

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Nummer 49, September – Oktober 2016

Heute mit folgenden Themen:

- **Oligopole: Nicht nur von Anlegern oft missverstanden**
- **Immobilien in Irland und Spanien: wieder im Aufschwung**
- **HeidelbergCement, PepsiCo & Michelin: Größe ist nicht alles**

Bei erfolgreichen Fusionsgesprächen von Linde und Praxair wird sich die Zahl der Wettbewerber im Industriegassektor weiter deutlich vermindern. Auch in vielen anderen Branchen schreitet der weltweite Konzentrationsprozess momentan schnell voran; z. B. beim Bier, bei Zement oder in der Agrochemie. In vielen Sektoren gibt es inzwischen Oligopole, einer Marktform, bei der viele Nachfrager nur sehr wenigen Anbietern gegenüberstehen.

„**Klartext: Der diskrete Charme des Oligopols**“ analysiert, unter welchen Bedingungen Risiken aus der Machtkonzentration bei Oligopolen entstehen bzw. unter welchen Voraussetzungen Oligopolunternehmen für Aktionäre Werte schaffen. Hierbei zeigt sich, dass Branchenbesonderheiten sowie verantwortungsbewusst handelnden Managements Schlüsselrollen zukommen.

Von der Wirtschaftskrise des vergangenen Jahrzehnts waren in Europa besonders Spanien und Irland stark betroffen. Die Immobilien-Märkte beider Länder haben die Tiefpunkte inzwischen hinter sich gelassen. Der Beitrag „**Wieder im Aufwind: die Immobilienmärkte in Spanien und Irland**“ untersucht die zugrunde liegenden Trends sowie die weiteren Perspektiven.

Die Erholung zeigt sich in Spanien bisher vor allem auf den Gewerbeimmobilienmärkten. Preissteigerungen für Wohnungen sind auf Madrid, Barcelona und einige Küstenregionen beschränkt. In Irland hat sich der Turnaround schon früher und deutlicher vollzogen: Die Preise für Wohnungs- und Büroimmobilien steigen seit zwei Jahren deutlich. Das Land ist als Industriestandort attraktiv und könnte zudem noch von Verschiebungen der Nachfrage von London im Falle eines Brexits profitieren.

In Oligopolen auf schon relativ gesättigten Märkten ist nicht notwendigerweise das größte bzw. das am schnellsten wachsende Unternehmen die beste Investmentmöglichkeit. Stattdessen sind Aktien derjenigen Firmen zu bevorzugen, die ihren Marktanteil effizient verwalten. Hierbei sind oftmals weniger große Anbieter im Vorteil. Die Analyse „**Gewinner sind nicht immer die Ersten**“ stellt drei Unternehmen vor, die ihre Position hinter den jeweils größeren Wettbewerbern dazu genutzt haben, für ihre Aktionäre hohe Renditen zu erzielen.

HeidelbergCement hat sich in den vergangenen Jahren im Schatten des Marktführers LafargeHolcim zur globalen Nummer 2 bei Baustoffen entwickelt und dabei für die Aktionäre deutlich mehr Rendite erzielt. PepsiCo hat die weltweit zweite Position bei Erfrischungsgetränken genutzt, um im Bereich Snacks erfolgreich zu expandieren. Der zweitgrößte Reifenhersteller Michelin verfolgt mit der Priorisierung von Qualität und Profitabilität vor Expansion eine erfolgreiche Geschäftsstrategie.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Klartext: Der diskrete Charme des Oligopols

Liebe Langfristanleger,

der Industriegas-Konzern Linde ist in den vergangenen Jahren stark durch Übernahmen gewachsen: Durch die Fusion mit BOC in 2006 sowie den Käufen von Lincare und des europäischen Homecare-Geschäfts von Air Products in 2012 konnte das Münchner Unternehmen zum größten Konzern in seinem Sektor werden. Hauptwettbewerber Air Liquide – bis 2006 größter Anbieter – schien sich lange mit der zweiten Position abgefunden zu haben.



Im November 2015 wurde dann aber der Erwerb von Airgas in den USA bekannt gegeben, womit sich die Franzosen wieder auf den ersten Platz vorschoben.

Schon heute haben die führenden 4 Anbieter einen weltweiten Marktanteil von zusammen ca. 80%.¹ Damit ist der globale Markt für Industriegase ein typisches Oligopol, einer Marktform, bei der viele Nachfrager nur sehr wenigen Anbietern gegenüberstehen. Der Sektor ist deshalb schon in den vergangenen Jahren nicht durch eine übermäßige Wettbewerbsintensität aufgefallen. Dies gilt, obwohl die verschiedenen Industriegase relativ homogen sind. Aber die Kapitalintensität, spezifisches Know-how sowie hohe Qualitätsanforderungen der Kunden machen es für neue Anbieter fast unmöglich, etablierte Produzenten zu gefährden.

Vor wenigen Tagen wurde bekannt, dass die aktuelle Nr. 2 der Industriegasbranche Linde mit der globalen Nr. 3 Praxair Fusionsgespräche aufgenommen hat. Ziel ist, gemeinsam Air Liquide zu überholen und erneut die Führungsposition zu übernehmen. Das Ergebnis wäre eine noch weitergehende Oligopolisierung: Der schon geringe Wettbewerb wird noch weiter verringert. Mit Linde/Praxair und Air Liquide gäbe es dann zwei globale Konzerne, die 60% eines Marktes dominieren, der für viele ihrer Kunden von existenzieller Bedeutung ist. Bei einem vorschreitenden Einsatz von Brennstoffzellen weist er zudem interessante Wachstumsperspektiven auf. Sofern sie auf aggressiven Preiswettbewerb untereinander verzichten, sind hohe Kapitalrenditen auf Jahre hinaus gesichert.

Globale Oligopolisierung ist heutzutage für viele Industrien kennzeichnend

Eine immer stärkere globale Oligopolisierung ist derzeit nicht nur für den Bereich der Industriegase feststellbar. Auch andere Sektoren zeigen gerade in den vergangenen Jahren eine starke Zunahme von weltweiter Konzentration. Hier nur einige Beispiele:

- 1) **Zement:** 2015 entstand mit dem Zusammenschluss von Holcim und Lafarge der größte Baustoffkonzern der Welt mit einem Anteil von 23% an der globalen Produktionskapazität für Zement. Die HeidelbergCement AG hat am 1. Juli 2016 45 % von Italcementi S.p.A erworben und kontrolliert damit ca. 17% der Kapazitäten. Gemeinsam mit den chinesischen Konzernen Anhui Conch und CNBM haben sie inzwischen mehr als 70% der globalen Produktionsmöglichkeiten für Zement.²

Inhalt:

*Seite 6: Wieder im Aufwind:
die Immobilienmärkte in
Spanien und Irland*

*Seite 10: Gewinner sind
nicht immer die Ersten*

*Seite 17: Anhang: Quellen,
Impressum, rechtl. Hinweise*

Seite 21: Disclaimer

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

- 2) **Bier:** 2004 hatten noch 10 Brauereikonzerne zusammen einen globalen Marktanteil von ca. 50%. Demnächst kommen nur noch 4 Firmen auf diesen Anteil. Derzeit läuft die Fusion der bisher am aggressivsten durch Akquisitionen gewachsenen Anheuser-Busch InBev und SABMiller zu einem neuen Konzern mit einem Weltmarktanteil von ca. 30%. Die verbleibenden Wettbewerber Heineken, Carlsberg und China Resources Enterprise haben zusammen noch ca. 20%.³
- 3) **Chemie:** Die beiden US-Chemiekonzerne Dow Chemical und DuPont beschlossen 2015, sich zuerst zusammenzuschließen, um sich anschließend in 3 auf ihre jeweiligen Segmente fokussierten Firmen aufzuspalten: Spezialchemie, fortschrittliche Werkstoffe und Agrochemie/Saatgut. Gemeinsam mit dem bisher global führenden Chemiekonzern BASF dürften die neuen Gesellschaften auf vielen Teil-Märkten für Spezialchemie und Werkstoffen eine relativ dominante Position haben.⁴
- 4) **Agrochemie/Saatgut:** 2014 gab es noch 7 führende Anbieter mit globalen Marktanteilen zwischen 6% und 12%. Mit der Fusion der Sparten von Dow Chemical und Du Pont sowie der Übernahme der schweizerischen Syngenta durch ChemChina sind es schon zwei Konzerne weniger. Inzwischen hat Bayer ein Angebot für Monsanto vorgelegt, das im Erfolgsfall die Zahl der Wettbewerber auf 4 vermindern und einen Konzern mit einem Weltmarktanteil von ca. 23% schaffen würde.⁵

Die Ökonomie und das Oligopol: Es kommt drauf an

Marktwirtschaftliche Ökonomen haben normalerweise ein einfaches Weltbild bei der Einschätzung von verschiedenen Marktformen: Wettbewerbsintensive Märkte werden i.d.R. als gut angesehen, weil sie niedrige Preise für Konsumenten hervorbringen und zu Innovationen anreizen. Monopole werden i.d.R. als schlecht angesehen, weil sie eine Bereicherung von Unternehmern auf Kosten der Konsumenten erlauben (durch die sog. „Monopolrente“) sowie in der Praxis oft mit Korruption und Innovationsfeindlichkeit verbunden sind. Einzige Ausnahme sind natürliche Monopole - z. B. ein Eisenbahnnetzwerk, wo sehr hohe Fixkosten Wettbewerb unwirtschaftlich machen. Um die Ausnutzung der Marktmacht durch private Unternehmen zu verhindern, sind natürliche Monopole daher normalerweise im Staatsbesitz oder staatlicher Regulierung unterworfen (was allerdings nicht vor Missbrauch durch unfähige oder korrupte Staatsdiener schützt; doch dies ist ein anderes Thema).

Oligopole passen nicht in dieses simple Bild: Bei ihnen sind Wettbewerb oder Ausnutzung von Marktmacht möglich; Erstarrung genauso wie Innovation. Die Ökonomie tat sich deshalb bei ihrer Bewertung lange sehr schwer. Bis in die 1970er Jahre wurden Oligopole vorwiegend als Vorstufe zum Monopol angesehen und pauschal abgelehnt. Soviel Wettbewerb wie möglich war das Ideal.

Allerdings sind wettbewerbsintensive Branchen sehr anfällig für zyklische Schwankungen – und einer hiermit verbundenen Ressourcenverschwendung. Gerade wenn viele Anbieter unabhängig voneinander über ihre Investitionen entscheiden, ist immer wieder die Konsequenz, dass alle gleichzeitig investieren, was zum Aufbau von Überkapazitäten führt. Im Abschwung hingegen halten sich alle zurück, was zu niedrigen Investitionen mit sich bringt. Dies ist gerade an vielen Agrarrohstoffmärkten typisch, weshalb ein solcher Zyklus auch in Anlehnung an das typischerweise prozyklische Investitionsverhalten vieler Schweinezüchter i.d.R. als „Schweinezyklus“ bezeichnet wird.

Weiterhin gibt es in fast allen Branchen eine natürliche Tendenz zur Konzentration. Größere Einheiten ermöglichen die Optimierung von Produktionsprozessen und Lieferketten; weiterhin erlauben sie

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

es, Forschungsausgaben zu bündeln. Darüber hinaus kann eine Zentralisierung Vertriebs- und Bürokratiekosten vermindern. Im Rahmen der Deregulierungsbewegung in den 80er Jahren wandelte sich deshalb auch die Einschätzung gegenüber Oligopolen: Effizienzgewinne durch stabilere und größere Einheiten wurden höher bewertet als potenzielle Probleme mit Marktmacht.

Inzwischen zeigt sich aber, dass auch dieses tendenziell Oligopol-freundliche Bild zu simpel ist. Die zunehmende Machtkonzentration bringt Gefahren, wenn sie dazu führt, dass Risiken auf Kosten der Allgemeinheit eingegangen, Kunden getäuscht, Wettbewerber behindert und Innovationen verhindert werden. Oligopolisten in verschiedenen Märkten werden immer wieder kriminelle oder zumindest fragwürdige Aktivitäten vorgeworfen; wie z. B. illegale Preisabsprachen, dubiose Lobby-Arbeit; Manipulation wissenschaftlicher Studien; irreführende Werbung etc. Zudem kann die starke Risikokonzentration – wie z. B. in einer oligopolistischen Finanzindustrie – dazu führen, dass die Erpressbarkeit der Politik durch verantwortungslose Manager steigt („to big to fail“).⁶

Einer der wenigen Volkswirte, die sich tiefer gehend mit dem Thema Oligopol befasst haben, ist Jean Tirole, der u.a. hierfür 2014 den Nobelpreis bekam.⁷ Er zeigte, dass es für die ökonomische Bewertung entscheidend darauf ankommt, in welcher Form die einzelnen Unternehmen eines Oligopols miteinander interagieren. Unternehmerische Entscheidungen hängen im Wesentlichen von den Erwartungen über das Verhalten der Konkurrenz ab – und umgekehrt. Diese Erwartungsinterdependenz führt zu einer komplexen Situation mit vielen möglichen Resultaten. Eine analytische Bewertung von Oligopolen ist deshalb nur mit Methoden der Spieltheorie möglich.

Volkswirte werden oft dafür verspottet, dass ihre Standardantwort auf ökonomische Fragen lautet: „Es kommt darauf an.“ Jean Tirole hat gezeigt, dass in Hinblick auf die ökonomischen Konsequenzen von Oligopolen aber nur diese Antwort richtig ist. Sektorspezifische Faktoren und Anreize sowie die Interaktivität von Entscheidungen machen eine pauschale Bewertung von Oligopolen unmöglich; insbesondere was ihre Neigung zu Innovationen angeht. Staatliche Kontrolle darf sich nach Tirole deshalb nicht an der Verhinderung großer Marktanteile ausrichten. Stattdessen favorisiert er einen branchenabhängigen Regulierungsansatz, der einerseits missbräuchliches Verhalten eindämmt, andererseits die Beteiligung von Kunden an den Größenvorteilen der Oligopolisten begünstigt.

Oligopole können für Anleger sehr ertragreich sein – aber auch genau das Gegenteil

In seinem Buch „Stocks for the Long Run“ hat Jeremy Siegel vor einigen Jahren die langfristige Performance von US-Sektoren am Aktienmarkt untersucht. Hierbei stellte er einen Zusammenhang zwischen der Aktienperformance und Entwicklung der relativen Bedeutung im Index fest: Bei Gesundheitsaktien z. B. ging ein Anstieg der relativen Gewichtung mit einer überdurchschnittlichen Performance einher; bei Grundstoffen hingegen war das Gegenteil der Fall.⁸

Lediglich eine Branche passte nicht in dieses Muster: Der Erdölsektor hatte im Zeitraum 1957 bis 2006 mit 12,9% p.a. eine weit höhere Rendite als der S&P 500 (10,9% p.a.) erwirtschaftet, obwohl der Anteil am Gesamtmarkt von 22% auf 8% zurückging. Trotz zweier Ölkrisen und eines relativen Bedeutungsverlustes des Sektors gelang es also den führenden Unternehmen, für die Anleger eine überdurchschnittliche Performance zu erreichen. Ein Schlüssel für das trotz Sektorstagnation hervorragende Anlageergebnis dürfte in der ausgeprägt oligopolistischen Marktstruktur der Branche liegen.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Die großen Öl-Konzerne vermieden aggressiven Wettbewerb um Marktanteile und konzentrierten sich stattdessen auf eine Optimierung des freien Cashflows, der wiederum über Dividenden und Aktienrückkäufe zu einem großen Teil an die Aktionäre weitergegeben wurde.

In den vergangenen Jahrzehnten war ein Zusammenhang zwischen oligopolistischen Märkten und einer herausragenden Performance vor allem in der Konsumgüterindustrie feststellbar. So dominieren Coca Cola (Welt-Marktanteil 2015 ca. 49%) sowie Pepsi (Welt-Marktanteil ca. 21%) seit langem den Markt für Erfrischungsgetränke, was beiden eine überragende Profitabilität ermöglichte.

Eine oligopolistische Marktstruktur ist aber alles andere als ein Erfolgsgarant – was man gerade am Beispiel der regional meist oligopolartig organisierten Finanzindustrie sieht. Die Finanzkrise 2008 hat – genau so wie die Savings- and Loanskrise Ende der 1980er in den USA – gezeigt, dass im Oligopol selbstgefällig gewordene Manager zu übermäßig riskantem Verhalten neigen. Das Resultat sind dann hohe Verluste – und im Endeffekt eine schlechte Aktienperformance.

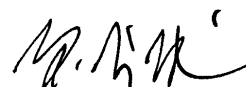
Nicht jedes Oligopol bietet Anlagechancen – aber viele Oligopolisten werden unterschätzt

Warren Buffett wird angesichts seines Anlageerfolges und relativ hohen Standards der Geschäftsethik selten kritisiert. Dennoch wurde ihm vor einigen Wochen in einem Artikel des Economist Doppelmoral unterstellt: So wurde ihm vorgeworfen, dass er bevorzugt in Oligopole investiert und somit insbesondere vom Missbrauch von Marktmacht profitiert.⁹

Tatsächlich ist die starke Marktposition eines Unternehmens eines der zentralen Anlagekriterien von Buffett; und eine solche Stärke ist oft mit einem Oligopol verbunden. Allerdings betont Buffett auch immer wieder, dass dies alleine nicht ausreicht. Genauso wichtig ist für ihn ein kompetentes und vertrauenswürdiges Management. Und hier liegt die Krux beim langfristig erfolgreichen Investieren in Oligopole: Denn es gibt zahlreiche Missbrauchsmöglichkeiten für Manager, um sich auf Kosten von Mitarbeitern, Kunden und Aktionären kurzfristig zu bereichern. Nur diejenigen Unternehmenslenker, welche diesen Verführungen weitgehend widerstehen und diszipliniert für den langfristigen Unternehmenserfolg arbeiten, können ihre herausgehobene Marktstellung dauerhaft nutzen. Insofern ist auch der im Economist erhobene Vorwurf an Buffett ungerechtfertigt: Oligopolisten, die ihre Marktmacht zu stark ausnutzen, schaffen langfristig keine Werte und werden von ihm gemieden.

Die Verbindung aus einem verantwortungsbewussten Management und einer oligopolistischen Marktposition ist grundsätzlich ein sehr starkes Erfolgsrezept für Investoren. Denn diese Kombination ermöglicht es Firmen, regelmäßig hohe freie Cashflows zu generieren und an die Aktionäre auszuschütten. Dennoch sind oftmals gerade viele „Old Economy“-Unternehmen, für die dies zutrifft, an der Börse relativ niedrig bewertet. Sehr viele Investoren jagen dem Momentum hinterher und werden von einer geringen Firmen-Dynamik abgeschreckt. Sie übersehen dabei, dass überdurchschnittliche Wertgenerierung für Anleger auch ohne hohes Unternehmenswachstum möglich ist. Value-Investoren wie Buffett hingegen erkennen hier ihre Chance, überdurchschnittliche Firmen zum Schnäppchenpreis aufzusammeln.

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



Wieder im Aufwind: die Immobilienmärkte in Spanien und Irland

Von Karl-Heinz Goedeckemeyer

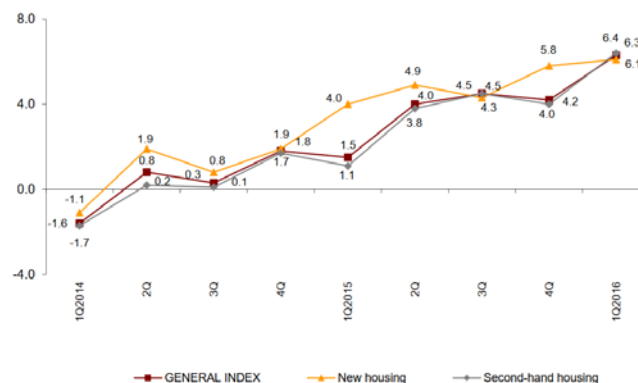
In *Mit ruhiger Hand* **Nr. 20 vom 2. Dezember 2013** (Spanischer Immobilienmarkt: Zeit für „bargain hunting“?) sowie **Nr. 24 vom 7. April 2014** (Der irische Immobilienmarkt bietet noch Möglichkeiten) wurden Anlagechancen auf zwei von der Immobilien-Krise besonders stark betroffenen Märkten analysiert. Inzwischen haben Spanien und Irland die Tiefpunkte hinter sich gelassen.

Während in Irland die Preise für Wohnungs- und Büroimmobilien seit zwei Jahren deutlich steigen, zeigt sich das Wachstum in Spanien bisher vor allem auf den Gewerbeimmobilienmärkten. Die Kaufpreise haben sich in den Kernstädten Madrid und Barcelona deutlich erhöht. In der nachfolgenden Studie werden beide Märkte in Hinblick auf die neusten Entwicklungen näher beleuchtet.

Spanien: Sentiment der Investoren weiterhin positiv

Nach sieben Jahren rückläufiger Immobilienpreise begann die Stabilisierung im Jahr 2014. Die Immobilienpreise sind in 2015 um 4,5% gestiegen (INE).¹ Für Neubauimmobilien war die Steigerung mit fast 5,6% yoy. noch etwas deutlicher als für Bestandsimmobilien +4,0% yoy¹. Der positive Preistrend setzte sich auch im ersten Quartal 2016 fort; der Hauspreisindex (HPI) legte mit einer Jahresrate um 6,3% zu. Für das laufende Jahr wird vom INE mit einer Steigerung von rund 2,5% gerechnet.²

Abb. 1: Haus-Preis-Index Spanien; jährliche Veränderungsraten in %



Quelle: Nationales Statistikamt Spaniens INE

Im Vergleich zum Vorquartal stiegen die Preise für Neubauten im ersten Vierteljahr 2016 um 2,6% und jene für Bestandsimmobilien um 1,3%. Seit dem 3. Quartal 2015 scheint sich der Trend zu etablieren, dass die Preise für Neubauimmobilien stärker zulegen als für Immobilien aus dem Bestand. Trotz des gestiegenen Preisniveaus liegen die Preise je nach Index nach wie vor rund 30-40% unter dem Hochpunkt von Ende 2007. Zwischen dem vierten Quartal 2007 und dritten Quartal 2015 sind die Hauspreise um 41,4% gefallen, wobei die Preise in den Küstenregionen mit rund 48% stärker einbrachen, als auf den Inseln mit etwa 30%⁵. Getrieben durch die starke Investmenttätigkeit ausländi-

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

scher Investoren ist die Zahl der Hausverkäufe im vergangenen Jahr um 11% auf 354.513 gestiegen³. Zu den bevorzugten Destinationen zählten die Küstenregionen – und hierbei im Besonderen die Costa des Sol – und Städte wie Barcelona. Mit insgesamt 21% waren die Briten erneut die stärkste Käufergruppe, gefolgt von Franzosen, Deutschen und Schweden, die zwischen 6% bis 7% der Käufe ausmachten³. Die Zahl der Zwangsversteigerungen sank im ersten Quartal 2016 gegenüber dem Vorquartal um 14,7% bzw. zum Vorjahresquartal um 36,7% auf 11.278 Wohnungen³. Für das laufende Jahr rechnen Researcher mit einem Wachstum der Wohnungsinvestments von 3,4% nach 2,8% im Vorjahr. Da sich der Optimismus für 2017 etwas eingetrübt hat, wurden die Prognosen für 2017 von 4,4% auf 3,3% zurückgeschraubt⁴.

Preisentwicklung in den Kommunen läuft weiter auseinander

Festzustellen ist, dass die Preisentwicklung je nach Region unterschiedlich ausgeprägt ist. Der stärkste Auftrieb war in der Kommune Madrid, der Region Katalonien und den Balearen zu verzeichnen, wo sich die Preise im Q1 2016 mit Jahresraten zwischen um 8,6% und 9,7% ggü. Vj. (Q4: 5,9% -7,3%) erhöhten. Überdurchschnittlich zulegen konnten die Preise auch in Melilla, den Kanarischen Inseln, Andalusien sowie in der Kommune Valencia¹. In anderen Regionen wie z. B. Asturien, Kastilien oder Extremadura steigen die Preise nach wie vor nur moderat an. Auch im Vergleich zum vierten Quartal 2015 verzeichnete die Kommune Madrid mit 2,9% den stärksten Preisauftrieb, gefolgt von den Kanarischen Inseln mit 2,1%. Im Kontrast dazu sind die Häuserpreise in den Kommunen Kastilien La Mancha (-0,4%) und La Rioja (-0,2%) weiter gesunken¹. Eine ähnliche Entwicklung ist bei den Bestandsimmobilien festzustellen. In den Großstädten, den Inseln sowie in den bevorzugten Küstenregionen ziehen die Preise stärker an als in den anderen Regionen. Auch bei den Neubauten verzeichneten die Kommunen Madrid mit 8,5% und Katalonien im Jahresverlauf mit 8,3% die höchsten Zuwachsraten. Positiv ist zu vermerken, dass auch in den bisher eher vernachlässigten Kommunen wie Murcia, Asturien sowie Kastilien-La Mancha die Neubautätigkeit zunimmt¹.

Büroimmobilien: Renditekompression dürfte sich in den Kernstädten fortsetzen

Mit der Konjunktur haben sich auch die spanischen Büromärkte in den letzten Jahren spürbar belebt. Nach längerer Zurückhaltung erweist sich auch die Expansion von Unternehmen wieder als Nachfrage treiber und sorgt für eine positive Nettoabsorption. Dabei ist die Innenstadt in den von Investoren bevorzugten Metropolen die beliebteste Lage für die Ansiedlung von Unternehmen. Jedoch herrscht hier ein entsprechend knappes Angebot mit steigenden Mieten, was wiederum zu einem großen Wettbewerb zwischen den einzelnen Marktteilnehmern führt. Auch dank der begrenzten Bautätigkeit gingen die hohen Leerstände in Barcelona auf 13% bzw. in Madrid auf 11% g zurück⁵. In 2016/17 dürfte der Nettozugang, d. h. die Baufertigstellungen abzüglich Abriss- und Umnutzungsflächen, moderat bleiben. Viele veraltete Büros haben bereits eine Umnutzung insbesondere zu Hotels erfahren. Mit zunehmender Markterholung werden in begehrten Lagen wie Madrid und Barcelona auch wieder spekulative Projekte gestartet. Infolge der hohen Marktdynamik ist mit einem Rückgang der Immobilienrenditen bis 2018 zu rechnen. Dennoch dürfte das Anlegerinteresse vor dem Hintergrund des im europäischen Vergleich höheren Mietwachstums weiterhin hoch bleiben. Hinzu kommt, dass das Preisniveau in Spanien noch deutlich unter dem Vorkrisenniveau liegt.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Ausblick Spanien

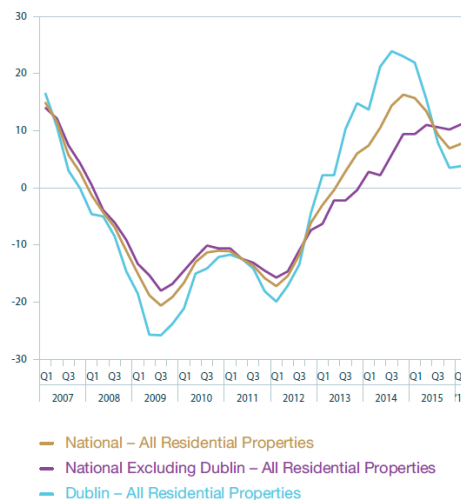
Spanien hat große Fortschritte bei der Überwindung der Krise gemacht. Das Land konnte seine Wettbewerbsfähigkeit steigern und den Bankensektor stabilisieren. Zuletzt wurden hohe BIP-Wachstumsraten erzielt, die über dem Durchschnitt des Euroraums lagen, sowie ein deutlicher Rückgang der Arbeitslosigkeit verzeichnet. Dank des konjunkturellen Rückenwinds ist damit zu rechnen, dass die Immobilienpreise für Wohnungen und Gewerbeimmobilien weiter anziehen, wenn auch mit geringerer Dynamik. Ferner dürften sich die Preisavancen – soweit es den Häusermarkt betrifft – auf die von Investoren stark nachgefragten Großstädte, Inseln sowie einzelne Küstenregionen beschränken. Während bei Büroimmobilien vor dem Hintergrund des vergleichsweise hohen Mietwachstums weiterhin Madrid und Barcelona im Vordergrund stehen dürften, rücken daneben im Wohnungssegment auch Malaga, Marbella und die Balearen stärker als bisher in den Blickpunkt.

Irland: Immobilienpreise sind in allen Segmenten deutlich gestiegen

Die Hauspreise in Irland haben sich nach dem Absturz infolge der Finanz- und Wirtschaftskrise Mitte 2013 wieder erholt. Seitdem dem Platzen der Immobilienblase sind die Preise nunmehr um rund 40% gestiegen. Nachdem sich die Wohnungspreise im vergangenen Jahr um 10,6% erhöhten, rechnet die irische Notenbank für das laufende Jahr mit einem Zuwachs von 6,9%. Die Ratingagentur S&P ist dagegen etwas skeptischer und geht für 2016 und 2017 von einem Zuwachs von 5% bzw. 4% aus.

Der positive Trend aus 2015 setzte sich auch im ersten Quartal 2016 mit einem Anstieg von 7,4% im Vergleich zum Vorjahr fort. Im Vergleich zum Vorquartal sind die Preise jedoch um 0,1% gesunken⁶. Festzustellen ist des Weiteren, dass sich die Preise regional unterschiedlich entwickeln. Während sich in der Hauptstadt Dublin die Hauspreise in den ersten fünf Monaten des laufenden Jahres um 4,8% erhöhten, stiegen die Preise außerhalb Dublins um 8,5%⁶. Dass die Entwicklungslinien in der Hauptstadt anders verlaufen als im Rest des Landes, zeigte sich auch bei den Apartmentpreisen, die im Zeitraum Januar bis Mai um 1,1% im Vergleich zum Vorjahr gefallen sind.

Abb. 2: Irland: Entwicklung der Wohnungspreise; jährl. Veränderungsraten in %



Quelle: Central Bank of Ireland

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Trotz der Preisavancen in den letzten Jahren liegt das Preisniveau nach wie vor rund ein Drittel unter den Höchstwerten von Anfang 2007. Leicht gestiegen - von 9 auf gut 10 - ist das Verhältnis Hauspreise zu verfügbarem Einkommen und liegt damit ungefähr auf dem historischen Durchschnitt (Hochpunkt 2007: 15).⁷ Um künftige Hauspreisblasen zu verhindern, führte die irische Zentralbank Anfang 2015 strengere Vergaberegeln für Hypotheken ein, was u.a. das Verhältnis von Kreditvolumen zu Einkommen betrifft. Die neuen Vergaberegeln haben nicht nur zu einer gesunkenen Kreditnachfrage geführt, sondern auch das Neubauvolumen begrenzt⁷. So wurden in 2015 nur rund 12.600 Wohnungen fertiggestellt, obwohl 21.000 Wohnungen benötigt werden.

Büroimmobilien weiter im Aufwind

Infolge der Finanzkrise sind auch die Preise für Büroimmobilien deutlich gefallen und liegen noch rund 50% unter den Höchstwerten von 2007. Beflügelt von der starken konjunkturellen Erholung und der wachsenden Nachfrage institutioneller Investoren sind auch die Preise auf den Gewerbeimmobilienmärkten im vergangenen Jahr um fast 18% im Vergleich zu 2014 gestiegen¹. Infolge der starken Erholung bei Büroimmobilien ist die Leerstandsquote in Dublin, dem größten Standort für Gewerbeimmobilien, inzwischen auf unter 8% gesunken. Im Dublins Business District bewegt sich der Leerstand in Richtung 1,5% (Grade A-Buildings) bzw. 6% (CBD).⁸ Dagegen ist das Preiswachstum bei Einzelhandels- und Industrieimmobilien mit etwa 10% bzw. 5% bislang nur moderat ausgefallen. Als Folge der hohen Investmentaktivitäten auch von der Unternehmensseite dürften die Mieten und die Kapitalwerte bis 2018 weiter steigen. Festzuhalten ist, dass der Gewerbeimmobiliensektor hauptsächlich von ausländischen Investoren dominiert wird. Er kann daher abhängig vom Investorensentiment deutlichen Schwankungen unterliegen.

Irischer Immobilienmarkt dürfte vom Brexit profitieren

Umfragen bzw. Studien zufolge könnten bei einem Brexit bis zu 30.000 Arbeitskräfte aus der Stadt an der Themse in Richtung Irland bzw. Dublin abziehen. Da das Flächenangebot in Dublin bis Ende des Jahres bzw. 2019 rund 300.000 qm umfassen soll, könnte dieser Umzug das zur Verfügung stehende Flächenangebot an Core- und Secondary Bürogebäuden in der Hauptstadt überschreiten. Gleichwohl sind weitere Flächen im Umfang von 100.000 qm in der Planung.⁸

Ausblick Irland

Ähnlich wie die Immobilienmärkte in Kontinentaleuropa profitiert auch Irland sowohl von einer hohen Risikoprämie als auch von möglichen Verschiebungen der Nachfrage von London hin zu den wichtigsten Metropolen in der EU. Viele internationale Investoren schätzen den irischen Immobilienmarkt – und hier vor allem Dublin – in Hinblick auf die Entwicklung der Kapitalwerte als relativ interessant ein. Die Attraktivität des Landes speist sich zudem aus dem starken Bevölkerungswachstum, der jungen gut ausgebildeten Workforce, der vergleichsweise geringen Lebenshaltungskosten, der hohen Anziehungskraft US-amerikanischer Finanz- und Technologiefirmen, der geringen Körperschaftssteuer sowie des geringen Preisniveaus im Vergleich zu anderen Metropolen in Europa.

Gewinner sind nicht immer die Ersten

Von Karl-Heinz Thielmann

Das Interesse von erfolgreichen Anlegern konzentriert sich berechtigterweise zumeist auf die Marktführer in einer Branche. In Wachstumsbereichen wie z .B. der Technologie hängen Unternehmensgröße und Erfolg stark miteinander zusammen, wie aktuell die Beispiele SAP, Alphabet (vgl. hierzu „*Mit ruhiger Hand*“ **Nr. 40 vom 7. September 2015**), Facebook oder Amazon zeigen.

Speziell bei Oligopolen in relativ gesättigten Märkten ist es oft so, dass zwei bis vier Unternehmen eine führende Marktposition haben. Für den Unternehmenserfolg ist dann weniger das Wachstum entscheidend, sondern vor allem das effiziente Management eines bestehenden Marktanteils. Kleinere Anbieter können dann sogar im Vorteil sein: Sie haben im Gegensatz zu dem größten Unternehmen weniger mit der Bürokratie von großen Organisationen zu kämpfen. Ihnen fällt es oft leichter, fokussiert zu bleiben und sich auf profitable Marktsegmente zu konzentrieren.

Im Folgenden werden Unternehmen vorgestellt, die es geschafft haben, aus der Position des Verfolgers für die Aktionäre langfristig eine Rendite zu erwirtschaften, die besser war als beim Marktführer oder anderen Konkurrenten. Hierbei handelt es sich um HeidelbergCement (gerade zur globalen Nr. 2 bei Baustoffen hinter LafargeHolcim aufgestiegen); PepsiCo (weltweit Nr. 2 bei Erfrischungsgetränken nach Coca Cola) und Michelin (global Nr. 2 bei Reifen).

Nach vorne geschoben: HeidelbergCement

Die Ursprünge des Baustoffkonzerns HeidelbergCement gehen auf das Jahr 1873 zurück. Seitdem baute das Unternehmen seine Marktposition durch zahlreiche Akquisitionen zuerst in Deutschland, seit 1963 auch in Europa, 1977 Nordamerika und seit 1995 in Asien kontinuierlich aus. Insbesondere vor der Finanzkrise verfolgte das Unternehmen – angetrieben von dem damaligen Hauptaktionär Adolf Merkle – einen aggressiven Akquisitionskurs. Dessen Höhepunkt war im Mai 2007 der Kauf des britischen Baustoffkonzerns Hanson für 14,0 Mrd. €; der bis dahin größten Übernahme im Baustoffsektor. Hiermit verbunden war auch eine strategische Neuausrichtung: HeidelbergCement wandelte sich vom reinen Zementproduzenten zum breiter aufgestellten Baustoffkonzern.

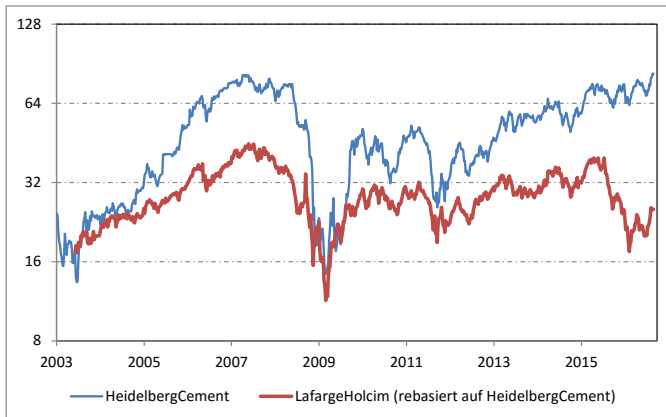
Nach der Finanzkrise 2009 musste die stark verschuldete Firma über eine Notkapitalerhöhung gerettet werden, die den Anteilsbesitz von Ludwig Merkle (als Erbe von Adolf Merkle) von 78% auf 26% verwässerte und dementsprechend den Streubesitz auf 74% erhöhte. Der gestiegene Free Float und erhöhte Handelsvolumina erlaubten 2010 die Aufnahme in den Leitindex DAX.

Nachdem infolge der Krisenjahre zunächst die finanzielle Gesundung des Konzerns im Vordergrund stand, wurde am 1. Juli 2016 mit dem Erwerb einer Beteiligung von 45 % an Italcementi S.p.A ein weiterer wichtiger Expansionsschritt vorgenommen. Hierdurch schiebt sich HeidelbergCement von der Nr. 5 (2014) zur Nr. 2 im globalen Baustoffsektor vor und liegt nur noch hinter dem erst 2015 entstandenen Konzern LafargeHolcim. Beide Firmen sind inzwischen die mit Abstand größten nichtchinesischen Baustoffkonzerne. In den jeweiligen Teilsegmenten ist HeidelbergCement damit inzwischen weltweit zur Nummer 1 bei Zuschlagstoffen, Nummer 2 bei Zement und Nummer 3 bei Transportbeton. Der erweiterte Konzern ist in rund 60 Ländern tätig und hat 63.000 Mitarbeitern in über

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

3.000 Standorten. Er umfasst 156 Zementwerke (Produktionskapazität von 197 Mio. Tonnen pro Jahr), mehr als 1.700 Transportbetonwerke und über 600 Förderstätten für Zuschlagstoffe.

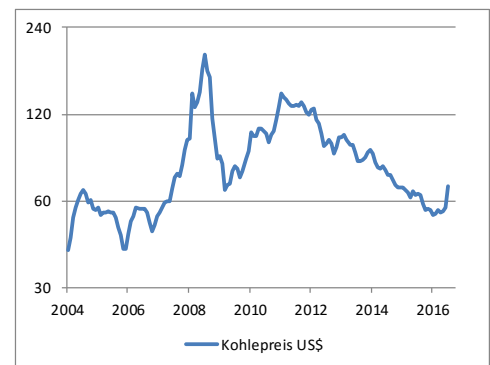


Die Fusion von Holcim und Lafarge lief bislang alles andere als problemlos ab: Es gab zunächst unrealistische Einsparziele, zahlreiche regionale Überlappungen, operative Schwächen (insbesondere bei Lafarge) sowie gravierende Unterschiede in der Unternehmenskultur. Im Gegensatz hierzu sind bei HeidelbergCement und Italcementi relativ wenig Schwierigkeiten zu befürchten, beide Firmen ergänzen sich relativ gut. Das Synergieziel ist mit 400 Mio. € eher

bescheiden formuliert und lässt Spielraum für positive Überraschungen.

Die Ertragsentwicklung bei HeidelbergCement verlief in den letzten Quartalen sehr erfreulich. Im ersten Halbjahr 2016 konnte trotz stagnierender Umsätze ein Anstieg des operativen Ergebnisses um 15% vermeldet werden. Allerdings darf dabei nicht übersehen werden, dass die damit verbundene Verbesserung der operativen Marge um 1,9% vorwiegend auf gesunkene Energiekosten zurückzuführen war. Der Anteil der Energiekosten am Umsatz fiel von 10,3% (Q4 2014) auf zuletzt 8,6% (Q2 2016) zurück.

Im 2. Quartal 2016 haben die Kohlepreise wieder deutlich angezogen, was sich mit etwas Zeitverzögerung auch in Kostensteigerungen für HeidelbergCement bemerkbar machen wird. Die Profitabilität dürfte deshalb zunächst nicht auf dem derzeit sehr hohen Niveau zu halten sein. Dies relativiert auch den aktuell guten freien Cashflow, der sich von Juli 2015 bis Juni 2016 auf 1,17 Mrd. € summierte.



Quelle: IWF

Aufgrund der hohen Abhängigkeit von fossilen Brennstoffen hat die Verbesserung der Energieeffizienz nicht nur eine zentrale Bedeutung für eine Beibehaltung niedriger Kosten, sondern auch für den CO₂-Ausstoß. HeidelbergCement hat zwar in den letzten Jahren die Emissionen etwas senken können, kommt aber nicht von der Kohle los, die seit Jahren mit ca. 60% Anteil Hauptbrennstoff ist.

Die finanzielle Situation hat sich per 30.6.2016 mit einer Nettoverschuldung von 5,9 Mrd. € (Vorjahr: 6,3 Mrd. €) sowie einem Verschuldungsgrad von 2,2 (Vorjahr: 2,6) gegenüber den Vorjahren deutlich verbessert. Das Kreditrating ist dennoch nur bei Ba1 (Moody's), eine Stufe unter Investmentgrade. Mit dem Kauf von Italcementi wird sich die Verschuldungslage zunächst wieder verschlechtern. Allerdings werden zur Finanzierung der Akquisition nicht nur neue Schulden aufgenommen, sondern auch Unternehmensteile verkauft. Angesichts der guten Cash-Generierung sowie derzeit günstiger Finanzierungsbedingungen am Kapitalmarkt dürften die neuen Schulden aber relativ zügig wieder abgebaut werden, per Ende 2016 hält das Management einen Nettoverschuldungsgrad von 2,5 für möglich. Gegen Ende 2017 erscheint eine Höherstufung des Kreditratings realistisch.

Mit ruhiger Hand

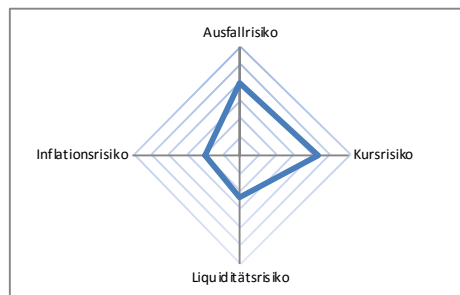
Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Als positiver Faktor für die Geschäftsentwicklung von HeidelbergCement könnte sich herausstellen, dass sich derzeit sowohl in den USA wie auch in Großbritannien eine Abkehr von der Austeritätspolitik abzeichnet. Öffentliche Infrastruktur-Großprojekte werden diskutiert, um die Einkommensentwicklung in zurückgebliebenen Regionen zu fördern. Während die neue britische Premierministerin Teresa May mit Angaben über die Größenordnung allerdings bisher relativ vage blieb, hat US-Präsidentenskandidatin Hillary Clinton ein Programm vorgestellt, dass zusätzliche Ausgaben in Höhe von 275 Mrd. US\$ in den nächsten 5 Jahren vorsieht. Konkurrent Donald Trump lässt regelmäßig verlauten, dass man noch viel mehr ausgeben müsste, als von Clinton vorgesehen.¹

HeidelbergCement AG			
Website:	http://www.heidelbergcement.com/de	Kurs 2.9.2016: 82,55 €	Börsenwert (Mrd.€): 15,5
Hauptbörse:	Xetra	Land: Deutschland	WKN: 604700
			ISIN: DE0006047004

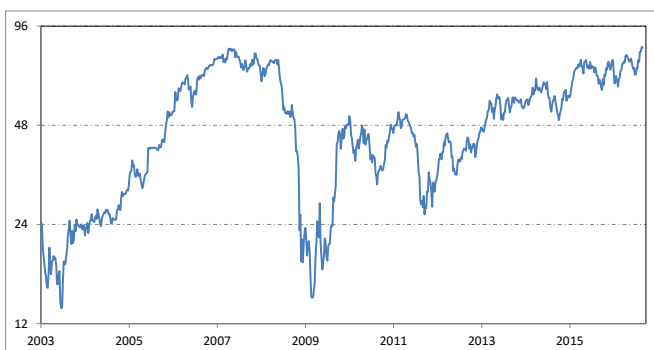
Die derzeitige Börsenbewertung von HeidelbergCement impliziert, dass der freie Cashflow in den nächsten Jahren auf ca. 800 Mio. p.a. zurückfällt und kaum weiter verbessert werden kann. Dies setzt einen deutlichen Kohlepreisanstieg und stagnierendes Geschäft voraus. Angesichts der durch die Industriekonsolidierung deutlich verbesserten Marktposition sowie der Aussicht auf einen Anstieg von Infrastrukturausgaben in wichtigen Märkten ergeben sich aber realistische Chancen, dass die tatsächliche Entwicklung deutlich besser verläuft, als es der aktuelle Kurs einpreist.

Gewinnänd. bis 2018e Ø p.a.		15%
Bewertungskennziffern		
KGV	KGV	KBV
2016e	2017e	aktuell
16,3	14,4	1,0
Divrend.	Divrend.	Unt.wert
2016e	2017e	zu Umsatz
2,0%	2,4%	2,0



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

Langfristige Kursentwicklung (€):



Kursentwicklung relativ zu Aktien Europa:



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

Angesichts der starken Abhängigkeit von Rohstoffpreisen ist die Aktie von HeidelbergCement vorwiegend für risikobewusste Anleger als Basisinvestment (2%-4% Portfoliogewicht) geeignet. Chancenorientierte Investoren sollten sie eher als Beimischung (0%-2% Portfoliogewicht) ansehen.

Empfehlungshistorie: bisher keine Empfehlungen.

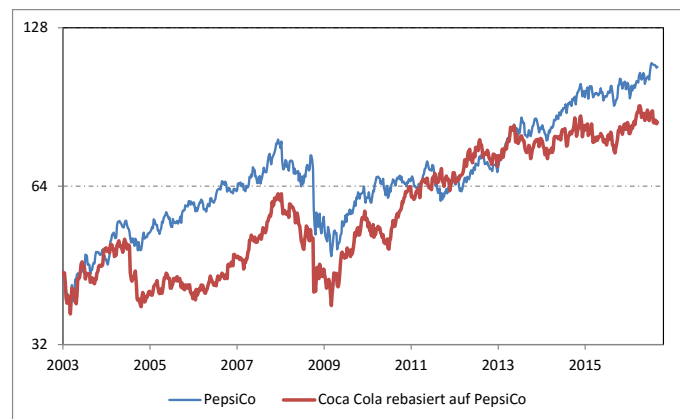
Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Der Doppel-Oligopolist: PepsiCo

PepsiCo ist ein US-amerikanischer Konzern, der sich auf Erfrischungsgetränke, Salzgebäck-Snacks und Frühstückszerealien spezialisiert hat. Ähnlich wie beim Wettbewerber Coca Cola liegen die Ursprünge der Firmengeschichte um 1900. Ca. 1890 entwickelte der Apotheker Caleb Bradham ein Erfrischungsgetränk, für das er 1902 die Marke Pepsi Cola kreierte sowie die Pepsi Cola Company zur Vermarktung gründete. Trotz aller Versuche von PepsiCo, den Rückstand aufzuholen, erwies sich Marktführer Coca Cola jedoch als uneinholbar. Im Gegensatz zur Coca Cola Company, die sich nach wie vor auf Getränke fokussiert hat, diversifizierte PepsiCo durch die Fusion mit Frito Lay schon 1965 in den Bereich Nahrungsmittel. Die starke Cash-Generierung im Getränkegeschäft wurde so zur Expansion in weitere Geschäftsbereiche genutzt. Inzwischen werden bei PepsiCo nur noch ca. 47% der Umsätze mit Getränken erzielt.

Bei Softdrinks bildet PepsiCo (Weltmarktanteil 21%) zusammen mit Coca Cola (Weltmarktanteil 49%) ein relativ dominantes Oligopol. Obwohl sich beide Konzerne bei ihren Kernmarken oft publizitätswirksam in der Werbung aggressiv angreifen und scheinbar hart Konkurrenz machen, hat dies ihrer Profitabilität nicht geschadet. Insofern erscheint der in der Öffentlichkeit ausgetragene Konflikt zwischen beiden Unternehmen vor allem als eine Medieninsze-



nung, die allerdings beiden Unternehmen in ihrer effektiven Abgrenzung gegenüber anderen Wettbewerbern hilft. Insgesamt erreicht PepsiCo bei der Werbung durch den Fokus auf sowohl witzige wie auch provokative Werbespots eine relativ hohe Effektivität. Deshalb halten sich auch die Marketingausgaben mit 6,3% der Umsätze (2015) trotz einer hohen Aufmerksamkeitswirkung in einem relativ zu anderen Konsumgüteranbietern bescheidenen Rahmen.

53% der Umsätze werden derzeit mit Nahrungsmitteln – vor allem Snacks – erzielt. Bei Snacks ist PepsiCo globaler Marktführer. 6 der 10 globalen Top-Marken bei Salzgebäck gehören zu PepsiCo; Wettbewerber wie Kellogg's (Pringles) haben jeweils nur einzelne Top-Produkte. 2001 wurde der traditionsreiche Zerealienproduzent Quaker Oats erworben und damit der Grundstein gelegt für den Aufbau eines weiteren Geschäftsfeldes, das den Konsumtrend zu gesunden Produkten reflektiert.

Hauptrisikofaktor für PepsiCo ist derzeit, dass viele der Hauptprodukte sehr salz- und zuckerhaltig sind und bei übermäßigem Konsum zur Fettsucht führen, was wiederum Folgeerkrankungen wie Diabetes zur Folge hat. Die Firma reagiert darauf zum einen mit einer Stärkung von Quaker Oats sowie der Lancierung von gesünder bzw. ökologischer wirkenden Angeboten; wie z. B. den Mehrkornsnacks "Walker Sunbites" oder einer Bio-Version von Gatorade. Ein erheblicher Anteil des Forschungsaufwandes wird dafür ausgegeben, bereits bestehende Produkte dahin gehend zu verändern, dass der gleiche Geschmack mit deutlich geringeren Mengen von Salz, Zucker oder gesättigten Fettsäuren erzielt wird. Aus "fun for you"-Produkten sollen so "better for you"-Produkte werden.²

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

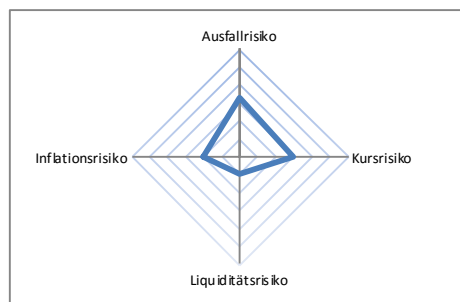
PepsiCo

Website: http://www.pepsico.com/investors	Kurs 2.9.2016: \$107,92	Börsenwert (Mrd.€): 143,5
Hauptbörse: NYSE	Land: USA	WKN: 851995
		ISIN: US7134481081

Regionale Schwerpunkte liegen vor allem in USA (2015 56% Umsatzanteil); Mexiko (6%), Kanada (4%), Russland (4%) sowie Großbritannien (3%). Die Abhängigkeit von Russland hat sich 2015 sehr negativ auf die Geschäftsentwicklung ausgewirkt. Auch in Lateinamerika wurde PepsiCo von der Schwäche der dortigen Volkswirtschaften stark betroffen; die Aktivitäten in Venezuela wurden komplett eingestellt. Trotz eines um Währungs- und Sondereffekte bereinigten Umsatzwachstums von 5% wurde deshalb ein Rückgang von 5% ausgewiesen.

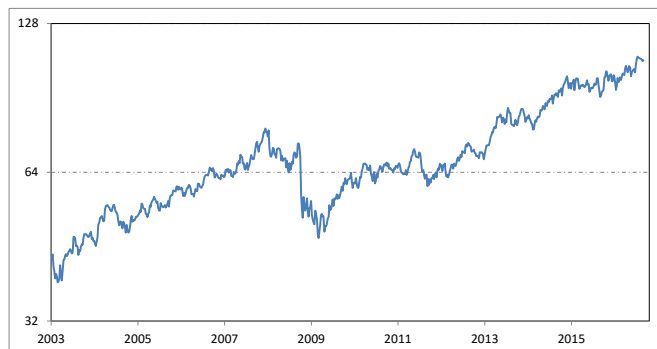
Trotz der Rückschläge bei der Expansion in Schwellenländern hat PepsiCo in den vergangenen Jahren beständig den freien Cashflow gesteigert und 2013-2015 durchschnittlich 8,2 Mrd. US\$ p.a. erzielt. Angesichts der günstigen Zinssituation wurde die Verschuldung erhöht, weshalb 2015 9 Mrd. US\$ an die Aktionäre weitergegeben wurden; 4 Mrd. US\$ in Form von Dividenden; 5 Mrd. US\$ in Form von Aktienrückkäufen. PepsiCo hat seit 43 Jahren die Dividenden kontinuierlich erhöht.

Gew.änd. bis 2018e Ø p.a.:		9%
Bewertungskennziffern		
KGV	KGV	KBV
2016e	2017e	aktuell
22,7	20,9	13,5
Divrend.	Divrend.	Unt.wert
2017e	2016e	zu Umsatz
2,8%	3,0%	3,3

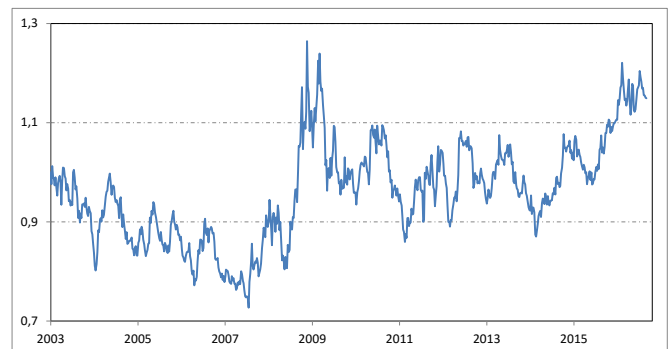


Nachhaltigkeit: ausreichend	
Risikokennziffern	
Ausfallrisiko	Liquiditätsrisiko
3,3	1,0
Kursrisiko	Inflationsrisiko
3,0	2,0

Langfristige Kursentwicklung (US\$):



Kursentwicklung relativ zu Aktien Global:



Anmerkungen: Die Angaben für die erwartete Gewinnänderung und die Bewertungskennziffern basieren auf eigenen Prognosen. Vergleichsindex für die relative Kursentwicklung ist der STOXX® Global 1800.

Die relativ gesicherte Marktposition von PepsiCo sowie der Fokus des Managements sowohl auf die Erwirtschaftung hoher freier Cashflows sowie deren Weitergabe an die Aktionäre machen die Aktie vor allem für an hoher Stabilität orientierte Anleger sehr attraktiv. Sie ist daher derzeit unserer Einschätzung nach für chancenorientierte Investoren als Basisinvestment (2%-4% Portfoliogewicht) und für konservative Anleger als Beimischung (0%-2% Portfoliogewicht) geeignet.

Empfehlungshistorie: bisher keine Empfehlungen.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Nicht auf heißen Reifen unterwegs: Michelin und das Reifenoligopol

Der 1883 gegründete französische Konzern Michelin ist mit einem Umsatz von 21,2 Mrd. € (2015) nach Bridgestone (Japan, Umsatz mit Reifen 27,1 Mrd. €) der zweitgrößte Reifenhersteller der Welt. Gemeinsam mit Goodyear (USA, Reifenumsatz 16 Mrd. €) sowie Continental (Deutschland, Reifenumsatz 11,4 Mrd.€) dominieren diese Firmen den Reifenmarkt. Sie bilden insbesondere in Amerika und Europa ein starkes Oligopol mit zusammen jeweils ca. 2/3 Marktanteilen. In Asien ist die Konkurrenz durch regional starke Hersteller wie Hankook (South Korea), Sumitomo (Japan), Maxxis International (Taiwan) oder Yokohama (Japan) höher und die Dominanz entsprechend geringer.

Obwohl der Name Michelin durch Reiseführer, Restaurantkritiken etc. auch in anderen Zusammenhängen sehr bekannt ist, werden – im Gegensatz zu den Wettbewerbern – die Umsätze fast ausschließlich mit Reifen erzielt. Michelin hat sich als Innovations- und Qualitätsführer positioniert. Dieser Anspruch wird durch zahlreiche Top-Positionen in Vergleichstests der Autofachpresse und von Testinstituten immer wieder bestätigt.

Im 1. Halbjahr 2016 wurden 57,5% der Umsätze mit PKW-Reifen erzielt (operative Marge 13,8%). 28,2% der Umsätze resultierten aus LKW-Reifen (operative Marge 9,9%); 14,3% aus Reifen für Spezialanwendungen (Bergbau, Motorrad, Flugzeuge, Agrar; operative Marge 20,6%). Damit ist Michelin in relativ zyklischen Industrien tätig, bei denen zudem – gerade bei PKW- und Lkw-Erstausrüstungen – die Einkäufer der Automobilindustrie unter starkem Kostensenkungsdruck stehen. Insofern macht Michelin laufend Preiszugeständnisse (Verkaufspreise 1. Halbjahr 2016 -2,7%), die derzeit allerdings auch die Weitergabe von geringeren Rohstoffkosten an Kunden reflektieren. 2012 wurde ein Einsparprogramm implementiert, das die Kosten bisher um jährlich ca. 250 Mio. € verminderte und damit entscheidenden Einfluss auf die Beibehaltung einer hohen Profitabilität hatten.

Trotz des schwierigen Wettbewerbsumfelds in einigen Hauptmärkten gelang es Michelin, in den vergangenen Jahren freien Cashflow zu erzielen, der über Aktienrückkäufe und hohe Dividenden an die Aktionäre zurückgegeben wurde. 2015 wurden eigene Aktien im Umfang von 451 Mio. € zurückgekauft; für 2016 sind ca. 300 Mio. € angepeilt. Dies entspricht zusammen ca. 5% der Marktkapitalisierung. Die Dividende für 2015 betrug 2,85 €. Dies entspricht 37% des Nettogewinns nach Sondereffekten. Diese Relation ist auch die Richtgröße für die Ausschüttungspolitik der nächsten Jahre.

Die finanzielle Situation ist nicht nur aufgrund der hohen Cash-Generierung, sondern auch angesichts einer relativ niedrigen Verschuldung sehr solide. Der Verschuldungsgrad betrug trotz der Aktienrückkäufe zum 30.6.2016 nur 18%. Die solide Position kommt auch in langfristigen Kreditratings zum Ausdruck, die im Vergleich mit anderen Industrieunternehmen überdurchschnittlich sind: bei Standard & Poor's A- (vom 29 Januar 2016; Ausblick stabil) sowie bei Moody's A3 (vom 20.März 2015; Ausblick stabil). Auch hin Hinblick auf Umweltschutz sticht Michelin in der Branche hervor: Laut Einschätzung der Nachhaltigkeitsrating-Agentur RobecoSAM ist die Firma im Bereich der Autozulieferer derzeit das global führende Unternehmen in Hinblick auf Nachhaltigkeit.

Die guten Einschätzungen sowohl in Hinblick auf finanzielle Solidität als auch in Bezug auf Umweltfragen bestätigen den Eindruck eines in verschiedener Hinsicht sehr verantwortungsbewusst handelnden Managements.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

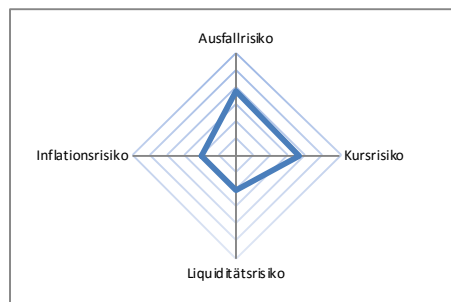
Michelin			
Website:	http://www.michelin.com/eng/	Kurs 2.9.2016: 96,00 €	Börsenwert (Mrd.€): 17,5
Hauptbörse:	Euronext	Land: Frankreich	WKN: 850739
			ISIN: FR0000121261

Mit einem KGV 2017e von unter 11 und einer Dividendenrendite von über 3% gehört die Aktie von Michelin zu den relativ niedrig bewerteten Titeln. Hierin spiegelt sich eine generelle Marktskepsis gegenüber zyklischen Aktien wieder – insbesondere wenn sie einen Bezug zur Autoindustrie haben.

Im Gegensatz zu den Fahrzeugherstellern haben Reifenproduzenten kaum mit den strukturellen Problemen der Branche zu kämpfen: die Umstellung auf Elektromobilität bzw. autonomes Fahren; zunehmende Interaktivität von Autos als Technologieplattform etc. betreffen sie nur am Rande. Zudem gibt es mit Reifen für industrielle Anwendungen noch Potenzial für margenstarke Produkte außerhalb der Autoindustrie. In diesem Umfeld bestehen für Michelin mit seinen Schwerpunkten auf hochwertigen, innovativen sowie relativ umweltfreundlichen Produkten gute Aussichten für eine weitere Verbesserung der Profitabilität. Insofern hat die Firma als operative Margenziele für die nächsten Jahre 11%-15% für das PKW-Geschäft; 9%-13% für das LKW-Geschäft sowie 17%-24% für Spezialanfertigungen formuliert.

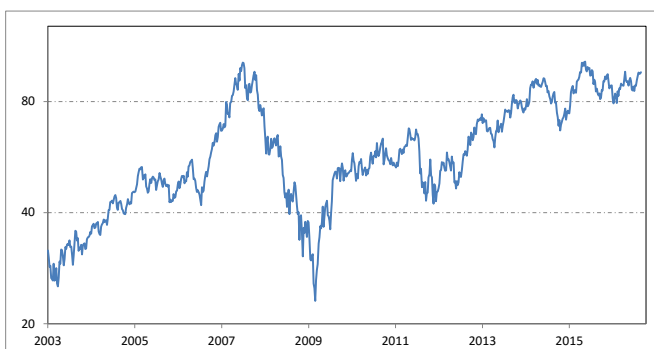
Gewinnänd. bis 2018e Ø p.a. 12%		
Bewertungskennziffern		
KGV	KGV	KBV
2016e	2017e	aktuell
11,5	10,5	1,9
Divrend.	Divrend.	Unt.wert
2016e	2017e	zu Umsatz
3,2%	3,4%	1,5

Langfristige Kursentwicklung (€):



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

Kursentwicklung relativ zu Aktien Europa:



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

Mit der Priorisierung von Qualität und Profitabilität vor Expansion sowie der weitgehenden Weiterleitung der erzielten freien Cashflows an die Aktionäre hat Michelin eine Geschäftsstrategie, die sowohl zukunftsichernd wie auch aktionärsfreundlich ist. Die Aktie ist deshalb derzeit unserer Einschätzung nach vor allem für chancenorientierte Investoren als Basisinvestment (2%-4% Portfoliogewicht) geeignet, kann aber auch für risikobewusste Anleger als Beimischung (0%-2% Portfoliogewicht) infrage kommen.

Empfehlungshistorie: bisher keine Empfehlungen.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Anhang

Quellen:

Wesentliche Informationsquellen: Hauptinformationsquelle bei Unternehmensanalysen sind Geschäfts- und Quartalsberichte des Emittenten sowie von der Investorenbetreuung des Emittenten auf Webseiten, Investorenkonferenzen oder Analystenveranstaltungen zur Verfügung gestellte Informationen. Diese Quellen wurden sofern nicht anders angegeben bei den in dieser Ausgabe veröffentlichten Analysen nur passiv genutzt, die Emittenten haben nicht aktiv Informationen beigesteuert. Darüber hinaus werten wir auch Beiträge der seriösen Wirtschaftspresse sowie Nachhaltigkeitsreports über den jeweiligen Emittenten aus.

Spezielle Quellen für diese Ausgabe:

Quellen zu „Klartext: Der diskrete Charme des Oligopols“:

1. Vgl. Silver, David (2015): **“4 Industrial-Gas Suppliers With Potential”**; Morningstar.com <http://www.morningstar.com/cover/vidocenter.aspx?id=698046> (zuletzt abgerufen 31.08.2016)
2. Vgl. Saunders, Amy (2015) **“Preview: The top 100 global cement companies and global per capita capacity trends”** Global Cement Magazine 01 Dezember 2015; <http://www.globalcement.com/magazine/articles/964-preview-the-top-100-global-cement-companies-and-global-per-capita-capacity-trends> (zuletzt abgerufen 31.08.2016)
3. Vgl. Roach Dylan (2016): **“These 5 beer makers own more than half of the world's beer”**; businessinsider.de vom 9.2.2016; <http://www.businessinsider.de/biggest-beer-companies-in-the-world-2016-1?r=US&IR=T> (zuletzt abgerufen 31.08.2016)
4. Vgl. Henkel, Christiane Hanna (2015): **„Dow-DuPont als mutiges Ziel“**; NZZ online 12.12.2015, <http://www.nzz.ch/wirtschaft/dow-dupont-als-mutiges-ziel-1.18661800> (zuletzt abgerufen 31.08.2016)
5. Vgl. Chazan, Guy & Whipp, Lindsay (2016): **“Bayer’s \$62bn bid is yet to grow on investors”** Financial Times (Europe), 24. May 2016; Seite: 15
6. Vgl. Wu, Tim (2013): **“The Oligopoly Problem”**, The New Yorker 15.4.2013 <http://www.newyorker.com/tech/elements/the-oligopoly-problem> (zuletzt abgerufen 31.08.2016)
7. Vgl. hierzu Economic Sciences Prize Committee of the Royal Swedish Academy of Sciences (2014): **“Jean Tirole: Market Power and Regulation”**; Stockholm 2014
8. Vgl. Siegel Jeremy J. (2008) **“Stocks for the long run”**, 4. Auflage, 2008, Mcgraw-Hill Publ.Comp. S. 51 ff.
9. The Economist (2016): **“Don’t Buff it up”**; The Economist 13.8.2016 <http://www.economist.com/news/business/21704841-investing-hero-not-model-how-reform-americas-economy-donu2019t-buff-it-up> (zuletzt abgerufen 31.08.2016)

Quellen zu „Wieder im Aufwind: die Immobilienmärkte in Irland und Spanien“:

1. Nationales Statistiskamt INE, 2016
2. Standard & Poor’s S&P, European Housing Market Update, 2016
3. Global Property Guide, <http://www.globalpropertyguide.com/Europe/Spain/Price-History>
4. Spanish Property Insight, August 2016
5. Deka, Länderanalyse Spanien 2016
6. Eurostat House Price Index Q1 2016
7. Central Bank of Ireland, 2016
8. Capital Economics, Dublin Office Market 2016

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Quellen zu „Gewinner sind nicht immer die Ersten“:

1. Thomson, Derek (2016): **“One Issue Trump and Clinton Agree On”**; The Atlantic 16.8.2016
<http://www.theatlantic.com/business/archive/2016/08/the-one-issue-where-trump-and-clinton-agree/496064/> (zuletzt abgerufen 31.08.2016)
2. Seabrook, John (2011): **“Snacks for a Fat Planet”**; The New Yorker 16.5.2011
<http://www.newyorker.com/magazine/2011/05/16/snacks-for-a-fat-planet> (zuletzt abgerufen 31.08.2016)

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 17.
- 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 20.
- 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 5.9.2016.
- 5) Datum und Uhrzeit der darin angegebenen Preise von Finanzinstrumenten entsprechen – sofern nicht anders gekennzeichnet – dem Schlusskurs vom letzten Handelstag vor dem Erscheinungsdatum an der genannten Hauptbörse des jeweiligen Finanzinstruments.
- 6) Aktualisierungen: Für Aktualisierungen der bestehenden Analysen aus der aktuellen Ausgabe ist kein fester Zeitraum vorgesehen und besteht auch keine Verpflichtung.
- 7) Hinweis auf eigene Finanzanalysen aus den der Veröffentlichung vorausgegangenen zwölf Monaten, die sich auf dieselben Finanzinstrumente oder Emittenten beziehen: keine Veröffentlichungen.

Hinweis gemäß § 5 FinAnV:

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

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

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

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Systematik der Anlageempfehlungen:

a) Unser System der Unternehmensanalyse:

1. Mit der **qualitativen Analyse** werden Erfolgsfaktoren identifiziert, durch die Unternehmen eine anhaltende Fähigkeit zur Generierung von freiem Cashflow bzw. Überschusskapital haben: Weil sie a) aufgrund von dauerhaften Wettbewerbsvorteilen über eine überdurchschnittliche Marktposition verfügen; b) ein am langfristigen Unternehmenserfolg ausgerichtetes Management haben; c) den Erfolg nicht auf Kosten der Mitarbeiter oder der Umwelt erzielen (Corporate Governance; Nachhaltigkeit) bzw. d) von globalen Megatrends profitieren.
2. **Finanzstatusanalyse:** Bilanz, Gewinn-und-Verlust-Rechnung sowie Cashflow Rechnungen aus den aktuellsten Geschäftsberichten werden mit Bilanzkennzahlen ausgewertet.
3. Die **Bewertungsanalyse** wird auf der Basis eigener Prognosen mittels allgemein anerkannter und weitverbreiteter Methoden der fundamentalen Analyse wie dem DCF-Modell; der Kennzahlenanalyse (insbesondere Kurs-Gewinn-Verhältnis; Dividendenrendite; Kurs-Buchwert; Unternehmenswert zu Umsatz) sowie von Peergroup-Vergleichen durchgeführt.
4. Bei der technischen Analyse untersuchen wir langfristige Trendverläufe sowohl in der absoluten Kursentwicklung wie auch in der relativen Kursentwicklung zu einem Vergleichsindex. Sofern nicht anders bezeichnet, ist für europäische Aktien dieser Vergleichsindex der STOXX® Europe 600 Preisindex; für außereuropäische Aktien der STOXX® Global 1800 Preisindex.
5. Darüber hinaus erfassen wir auch die **Risikofaktoren**, die einem langfristigen Anlageerfolg entgegenstehen. Dabei werden folgende Risiken einzeln bewertet:

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

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

Liquiditätsrisiko (eine Kapitalanlage kann mangels Nachfrager nicht oder nur unter Wert verkauft werden). Kriterien für das Liquiditätsrisiko sind: Tiefs bei Börsenumsätzen; Bid Ask Spread; Transaktionskosten, etc.

Inflationsrisiko (eine Kapitalanlage wird durch Steigerungen des allgemeinen Preisniveaus entwertet). Kriterien für das Inflationsrisiko sind: Duration, Kapitalintensität, Zinssensitivität, Preiselastizität der Nachfrage, etc.

Die Risikoarten werden nach Schulnoten eingestuft. Im Einzelnen vergeben wir folgende Bewertungen:

- 1: sehr gut (minimales Risiko)
 - 2: gut (praktisch kein Risiko; erhöhtes Risiko nur unter sehr unwahrscheinlichen theoretischen Extremumständen)
 - 3: befriedigend (normalerweise geringes Risiko; unter Extremumständen erhöhtes Risiko)
 - 4: ausreichend (normalerweise leicht erhöhtes Risiko; unter Extremumständen stark erhöhtes Risiko)
 - 5: mangelhaft (hohes Risiko, für Langfristanleger nicht geeignet; möglicherweise aber für Spezialisten mit kontinuierlicher Risikokontrolle oder kurzfristige Anleger noch geeignet)
 - 6: ungenügend (unverantwortlich hohes Risiko)
6. Bei Investmentfonds wird zusätzlich noch die Kostenbelastung bewertet. Hierbei wird ein Schulnotensystem analog zur Risikobewertung verwandt.

b) Empfehlungssystem:

Die Empfehlungen richten sich an einen Anleger mit einem Anlagehorizont von 5-10 Jahren und werden je nach der Risikoausrichtung der Investoren (risikoavers, konservativ, chancenorientiert, risikobewusst) differenziert. Hierbei gibt es 4 Abstufungen: Nicht empfehlenswert (0% Portfoliogewicht); zur Depotbeimischung geeignet (0%-2% Portfoliogewicht); Basisinvestment (2%-4% Portfoliogewicht); Kerninvestment (4%-8% Portfoliogewicht). Ein Anleger sollte bei der Auswahl einzelner Investments auf Risikozusammenhänge zwischen den einzelnen Finanzinstrumenten achten und einen qualifizierten Anlageberater hinzuziehen.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Disclaimer:

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

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

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

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

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

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

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

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

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