in diesem Segment unterschätzen: Ihre Angebote erscheinen im

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Grunde als aufwendig ausgestattete Massenware, was für ein echtes Premium-Angebot zu wenig ist. Tata Motors hingegen konnte seine Traditions-Marken Jaguar und Land Rover innerhalb weniger Jahre wieder international für Premium-Kunden emotional ansprechend erfolgreich positionieren.

Unruhe im Premium-Segment kann der zu erwartende Markteintritt von Apple bringen. Wie kein anderer Konsumgüterkonzern hat es der US-Technologieriese verstanden, einerseits Massenprodukte herzustellen, diese andererseits durch Hochwertigkeit und richtige emotionale Ansprache der Kunden als hochprofitable Premiumprodukte zu verkaufen. Zwar ist über die konkreten Pläne von Apple noch wenig bekannt, allerdings dürfte die Hauptzielgruppe Kunden mit hohem Markenbewusstsein sein, die auch für Daimler, BMW und Audi sehr relevant sind.

7) Der Verbrennungsmotor wird zunehmend durch andere Antriebsformen ersetzt (Elektromotor bzw. Brennstoffzelle) bzw. ergänzt (Hybridantrieb).

Seit den Anfangstagen des Automobils konkurrieren Batterieantrieb und Verbrennungsmotor miteinander um den Rang der bevorzugten Antriebstechnologie.¹⁴ Trotz anfangs schlechterer Leistungen setzte sich relativ zügig der Verbrennungsmotor durch. Dies hatte vor allem drei Ursachen: Zum einen fehlte es sehr lange an einer leistungsfähigen Speichertechnik für Energie, sodass die Reichweite von Elektroautos vergleichsweise gering blieb. Weiterhin dauerte es damals wie heute vergleichsweise sehr lange, ein Elektroauto mit Strom zu „betanken“. Zum anderen gelang mit dem zügigen Aufbau eines Netzwerks mit Benzintankstellen die Schaffung einer notwendigen Infrastruktur.

Seit einigen Jahren hat jedoch das Interesse an der Elektromobilität wieder zugenommen. Dies hat einerseits damit zu tun, dass inzwischen immer leistungsfähigere Speichertechnologien entwickelt werden, die erwarten lassen, dass der Leistungsrückstand zu Verbrennungsmotoren bald auf ein erträgliches Maß reduziert wird. Heute marktübliche Elektrofahrzeuge haben mit einer Ladung eine Reichweite von 150-200 Kilometer (bei Tesla ist sie etwas höher), die für Fernreisen aber noch zu gering ist. Sie sprechen daher bisher vor allem ausgesprochene Stadtbewohner an. Audi hat allerdings vor wenigen Tagen den R8 e-tron für 2016 angekündigt.¹⁵ Dieser Sportwagen wird vollständig mit einem Batterieantrieb ausgestattet und hat eine Reichweite von 450 Kilometern. Für die langen Ladezeiten (80 Minuten mit Schnellladesystem) ist bisher noch keine befriedigende Lösung absehbar.

Die Beliebtheit des Elektroantriebs hängt aber vor allem von der Förderung durch die Politik ab. Elektrotechnik gilt als „grün“, weil sie zu keinem direkten CO₂-Ausstoß führt, wobei der tatsächliche Umwelteffekt letztlich davon abhängt, mit welchen Kraftwerken der Strom für das Elektroauto erzeugt wird. In Ländern wie Norwegen, wo die Anschaffung steuerlich gefördert wird und eine Infrastruktur mit Elektrotankstellen konsequent aufgebaut wurde, beträgt der Anteil bei den Neuzulassungen (incl. Plug-in Hybrid) bereits ca. 33%.¹⁶ In Deutschland hingegen gibt es aller Lippenbekenntnisse der Politik zum Trotz weder genügend Aufladestellen noch ausreichende steuerliche Förderungen.

Insbesondere das fehlende Netzwerk aus Ladestellen wird auf absehbare Zeit der Engpass für die Elektromobilität in den meisten Ländern sein. Hier prescht ausgerechnet China vor. Das Land baut derzeit in den Regionen für die Autobahnen zwischen Schanghai und Peking ein Netzwerk auf, welches zwischen einen Maximalabstand zwischen den Ladestationen von 25 Kilometern hat. Ohne ähn-

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

liche Initiativen werden die großen Automärkte Europas und Amerikas bei der Popularisierung des Elektroantriebs schnell ins Hintertreffen geraten.

Hauptproblem in der Praxis werden allerdings die sehr langen Ladezeiten für Elektroautos bleiben. Üblich sind mehrere Stunden; selbst mit teurer Schnellladetechnik benötigt die vollständige Ladung eines Akkus auch heute mehr als eine Stunde. Für Langstreckenfahrten bleiben Elektroautos deswegen auf absehbare Zeit unattraktiv.

1997 brachte Toyota mit dem Prius das erste Serienfahrzeug mit Hybridantrieb auf den Markt. Diese Mischung aus Elektro- und Verbrennungsmotor hat in sich den vergangenen Jahren als Alternative zur herkömmlichen Antriebstechnik etabliert, ohne diese jedoch verdrängen zu können. Hersteller bauen diese Technologie inzwischen gerne in verbrauchsintensive Luxusfahrzeuge bzw. Geländewagen ein; wohl auch, um ihre CO₂-Bilanz aufzubessern. Hierbei wird zunehmend auf sog. „Plug-in-Hybride“ zurückgegriffen, die eine Aufladung des Batterieteils an Steckdosen bzw. Ladestationen ermöglichen, ohne allerdings von ihnen abhängig zu sein.

Ein interessanter Nebenaspekt der Hybrid-Technologie ist, dass viele der heutigen Hybrid-Antriebe von Zulieferern kommen und nicht mehr von den Herstellern. Motorenbau als Kernkompetenz von Autokonzernen verliert mit der Umstellung auf alternative Antriebstechniken an Bedeutung.

2015 gelang Toyota mit der Markteinführung des Brennstoffzellenautos Mirai eine weitere Pioniertat. Allerdings ist der Preis mit ca. 80.000€ noch sehr hoch¹⁷, zudem fehlt es an einem nennenswerten Netzwerk an Wasserstofftankstellen (in Deutschland z. B. sollen es bis Ende 2015 nur 50 sein)¹⁸. Nichtsdestotrotz hat der japanische Konzern seinen Ruf damit gefestigt, innovative Technologien nicht nur entwickeln, sondern diese auch in marktreife Produkte umsetzen zu können.

Insgesamt erscheint klar, dass der Verbrennungsmotor als alleinige Antriebstechnik zwar zurückgedrängt wird, jedoch nur sehr langsam. Engpass ist weniger die fehlende Leistungsfähigkeit alternativer Antriebe (hier ist der Fortschritt aktuell sehr schnell), als deren Kosten, Handhabbarkeit und die mangelnde Infrastruktur. Welche Technologie sich am Ende durchsetzt, ist noch völlig offen. Der politisch vielfach präferierte Elektroantrieb hat trotz aller Verbesserungen gegenüber Benzinmotor und Brennstoffzelle einen nicht zu unterschätzenden Nachteil, der die Flexibilität sehr einschränkt: die nach wie vor sehr langen Ladezeiten. Insofern ist gut denkbar, dass der Plug-in-Hybrid als pragmatische Kompromisstechnologie, welche die Vorteile von Verbrennungsmotor und Batterieantrieb verbindet, kurzfristig die besten Aussichten hat. Es kann auch gut sein, dass sich der Schachzug von Toyota, nicht wie alle anderen Hersteller die Elektromobilität zu forcieren, sondern lieber neben der Hybrid-Technik auf die Brennstoffzelle zu setzen, in einigen Jahren als weitblickend herausstellt. Denn der politisch bedingte Fokus vieler Hersteller auf eine noch relativ unflexible Elektromobilität kann sich durchaus als Sackgasse in der Entwicklung herausstellen.

8) Assistenzsysteme übernehmen immer mehr Aufgaben des Fahrers. In letzter Konsequenz führt dies zur vollständigen Übernahme der Kontrolle über das Auto (autonome Fahrzeuge).

Die zunehmende Vernetzung des Automobils sowie die Entwicklung von immer leistungsfähigeren Sensoren ermöglichen es, dass immer mehr Aufgaben des Fahrers von Assistenzsystemen über-

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

nommen werden. Selbst einparkende Autos sind heutzutage schon an der Tagesordnung. Warnsysteme, welche die Fahrt überwachen und dem Fahrer beim Fehlern Signale geben, kommen ebenfalls zunehmend zum Einsatz. Der nächste Schritt zum selbst fahrenden Auto ist technisch möglich, scheidet derzeit vor allem noch an rechtlichen Einschränkungen.

Sobald die rechtlichen Grundlagen für selbstfahrende Fahrzeuge geschaffen sind, werden die etablierten Hersteller ihre Wagen zumindest im Premium-Bereich mit Selbstfahrfunktionen als Zubehör versehen. Neue Wettbewerber wie Google setzen – auch um sich von den etablierten Anbietern abzusetzen – hingegen wahrscheinlich auf völlig neue Fahrzeuge, die mit traditionellen Angeboten wenig zu tun haben. Zum einen, weil ihnen Ausstattungsmerkmale wie Bremse, Gaspedal oder Lenkrad fehlen. Zum anderen aber auch, weil sie relativ langsam sind, weshalb sie eigentlich nur für den Einsatz innerhalb einer Stadt infrage kommen. Diese Fahrzeuge lassen sich auch ohne Führerschein fahren, was gerade dem öffentlichen Transport völlig neue Perspektiven eröffnet.

Nicht zuletzt aus diesem Grund hat Uber mit dem Carnegie Mellon's National Robotics Engineering Center in diesem Jahr zuerst ein Testprogramm mit autonomen Fahrzeugen gestartet, dann dort 40 Forscher abgeworben.¹⁹ Langfristig geht das Management des US-Transportunternehmens davon aus, dass autonome Autos sowohl traditionelle Taxis wie auch die derzeit bei Uber freiberuflich tätigen Fahrer als Anbieter beim öffentlichen Individualtransport komplett ersetzen werden.

9) Autohersteller werden zunehmend Dienstleistungen um das Auto anbieten, z. B. Carsharing

VW-Chef Martin Winterkorn hat vor Kurzem für seinen Konzern das Motto ausgegeben, er soll in Zukunft „Mobilitätsermöglicher statt reiner Autobauer“ sein.² Diese Idee hängt nicht zuletzt damit zusammen, dass in Hinblick auf die neue Konkurrenz von „Computern auf Rädern“ durch IT-Konzerne ein konzeptionell umfassenderes Denken notwendig scheint, als dies bisher bei üblich war.

Eine zentrale Rolle bei der Erweiterung des Angebots auf Mobilitätskonzepte spielt speziell bei deutschen Anbietern das Carsharing. DriveNow von BMW und car2go von Daimler gibt es schon länger, seit einigen Monaten hat der VW-Konzern mit Quicar ein Pilotprojekt in Hannover laufen.

Damit beschreiten die Hersteller allerdings einen fragwürdigen Weg. Hinter der Idee, zusätzliche Dienstleistungen anzubieten, die mit dem Automobil zu tun haben, steht aber im Grunde nichts anderes als das schon sehr alte (und schon oft gescheiterte) Konzept der horizontalen Diversifikation. Bereits in früheren Jahren haben Produzenten mit Beteiligungen an Autovermietern versucht, ihr Geschäftsfeld zu erweitern. Dies war regelmäßig erfolglos, da sich gezeigt hat, dass Produktion und Verkauf von Fahrzeugen Geschäftsfelder sind, die grundsätzlich andere Kernkompetenzen erfordern wie das Management eines Fuhrparks. Hieran müsste man sich speziell bei VW noch erinnern, wo man lange mit Europcar im Vermietgeschäft tätig war und sich erst 2006 hiervon getrennt hat.

Angesichts der schlechten Erfahrungen mit Vermietungen ist zweifelhaft, dass Autohersteller sich als Betreiber von Carsharing sehr viel besser schlagen. Es ist insbesondere keine Antwort auf die Herausforderung durch Technologiekonzerne. Insofern ist eher zu befürchten, dass sich hinter dem Schlagwort vom „Mobilitätsermöglicher“ ein Irrweg verbirgt, der unnötig Management-Kapazitäten bindet.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

10) Das wachsende Finanzgeschäft hat viele Automobilbauer auch zu Schattenbanken gemacht; die operativen Risiken hieraus werden erst in den nächsten Jahren richtig sichtbar

Eine der bemerkenswertesten Entwicklungen der Autoindustrie in den vergangenen Jahren ist das rasche Vordringen der Hersteller in den Markt für Leasing- und Kreditfinanzierungen bei Neuwagen. Diese Entwicklung hat mehrere Ursachen. Zum einen kann ein kundenspezifisches Finanzierungsangebot ein wertvolles Vertriebsinstrument sein. Zum anderen aber ist die Finanzierung sehr oft ein lukratives Nebengeschäft beim Autokauf. Trotzdem haben im Nachgang der Finanzkrise viele Banken ausgerechnet dieses Geschäftsfeld vernachlässigt und damit ein Vakuum eröffnet, in das die Hersteller mit eigenen Angeboten vorstoßen konnten.

Schattenseiten dieser Entwicklung sind, dass einerseits die Kapitalbindung im Konzern steigt, weil Finanzierungsmittel am Kapitalmarkt aufgenommen werden. Konsequenz ist, dass obwohl die meisten Hersteller operativ im industriellen Bereich einen deutlich positiven freien Cashflow erwirtschaften, aufgrund des Liquiditätsbedarfs des Finanzbereichs am Ende in der Kapitalflussrechnung zumeist ein starker Abfluss verzeichnet wird. Andererseits ändert sich aber auch das Risikoprofil des Geschäftes: Während früher vor allem Risiken technischer Art bzw. der Vermarktung für Hersteller relevant waren, denen man durch Innovation, Qualitätsmanagement und Marketingmaßnahmen begegnen kann, wird jetzt für den langfristigen Erfolg die Fähigkeit Einschätzung von Kreditrisiken immer bedeutsamer. Angesichts der nicht zuletzt durch die Finanzkrise bestätigten Erfahrung, dass starke Vertriebsorientierung bei Banken i.d.R. eine fahrlässige Vernachlässigung der Kreditqualität begünstigt, erscheinen Zweifel angebracht, dass Autohersteller Kreditrisiken richtig beurteilen können.

Abb. 4: Einfluss des Finanzbereichs auf Kenngrößen ((GJ. 2014)	Free Cashflow ohne Finanzber.		Free Cashflow incl. Finanzber.		Anteil von Krediten und Leasing	
	in Mio. €	in % Umsatz	in Mio. €	in % Umsatz	am langfr. Vermögen	am Eigenkapital
BMW	3.431	4,3%	-3.187	-4,0%	69,0%	180,6%
Daimler	5.479	4,2%	-4.467	-3,4%	84,2%	212,5%
Volkswagen	5.141	3,6%	-12.153	-8,5%	38,8%	94,8%
zum Vergleich:						
Toyota (14/15) Mrd. Yen	2.540	9,3%	329	1,2%	38,1%	29,5%

Quelle: Geschäftsberichte

Insbesondere bei deutschen Premium-Herstellern ist die Transformation zur Schattenbank bemerkbar. Bei BMW und Daimler dominieren die Vermögenswerte aus Finanzgeschäften in der Bilanz inzwischen die langfristigen Anlagen und betragen weit mehr als das Eigenkapital. Dies relativiert die guten Ertragszahlen der vergangenen Jahre, da bis zum nächsten zyklischen Abschwung der Industrie unklar bleibt, inwieweit die Absatzerfolge mit der fahrlässigen Inkaufnahme von schlechten Kreditrisiken erkaufte wurden.

11) Die Rolle der Zulieferindustrie ändert sich vom Teilelieferanten zum Komponentenhersteller und Outsourcing-Partner

Im Vergleich mit anderen Herstellern zyklischer Konsumgüter erscheint die Produktionsweise der Automobilindustrie noch relativ anachronistisch. Speziell europäische Produzenten gehen laut McKinsey sehr ineffizient mit ihrem Kapital um.²⁰ Firmen wie z. B. Apple haben die kapitalintensive Produktion weitgehend outgesourct und konzentrieren sich auf Forschung, Entwicklung, Patentma-

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

nagement und Marketing. Auch technisch anspruchsvolle Komponenten werden spezialisierten Anbietern zugekauft, die wiederum selbst Größenvorteile in der Produktion realisieren können, weil sie mehrere Endgerätehersteller mit relativ standardisierten Bauteilen beliefern.

Autos werden nach wie vor vorzugsweise in herstellereigenen Fabriken montiert. Einzige Ausnahme hiervon waren bisher nur Kleinserien in Abwandlung bekannter Modelle, wie z. B. Cabrios, die an Spezialisten wie Magna ausgelagert wurden. Schon seit Längerem hat die Tendenz zum Outsourcing dazu geführt, dass immer mehr Teile zugekauft werden. Allerdings waren früher dafür vor allem Kostenüberlegungen relevant. Inzwischen sind jedoch auch die technischen Anforderungen an einzelne Komponenten so gestiegen, dass einzelne Hersteller Entwicklung und Großserienproduktion nicht mehr selbst effizient durchführen können. Beispiele hierfür sind die Autoverkabelung – wo durch die Digitalisierung die Anforderungen sehr komplex geworden sind - oder Plug-in-Hybride.

Die Verlagerung von Technologiekompetenz von den Herstellern zu qualitativ herausragenden Zulieferern führt ebenfalls dazu, dass die Wertschöpfung zu ihnen verschoben wird. Diese Tendenz dürfte sich noch verstärken, wenn Technologiefirmen wie Google oder Apple in den Automobilmarkt einsteigen. Während diese für die bisherigen Hersteller vor allem weiterer Konkurrenz bedeuten, sind sie für Zulieferer interessante neue Kunden. Zum einen benötigen sie Partner bei der Lizenzfertigung ihrer Modelle. Zum anderen verfügen sie zwar über Technologie-Know-how, wissen aber wenig über Fahrzeugbau und sind deswegen auf kompetente Zulieferer angewiesen.

Fazit: ungemütliche Aussichten für Hersteller; große Chancen für technologielastrige Zulieferer

Auf die Hersteller kommen schwierige Jahre zu: das (vorläufige) Ende des Booms in China; wachsende Konkurrenz sowie mögliche Belastungen aus dem Finanzgeschäft lassen eine weitere Konsolidierungswelle erwarten. Die einzelnen Anbieter sind aber recht unterschiedlich hierauf vorbereitet.

Bei den großen Produzenten erscheinen Volkswagen und Toyota mit ihrer globalen Ausrichtung, den starken Marken, effizienten Produktionsweisen (Volkswagen: Plattform; Toyota: Kaizen, Jidoka & Just in Time) sowie allgemein hoher Qualität gut aufgestellt. Bei den relativ schwachen Herstellern im Massengeschäft wird hingegen ein Überlebenskampf beginnen, der ihren Aktionären wenig Freude bereiten wird. Zu den Schwachen gehört inzwischen auch Hyundai Motor, wo sich das Management seit einigen Jahren mit Prestigeprojekten verzettelt und ein starker Won zusätzlich wehtut.²¹

Völlig unklar sind die Aussichten für die erfolgsverwöhnten Premium-Anbieter. Einerseits werden sie bei richtiger Ansprache der Kundenemotion nach wie vor sehr hohe Margen erzielen können. Hierzu müssen sie ihre Produkte immer stärker digitalisieren, um anspruchsvolle Kunden zufriedenzustellen. Andererseits ist der Premium-Gedanke schon in vielen Marktsegmenten stark ausgereizt. Zudem können heute noch nicht erkennbare Risiken aus dem Finanzbereich auftauchen.

Gewinner dürften vor allem die Technologieführer im Zulieferbereich werden. Sie werden von neuen Wettbewerbern und höheren Anforderungen an Produzenten profitieren. Aber auch bei ihnen wird der Konkurrenzdruck dafür sorgen, dass die Bäume nicht in den Himmel wachsen. Nur die Zulieferer, die komplexe Technologie preisgünstig anbieten können sowie diese ständig verbessern, werden sich langfristig behaupten können.

Das neue Alphabet der Innovation

Von Karl-Heinz Thielmann

Seit einigen Monaten gibt es in „*Mit ruhiger Hand*“ die Reihe „**Kondratjews neue Wellenreiter**“. Hierbei handelt es sich um Beiträge über technischen Neuerungen, welche das Potenzial haben, als neue Basistechnologien einen Wachstumsschub in der Weltwirtschaft auszulösen. Ein Déjà-vu Erlebnis bei den Recherchen für diese Analysen ist, dass man bei fast jeder dieser neuen Technologie feststellen kann, dass Google das Potenzial schon längst erkannt und massiv in diesen Bereich investiert hat. Ob es sich um Interkonnektivität, Roboter, künstliche Intelligenz, autonome Autos, oder Gesundheit handelt, der Internet-Konzern aus Palo Alto mischt überall federführend mit.

Im August hat Google eine Umbenennung und Reorganisation bekannt gegeben, welche die Transformation des Konzerns in den vergangenen Jahren reflektiert: Aus dem Suchmaschinen-Betreiber Google wird das Konglomerat Alphabet.¹ Das Unternehmen erhält eine nach Geschäftsbereichen organisierte Struktur, in der das bisherige Kerngeschäft Internet-Suchmaschine von neuen Segmenten wie künstlicher Intelligenz, autonomer Mobilität oder Gesundheit getrennt wird.

Die neue Struktur reflektiert die Entwicklung vom Quasi-Einproduktunternehmen hin zu einem in mehreren Segmenten agierenden Technologie-Konzern. In den vergangenen Jahren hat Google den gewaltigen freien Cashflow genutzt, um mit einer Reihe von völlig neuen Geschäftsfeldern zu experimentieren. Da einige dieser Bereiche inzwischen aus dem Experimentierstadium herausgekommen sind, erscheint es angebracht, diese jetzt operativ selbstständig zu führen.

Doch die Reorganisation bedeutet mehr. Denn der Name Alphabet ist kein Kunstwort wie bei den meisten anderen Neu- oder Umbenennungen von Firmen. Er wurde sehr bewusst gewählt, weil er verschiedene Aspekte reflektiert: Die ursprüngliche Bedeutung bezeichnet eine Sammlung von verschiedenen Buchstaben, die Sprache repräsentieren (laut Google-Gründer Larry Page „eine der bedeutendsten Innovationen der Menschheit“¹). Weiterhin soll die Assoziation zum Investmentbereich geweckt werden, wo Alpha für die Outperformance gegenüber einer Benchmark steht.

Der neue Name Alphabet soll damit zum einen in Anspielung auf die neue Konglomerat-Struktur sowohl für eine Ansammlung wie auch für Diversität stehen. Er soll aber weiterhin ebenfalls Fortschrittlichkeit sowie eine überdurchschnittliche Leistung symbolisieren. Er ist damit programmatisch wie sonst kaum ein anderer Firmenname und repräsentiert eine Strategie, deren Kern die Gestaltung und Verbesserung von Innovation an sich ist.

Die neue Struktur ermöglicht aber auch eine Aufspaltung des Konzerns bzw. erleichtert die Ausgliederung einzelner Bereiche. Dieser Aspekt wird zwar vom Management derzeit nicht betont, könnte jedoch sehr relevant werden, weil die Gesellschaft aufgrund ihrer Größe und der dominanten Position in einigen Marktsegmenten zunehmend politischem Druck ausgesetzt sein wird. In Hinblick auf mögliche regulatorische Risiken kann die Gestaltung von Alphabet als proaktiver Schritt angesehen werden, der die Lösung potenzieller zukünftiger Rechtsrisiken wesentlich erleichtert.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Die genaue Struktur ist – trotz gegenteiliger Presseberichte – noch unklar

In der Finanz-Presse wurden bisher verschiedene mögliche neue Strukturen von Alphabet veröffentlicht. Allerdings basieren diese eher auf Spekulationen, da der genaue Reorganisationsplan bisher noch nicht veröffentlicht wurde. Soweit bisher erkennbar, bilden 3 verschiedene Gruppen die neue Konzernstruktur: 1) das herkömmliche Internetgeschäft; 2) Investmentgesellschaften für Beteiligungen im Technologiebereich; 3) separate Gesellschaften für neuartige Geschäftsfelder. Im Einzelnen zeichnen sich folgende neue Bereiche ab:

- **Internet:** Hierin ist das traditionelle Kerngeschäft enthalten mit der Google Suchmaschine, Maps, YouTube, Ads, Apps sowie auch Android.
- **Gesundheit:** Hier gibt es mindestens zwei neue Tochterunternehmen: 1) Calico mit dem Fokus auf die Erforschung des Alterns sowie von Produkten zur Lebensverlängerung; sowie 2) Life Sciences (Glukose-sensitive Kontaktlinsen zur Messung des Blutzuckergehalts).
- **Netzwerke:** Hier liegt der Schwerpunkt bei Fiber, einem High-Speed Internetprovider. Unklar erscheint noch, ob die Aktivitäten zum Aufbau eines globalen drahtlosen Netzwerks für die Versorgung abgelegener Regionen mit Hochleistungsinternet hier integriert werden oder eine separate Gesellschaft bilden.
- **Energie:** Ursprünglich zur Verbesserung der Eigenversorgung von Rechenzentren mit regenerativer Energie gegründet, konzentriert Google Energy inzwischen die Aktivitäten zur Verbesserung der Energieeffizienz durch Ausbau alternativer Energien; smartere Energie-Netzwerke sowie Förderung der Forschung in neuartige Materialien.
- **Automatisierung:** Schwerpunkt ist hier die Automatisierung des täglichen Lebens durch Entwicklung von Robotern, die mit leistungsfähiger künstlicher Intelligenz versehen sind und dem Menschen viele lästige oder gefährliche Tätigkeiten abnehmen. Schwerpunkte sind hierbei autonome Automobile und Drohen. Kern wird hierfür wahrscheinlich die bisherige Denkfabrik Google X. Unklar ist bisher, inwieweit für Google X, das es bisher in den verschiedensten Bereichen geforscht hat, hiermit auch eine Fokussierung auf Automatisierung verbunden ist.
- **Interkonnektivität:** Ziel ist die Ermöglichung von möglichst vollständiger Interkonnektivität zwischen Personen und technischen Geräten im privaten Haushalt sowie im städtischen Leben. Hier gibt es bereits Nest für Smart Home Anwendungen; sowie Sidewalk Labs für Smart Citys.
- **Investment:** Hier gibt es Google Capital, ein Private-Equity-Anlagefonds für langfristige Beteiligungen bei bereits bestehenden Technologieunternehmen; sowie Google Ventures, wo Beteiligungen an Unternehmensgründungen vorgenommen werden.

Die Institutionalisierung von Innovation durch Google

Die bisherigen Google-Chefs und Gründer Larry Page und Sergey Brin haben 2004 im Vorfeld des Börsenganges verkündet: „Google ist kein konventionelles Unternehmen. Und wir haben auch nicht vor, eines zu werden.“ Seit ihren Ursprüngen haben Page und Brin ein Selbstverständnis als „unideologische Weltverbesserer“ gepflegt und Google als ihr Instrument gesehen. Hiermit stehen sie in einer Denktradition, die typisch für die geistige Heimat der beiden ist: die Universität Stanford im

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Silicon Valley. Studenten hier lernen die Geisteshaltung, die Welt als ein Puzzle anzusehen, als ein Sammelsurium ungelöster Probleme. Es geht darum, diese Probleme zu erkennen und pragmatisch möglichst kreative Lösungen hierfür zu finden.²

Dies steht im Gegensatz zu einer gerade in Europa verbreiteten Geistestradiation, welche Verbesserungen durch die Orientierung des wirtschaftlichen und politischen Handelns an idealisierten Vorstellungen von einer besseren Welt (Utopie) erreichen will. Da die Welt sich immer als viel komplexer erweist, wie idealistische Verbesserer denken, vergrößern sie mit ihren Bemühungen am Ende eigentlich immer den Schaden. „Weltverbesserer“ haben nicht zu Unrecht einen schlechten Ruf. Dem entgegen steht der pragmatische Denkansatz, dass – wenn man als Individuum oder Gruppe schon nicht die Probleme der Welt lösen kann – sie schon dadurch verbessert, wenn man ein konkretes Problem entschärft. Ein weiterer – typisch amerikanischer – Aspekt hierbei ist, dass man auch keine Angst davor hat, mit Produkten, welche etwas verbessern, viel Geld zu verdienen.

Innovation ist dabei der Kernbegriff des Handelns von Page und Brin. Ihnen ging es auch bisher nicht darum, nur deswegen neue Erfindungen zu machen, um damit möglichst kurzfristig möglichst viel zu verdienen. Sie haben mit Google den ganzen Prozess des Hervorbringens von Innovationen im institutionellen Umfeld eines Großunternehmens völlig verändert. Dabei ist Google in den letzten Jahren ungewöhnliche Wege gegangen, die vom Finanzmarkt und Wettbewerbern oft nicht verstanden werden, weil sie in offensichtlichem Widerspruch zu bisher bewährten Praktiken stehen:

- So ermutigt Sergey Brin seine Researcher ausdrücklich dazu, an Ideen zu arbeiten, die „wild and crazy“ sind. Hierhinter steht das Grundverständnis, dass wirklich Neues nur aus einem Denken entstehen kann, welches aus der Sicht bisheriger Denkmuster abseitig und vielleicht sogar verrückt erscheint.
- Weiterhin gibt Google sehr viel Geld für Grundlagenforschung aus, wovon private Unternehmen sonst zurückschrecken, weil sie immer eine unmittelbare Kommerzialisierbarkeit ihrer Forschung im Auge haben. Google hingegen hat sich gerade auf die Bereiche geradezu gestürzt, die von anderen als zu unsicher abgelehnt wurden. Denn nur so war die Firma aufgrund ihrer jeweiligen Pionierrolle in der Lage, frühzeitig kaum mehr einholbare Wettbewerbsvorteile in entstehenden Märkten zu etablieren.
- Es besteht keine Angst davor, Produkte auf den Markt zu bringen, die noch nicht marktreif sind, wie z. B. die Datenbrille Google Glass. Google holt so die Forschung aus dem Labor heraus und experimentiert quasi im Gebrauch am Kunden. Dies wird von anderen Unternehmen normalerweise vermieden, weil sie Angst um ihre Reputation haben. Für Google sind aber die Erkenntnisse aus Praxistests wichtiger als mögliche Reputationsrisiken.
- Google hatte bisher ein für ein Großunternehmen unserer Tage außergewöhnliches Desinteresse an allem gezeigt, was mit Marketing zu tun hat. Dies mag damit zu tun haben, dass Google beim Kerngeschäft „Suchalgorithmus“ binnen kurzer Zeit auf globaler Ebene einen fast uneinholbaren Vorsprung herausgearbeitet hatte und keine besondere Vermarktung notwendig war. Andererseits hat sich aber auch gezeigt, dass Marktforschung – also letztlich die Erforschung des Kundenwillens – grundlegende Innovationen eher hemmt, da sie den Unternehmensfokus darauf ausricht-

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

tet, bestehende Produkte zu optimieren. Wenn man wirklich Neues schaffen will – wie Google – muss man erstmal ignorieren, was heutige Menschen wollen, weil diese sich i.d.R. nicht über die technischen Möglichkeiten klar sind.

- Es gibt eine klare Betonung des Team-Ansatzes: Personen mit unterschiedlichen Stärken und Schwächen werden in aufgabenorientierten Gruppen zusammengefasst. Dies geht bis ins TOP-Management: Die Führungsspitze kombiniert kreative Köpfe wie die Gründer Brin und Page mit eher konventionell geprägten Managern wie Eric Schmidt, David Drummond und Ruth Porat. Bruce Nussbaum, Professor für Innovation und Design an "Parsons The New School of Design" hat einmal geschrieben: „Google's größte Innovation ist vielleicht seine Art des Managements.“³ Denn so hat man es verstanden, eine sonst eher für Start-ups typische Kreativität und Experimentierfreude mit dem strukturierten Vorgehen erfahrener Mitarbeiter und Manager zu verbinden.

Allerdings hat die Firma inzwischen eine Größenordnung erreicht, die den Spagat zwischen kreativer Start-up-Kultur und den bürokratischen Erfordernissen eines globalen Konzerns zunehmend erschwert. Insofern ist eine Aufspaltung nach verschiedenen Themengebieten nicht nur deswegen erforderlich, weil einige der neuen Bereiche jetzt langsam aus dem Experimentierstadium herauskommen. Sie ist sogar zwingend geboten, damit die Übersichtlichkeit im Unternehmen gewahrt bleibt. Hierauf dürfte nicht zuletzt die neue Finanzchefin Ruth Porat hingewirkt haben.

Die neue Finanzchefin geht bisherige Schwachpunkte an

Die neue Leiterin des Finanzbereichs Ruth Porat hat ab dem 26. Mai 2015 das Managementteam verstärkt. Vorher hatte sie seit 1987 fast ihre gesamte berufliche Laufbahn bei der Investmentbank Morgan Stanley verbracht. Zuletzt war sie von Januar 2010 bis zu ihrem Ausscheiden für Finanzen verantwortlich. Dabei hat sie sich einen sehr guten Ruf erworben; u.a. wurde 2014 sie vom Magazin „Institutional Investor“ zum besten Finanzvorstand eines Finanzunternehmens gewählt.

Die 1957 geborene Ruth Porat hat aber nicht nur den beruflichen Hintergrund als Wall-Street-Investmentbankerin. Sie ist in Palo Alto als Tochter eines Physikers aufgewachsen und hat in Stanford einen Universitätsabschluss gemacht. Insofern ist sie nicht nur persönlich bestens im Technologiesektor vernetzt, sondern versteht sowohl die Denkmuster im Silicon Valley wie auch am Kapitalmarkt. Dies gibt ihr einen großen Vorteil in der Kapitalmarktkommunikation, wie z. B. ihre erste Präsentation von Quartalszahlen zeigte. So stieg nach ihrem Statement der Aktienkurs fast 20% an, obwohl sie eigentlich bei den Umsätzen eine leichte Enttäuschung vermelden musste.

Die transparente Erfassung sowie die Darstellung der Unternehmenserfolge nach außen war bisher ein großes Manko von Google, was durch Ruth Porat beseitigt wird. Mit ihrer spezifischen Erfahrung ist sie die ideale Ergänzung zum bisherigen Management und kann jetzt die Strukturen bei Alphabet so gestalten, dass die Firma auch in einer komplexen Aufstellung erfolgreich bleibt. Ihre Berufung sowie die bereits erkennbaren Veränderungen seitdem stimmen ebenfalls für die weitere Entwicklung optimistisch. Für Anleger, die auf verschiedenartige neuartige Technologien setzen wollen, ohne sich bereits jetzt zu sehr auf eine bestimmte festlegen zu wollen, erscheint Google derzeit als eine äußerst interessante Investmentmöglichkeit.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

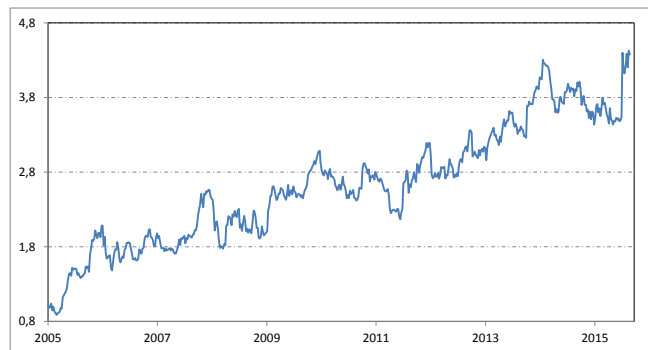
Google			
Website: http://investor.google.com/	Kurs 4.9.2015: \$600,70	Börsenwert (Mrd.€): 367,0	
Hauptbörse: Nasdaq	Land: USA	WKN: A110NH	ISIN: US38259P7069

Hauptquelle der Umsätze bei Google sind nach wie vor Einnahmen, die entweder direkt oder indirekt mit der Platzierung von Werbung auf den Suchergebnisseiten von Google zusammenhängen. Die niedrige Kapitalintensität ermöglicht der Firma eine ungewöhnlich große Profitabilität, die wiederum eine extrem solide Finanzstruktur als Konsequenz hat. Zum Ende des ersten Halbjahres 2015 betrug z. B. die Eigenkapitalquote 80,4%. Liquide bzw. kurzfristig angelegte Mittel von 69,8 Mrd. US\$ standen Verbindlichkeiten von nur 27 Mrd. US\$ gegenüber. Der Cashflow im ersten Halbjahr betrug 13,6 Mrd. US\$. Nach Abzug der Sachinvestitionen blieb ein immer noch ein freier Cashflow von 8,2 Mrd. US\$ übrig. Dies entspricht 23,3% der Umsätze und demonstriert, dass trotz aller Investments in potenzielle neue Geschäftsfelder die Profitabilität nach wie vor außerordentlich hoch ist.

Langfristige Kursentwicklung:



Kursentwicklung relativ zu Aktien Global:



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

Gew.änd. bis 2017e Ø p.a.:		18%
Bewertungskennziffern		
KGV	KGV	KBV
2016e	2017e	aktuell
20,8	17,8	3,9
Divrend.	Divrend.	Unt.wert
2016e	2017e	zu Umsatz
0,0%	0,0%	5,0

Die hohe Rentabilität ist allerdings ebenfalls schon in einer relativ hohen Bewertung reflektiert. Diese sagt aber im Moment wenig aus, da sich viele der von der Firma im Moment betriebenen Geschäftsfelder noch in einer relativ frühen Entstehungsphase befinden. Sie werden möglicherweise erst in Jahrzehnten in einem derzeit noch nicht abschätzbaren Umfang richtig profitabel.

Die neue Firma Alphabet hat drei riesige Wettbewerbsvorteile: 1) mit dem Interner-Suchsystem gibt es ein sehr cashgeneratives Kerngeschäftsfeld mit weitem Konkurrenzvorsprung; 2) sehr aussichtsreiche Positionen in neuen interessanten Märkten wurden frühzeitig besetzt; sowie 3) durch das überlegene Umgehen mit dem Thema Innovation an sich besteht auch weiterhin die Chance, neue Möglichkeiten früher als jeder andere zu erkennen und zu nutzen. Die Aktie von Google ist deshalb für chancenorientierte Investoren als Basisinvestment (2%-4% Portfoliogewicht) sowie für risikobewusste Anleger als Kerninvestment (4%-8% Portfoliogewicht) geeignet.

Empfehlungshistorie: Die Aktie von Google wurde bereits in *Mit ruhiger Hand* vom 1. 7. 2013 für chancenorientierte Investoren als Depotbeimischung (0%-2% Portfoliogewicht) sowie für risikobewusste Anleger als Basisinvestment (2%-4% Portfoliogewicht) 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: „Die heutige Investment-Welt der Superblasen“**:

- 1 vgl. Pilling, David (2015): „**Euphoria has China’s stock market in its dangerous grip**“; Financial Times; 4. Juni 2015, S. 9
- 2 vgl. Cox, Jeff (2015): **Bill Gross: German bunds are 'the short of a lifetime'**; CNBC; 21 Apr 2015;
<http://www.cnbc.com/id/102605761> (zuletzt abgerufen 26.08.2015). Das Originalzitat von Doug Kass ist: *“Near zero to negative sovereign debt yields in Europe represent the bubble of all investment bubbles, dwarfing even the Nasdaq bubble of 16 years ago.”*
- 3 vgl. Mitchel, Tom; Wildau, Gabriel sowie Noble, Josh (2015): **“A bull market with Chinese characteristics”**; FT Weekend; 11/12 Juli 2015; S. 6;
- 4 vgl. The Telegraph Obituaries (2008): **„Tony Dye“**; The Telegraph Internet-Ausgabe vom 14.3.2008;
<http://www.telegraph.co.uk/news/obituaries/1581634/Tony-Dye.html> (zuletzt gesehen am 27.8.2015)
- 5 Plender, John (2015): **“Freakish price insensitivity drives cruel bond markets”** Financial Times FTfm 11. Mai 2015 S. 13. Das Originalzitat ist: *„It is hard to recall a time when so much money has been driven by consideration other than valuation or price.“*
- 6 vgl. Sweeney, Pete and Price, Michelle (2015) **“UPDATE 1-MSCI backs itself into corner on China share inclusion”**; CNBC; 11 Juni 2015 <http://www.cnbc.com/id/102750795> (zuletzt abgerufen 26.08.2015).

Quellen zu: **„Die schwierige Zukunft der Automobilindustrie“**

- 1 Diese wie auch alle weiteren in diesem Text verwendeten Absatzzahlen und Angaben zu Marktanteilen basieren auf Zahlen der OICA (Organisation Internationale des Constructeurs d’Automobiles), die auf der Website <http://www.oica.net/> (zuletzt abgerufen 26.08.2015) veröffentlicht wurden.
- 2 vgl. Schnell, Christian (2015): **“Digitalisiertes Gebiet”**; In: Handelsblatt Nr. 146 vom 8.8.2015; S. 16-17
- 3 vgl. Kuchler, Hannah (2015): **“Public-spirited hackers get into gear”**, Financial Times vom 06.08.2015, S. 14
- 4 vgl. hierzu Wikipedia (2015): **Hyundai Motor Company** (Version vom 15. 8. 2015);
https://en.wikipedia.org/wiki/Hyundai_Motor_Company (zuletzt abgerufen 26.08.2015)
- 5 vgl. Freitag, Michael; Noé, Martin (2014): **“Wiedergeboren”**; aus: Manager Magazin 3/2014 S. 26-35
- 6 vgl. Gapper, John (2015) **„Software is steering the car industry“**; Financial Times 19.2.2015; S. 9
- 7 vgl. Michell, Tom (2014): **“Carmakers ‘printing cash’ in China”**; Financial Times 12.6.2014; S. 17
- 8 vgl. The Economist (2015): **“The coming crash”**; in: The Economist 25.4.2015; S. 56
- 9 vgl. Michell, Tom (2015): **“China boosts electric cars in war on pollution”**; Financial Times 18.3.2015; S. 6
- 10 vgl. Hierzu: Skapinker; Michael (2015): **“Expensive and stressful: why buying a car makes no sense”** Financial Times 23.7.2015; S. 10; sowie: Moss, Stephen (2015): **“End of the car age: how cities are outgrowing the automobile”** The Guardian-Online 28.4.2015 <http://www.theguardian.com/cities/2015/apr/28/end-of-the-car-age-how-cities-outgrew-the-automobile> (zuletzt abgerufen 26.08.2015)
- 11 vgl. statista (2015): **„Durchschnittliches Alter von Pkw in Deutschland in den Jahren 1960 bis 2015“**; statista.com;
<http://de.statista.com/statistik/daten/studie/154506/umfrage/durchschnittliches-alter-von-pkw-in-deutschland/> (zuletzt abgerufen 28.08.2015)

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

- 12 vgl. Vellequette; Larry P. (2015): **“Constant merger talk is testing faith in Marchionne”**; Automotive News; 22.6.2015; <http://www.autonews.com/article/20150622/OEM02/306229963/constant-merger-talk-is-testing-faith-in-marchionne> (zuletzt abgerufen 26.08.2015)
 - 13 vgl. by Evan Hirsh, Steve Hedlund, and Mark Schweizer (2003): **“Reality Is Perception: The Truth about Car Brands”**; <http://www.strategy-business.com/article/03302?gko=fbb50>
 - 14 vgl. Nairn, Alisdair (2002): **“Driving Forward: The History of the Automobile”**; in: Nairn, Alisdair (2002): Engines That Move Markets; John Wiley & Sons, Inc. New York; S. 177-240
 - 15 vgl. Horning, Robin (2015): **“In diesen R8 ist der Blitz gefahren”**; Autobild.de vom 13.6.2015; <http://www.autobild.de/artikel/audi-r8-e-tron-generation-ii-2015-sitzprobe-5809353.html> (zuletzt abgerufen 26.08.2015)
 - 16 vgl. Mein Elektroauto (2015): **„Norwegen führt weiterhin bei den Neuzulassungen von Elektrofahrzeugen“**; Mein Elektroauto.com vom 12.7.2015; <http://www.mein-elektroauto.com/2015/07/norwegen-fuehrt-weiterhin-bei-den-neuzulassungen-von-elektrofahrzeugen/18385/> (zuletzt abgerufen 28.08.2015)
 - 17 vgl. Rees, Jürgen (2014): **„Benzstoffzellenauto Mirai kostet 79.000 Euro“**; Wirtschaftswoche online vom 15.11.2014; <http://www.wiwo.de/unternehmen/auto/toyota-benzstoffzellenauto-mirai-kostet-79-000-euro-/10981440.html> (zuletzt abgerufen 28.08.2015)
 - 18 vgl. Total (2015): **„50 Wasserstofftankstellen für Deutschland: Bundesverkehrsministerium und Industriepartner bauen überregionales Tankstellennetz“** Total Pressemitteilungen; <http://www.total.de/news/pressemitteilungen/wasserstofftankstellen.html> (zuletzt abgerufen 28.08.2015)
 - 19 vgl. Ramsey, Mike; MacMillan; Douglas (2015): **“Carnegie Mellon Reels After Uber Lures Away Researchers”**; Wall Street Journal Online vom 31.5.2015; <http://www.wsj.com/articles/is-uber-a-friend-or-foe-of-carnegie-mellon-in-robotics-1433084582> (zuletzt abgerufen 28.08.2015)
 - 20 vgl. Behrendt, Andreas; Marwede; Malte; Wittmann, Raymond (2014): **„Building cars with less Capital“**; McKinsey & Company Insights & Publications September 2014; http://www.mckinsey.com/insights/manufacturing/building_cars_with_less_capital (zuletzt abgerufen 26.08.2015)
 - 21 Jung-A, Song (2015): **“Hyundai struggles to roll out a recovery plan”**; Financial Times 24.7.2015; S. 16
- Quellen zu **“Das neue Alphabet der Innovation”**
- 1 vgl. Page, Larry (2015): **“G is for Google”**; Website von Alphabet <https://abc.xyz/> (zuletzt abgerufen 26.08.2015)
 - 2 vgl. Boie Johannes (2015): **„Alphabet, die universelle Ordnungsmacht“**; Süddeutsche Zeitung online vom 15.8.2015; <http://www.sueddeutsche.de/digital/2.220/google-umstrukturierung-alp> (zuletzt abgerufen 16.08.2015; am 28.8.2015 nicht mehr erhältlich)
 - 3 Bruce Nussbaum (2011): **“Google's Greatest Innovation May Be Its Management Practice”**; bei: fastcompany.com vom 24.1.2011; <http://www.fastcompany.com/1720052/googles-greatest-innovation-may-be-its-management-practice> (zuletzt abgerufen 26.08.2015)

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 27.
- 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 30.
- 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 7.9.2015.
- 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 Geschäftsberichte werden mit Bilanzkennzahlen ausgewertet.
3. Die **Bewertungsanalyse** wird auf der Basis eigener Prognosen mittels allgemein anerkannter und weitverbreiteter Methoden der fundamentalen Analyse wie dem DCF-Modell; der Kennzahlenanalyse (insbesondere Kurs-Gewinn-Verhältnis; Dividendenrendite; Kurs-Buchwert; Unternehmenswert zu Umsatz) sowie von Peergroup-Vergleichen durchgeführt.
4. Bei der technischen Analyse untersuchen wir langfristige Trendverläufe sowohl in der absoluten Kursentwicklung wie auch in der relativen Kursentwicklung zu einem Vergleichsindex. Sofern nicht anders bezeichnet, ist für europäische Aktien dieser Vergleichsindex der STOXX® Europe 600 Preisindex; für außereuropäische Aktien der STOXX® Global 1800 Preisindex.
5. Darüber hinaus erfassen wir auch die **Risikofaktoren**, die einem langfristigen Anlageerfolg entgegenstehen. Dabei werden folgende Risiken einzeln bewertet:

Ausfallrisiko (Renten: das angelegte Geld wird nicht oder nur unvollständig zurückgezahlt; Aktien: Aufgrund von unternehmerischem Misserfolg kommt es zur dauerhaften Wertminderung der Anlage). Die Kriterien für das Ausfallrisiko sind: bei Unternehmen Bonität, Verschuldung (bilanziell und außerbilanziell), freier Cashflow, Produktvielfalt, Marktzutritt-Schranken, etc.; bei Ländern Budgetdefizite, Schattenhaushalte, Leistungsbilanzsalden, Währungssystem, Stabilität.

Kursrisiko (eine Kapitalanlage kann aufgrund von Kursschwankungen nur zu einem ungünstigen Kurs verkauft werden). Kriterien für das Kursrisiko sind Volatilitätskennzahlen wie die Standardabweichung oder β , etc.

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.