

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Nummer 52 / 2. Quartal 2017

Aktienmärkte, Hard Brexit, Hotelimmobilien in Südeuropa sowie Anlegen mit Sammlerstücken



Inhalt dieser Ausgabe:

Seite 2

Klartext: Weniger für mehr

Staatliche Fonds, Notenbanken und Stiftungen erhöhen ihre Aktienbestände. Gleichzeitig kaufen hochprofitable Firmen eigene Aktien zurück oder tätigen Übernahmen. Für immer weniger werdende Anlagemöglichkeiten in interessanten Aktien gibt es immer mehr Investorengelder.

Seite 7

Der Hard-Brexit: absehbares Desaster oder eine Riesenchance für disruptive Unternehmer?

Ökonomen sehen einen Hard Brexit als Schreckensvision. Unternehmer Sir James Dyson hingegen ist optimistisch, weil er die Chance zur Neuausrichtung der britischen Wirtschaft bringt. Wer hat recht?

Seite 13

Immobilien in Südeuropa:

Hotelmärkte zeigen deutliche Signale einer Erholung

Hotelimmobilien in Südeuropa haben schon von der konjunkturellen Entwicklung profitiert. Madrid, Portugal und spanische Küstenregionen bieten aber nach wie vor interessante Anlagemöglichkeiten.

Seite 20

Anleger und Sammler

Das Investment in Sammlerstücken wird Anlegern oftmals als Alternative zu Wertpapieranlagen empfohlen. Doch stimmen die hierfür vorgebrachten Argumente? Oder handelt es sich beim Sammeln und beim Anlegen um zwei grundverschiedene Dinge, die nicht vermischt werden sollten?

Seite 27

Anhang: Quellen, Impressum, rechtliche Hinweise

Seite 32

Disclaimer

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Klartext: Weniger für mehr

Liebe Langfristanleger,

der norwegische Staatsfonds legt die Öleinnahmen des skandinavischen Landes für zukünftige Generationen an. Er ist mit einem Volumen von derzeit ca. 850 Mrd. € einer der größten Investmentfonds der Welt. Ihm gehören jetzt schon 2,5% aller börsennotierten Aktien in Europa (1,3% global).

In der letzten Märzwoche hat die norwegische Regierung dem Parlament einen Gesetzentwurf vorgelegt, mit dem für diesen Fonds zwei wesentliche Änderungen beschlossen werden sollen: 1) eine Erhöhung der strategischen Aktienquote von 60% auf 70% zulasten der Rentenanlage; sowie 2) eine Verminderung des jährlichen inflationsbereinigten Renditeziels von 4% auf 3%.¹



Das erste der beiden Ziele scheint in der aktuellen Kapitalmarktsituation folgerichtig: Die Zinsen von Anleihen mit halbwegs akzeptabler Bonität sind derzeit so niedrig, dass man mit ihnen inflationsbereinigt bestenfalls nichts verliert, wahrscheinlich aber einen Kaufkraftverlust hinnehmen muss. Für einen sehr großen Fonds, der viele hochliquide Anlagen braucht und deshalb nur in geringem Umfang auf Immobilien und Private Equity ausweichen kann, gibt es als Alternative nur die Aktie.

Doch warum wird das Renditeziel vermindert? Normalerweise erhöht ein Anleger die Aktienquote, um mehr Rendite zu erzielen. Zudem hat sich die Rentabilität vieler Aktiengesellschaften stark erhöht. Warum soll das Portfolio mit mehr Aktien also weniger Ertrag bringen?

„Winner takes all“-Märkte, starke Marken, Oligopole und der ganze Rest

Die Profitabilität der meisten großen börsennotierten Unternehmen ist derzeit so hoch wie seit den 50er und 60er Jahren des vergangenen Jahrhunderts nicht mehr. Dies zeigt beispielsweise die Margenentwicklung der im S&P 500 enthaltenen Unternehmen.² Doch während die Gewinnentwicklung vor 60 Jahren vom Wirtschaftsboom der Nachkriegszeit getrieben wurde, waren die vergangenen Jahre durch die Finanzkrise ökonomisch sehr schwierig. Entgegen konventioneller Logik ist im Moment oft festzustellen, dass selbst Firmen ohne Umsatz-Wachstum die Margen steigern können.

Abb. 1: operative Marge der im S&P 500 vertretenen Unternehmen 1994-2016



Gründe für diese ungewöhnliche Entwicklung gibt es mehrere:

- 1) Das Internet hat sogenannte „Winner takes all“-Märkte ermöglicht, die es relativ jungen Technologieunternehmen erlauben, bereits frühzeitig in neuen Märkten global dominante Positionen einzunehmen, wie z. B. Google bei Suchsystemen oder Facebook bei sozialen Netzwerken. Zudem haben diese Firmen zumeist einen relativ geringen Kapitalbedarf, was es ihnen ermöglicht, dauerhaft eine sehr hohe Free-Cashflow-Rentabilität zu etablieren.
- 2) In bereits relativ gesättigten Märkten wie z. B. Zement hat es eine relativ starke Konsolidierung gegeben, bei denen nur noch einige global agierende Konzerne als Wettbewerber übrig geblieben

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

sind. Diese Firmen können einerseits leichter Größenvorteile bei der Kostensenkung realisieren. Andererseits ist oft auch der Wettbewerb zwischen ihnen aufgrund einer oligopolistischen Marktstruktur weniger intensiv geworden.

- 3) Es gab einen Strategiewechsel bei vielen Unternehmen weg von Expansion hin zur Fokussierung auf eigene Stärken. Dies hat beispielsweise in der Nahrungsmittelindustrie dazu geführt, dass einzelne Konzerne sich Marktführerschaft in globale Marktnischen erarbeitet haben, wie z. B. Colgate bei Zahnputzmitteln.
- 4) Niedrige Zinsen haben insbesondere Firmen entlastet, die hoch verschuldet sind bzw. bei denen die Expansion stark auf schuldenfinanzierte Zukäufe beruht, wie z. B. bei Fresenius.

Während niedrige Zinsen nur einen vorübergehenden Vorteil bieten, dürften die anderen Faktoren dafür sorgen, dass die Profitabilität auch in den kommenden Jahren auf einem historisch hohen Niveau bleibt. Dennoch wird dies nicht unbedingt zu einer allgemeinen Attraktivitätssteigerung der Anlageklasse Aktien führen. Denn drei Faktoren führen dazu, dass es eher schwieriger als einfacher wird, am Aktienmarkt herausragende Renditen zu erwirtschaften:

- a) Die Bewertung der Aktienmärkte reflektiert schon in großem Maße die gestiegene Profitabilität.
- b) Die relative Bedeutung der hochprofitablen Firmen an den Aktienmärkten nimmt gerade wegen ihres Erfolges immer mehr ab.
- c) Immer mehr Groß-Anleger haben die Aktienanlage für sich entdeckt und konkurrieren um attraktive Investments.

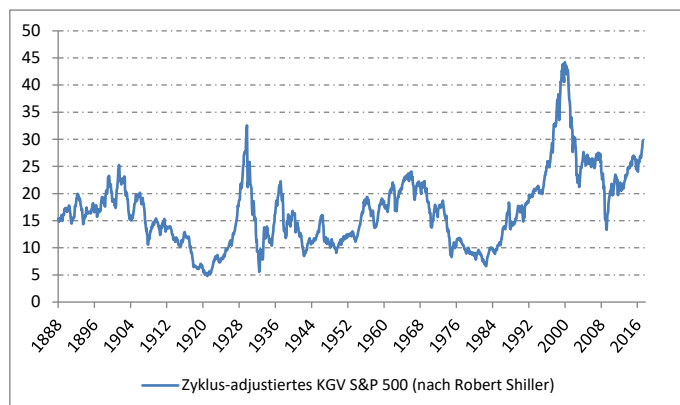
Aktienmarkt-Bewertung: Indikator für baldiges Unheil oder Resultat überragender Profitabilität?

Um die Bewertung eines Aktienmarktes zu messen, hat sich das Durchschnitts-KGVs eingebürgert. Dies ist ein gewichteter Durchschnitt der KGVs aller in einem repräsentativen Marktindex enthaltenen Titel. Diese Kennzahl hat aber ihre Tücken: Denn zum einen wird bei der Gewinnberichterstattung oftmals „adjustiert“; angeblich außerordentliche Belastungsfaktoren werden herausgerechnet. Manche Indexanbieter ignorieren zudem Unternehmen mit Verlusten komplett bei der Ermittlung des Durchschnitts-KGVs. Weiterhin ist die jährliche Gewinnentwicklung durch zyklische Faktoren verzerrt. Dies kann dazu führen, dass der Markt zum Hochpunkt besonders billig erscheint, zum Tiefpunkt hingegen besonders billig.

Nobelpreisträger Robert Shiller hat sich deswegen eine Methodik überlegt, mit der die Schwächen von Markt-KGVs beseitigt werden sollen: Das Zyklus-adjustierte KGV (Cyclical Adjusted Price-Earnings-Ratio; abgekürzt CAPE). Hierbei berechnet er ein KGV auf der Basis der nach den GAAP-Standards ermittelten Durchschnittsgewinne der vergangenen 10 Jahre.³

Und das CAPE-KGV zeigt aktuell bedenkliches: Mit einem Wert von knapp 30 ist es auf einem

Abb. 2: CAPE-Bewertung US-Aktienmarkt seit 1888



Quelle: Robert Shiller / Yale University

Mit ruhiger Hand

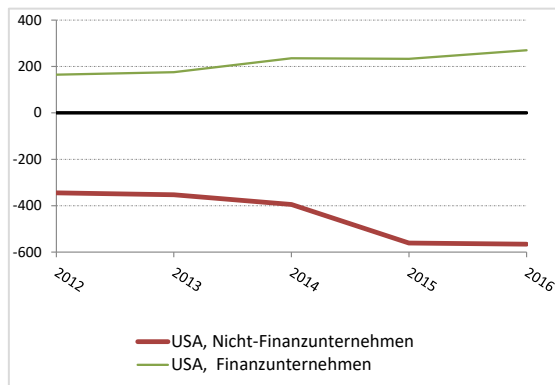
Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Niveau, wie man es bisher nur bei den Finanzmarktblasen 1929 und 2000 gesehen hat. Selbst wenn man die Krisenjahre um 2008 aus dem aktuellen CAPE herausrechnet, kommt man immer noch auf ein CAPE-KGV von ca. 25; ein im historischen Vergleich sehr problematisches Niveau.

Das hohe CAPE lässt zwei Interpretationen zu: Entweder ist der US-Aktienmarkt stark überbewertet, eine größere Marktkorrektur ist deshalb überfällig. Oder, die strukturell erhöhte Profitabilität rechtfertigt eine höhere Marktbewertung als in der Historie. Aber auch nach der zweiten Interpretation wäre der Markt bestenfalls angemessen bewertet, keinesfalls unterbewertet. Unabhängig davon, welchem Szenario man als Anleger zuneigt, die aktuell vergleichsweise hohe Bewertung rechtfertigt zumindest einen vorsichtigen Umgang mit langfristigen Renditezielen bei der Aktienanlage.

The loser takes it all – Aktien von Gewinnerfirmen werden immer knapper

Abb. 3: Netto-Emissionen US-Aktien (Mrd. US\$)



Quelle: Federal Reserve / Financial Accounts of the United States

Es gibt kaum noch interessante Aktien-Neuemissionen. Hochprofitable Firmen haben es im Moment nicht mehr nötig, ihre Expansion am Kapitalmarkt zu finanzieren. Im Gegenteil, diese Unternehmen können es sich sogar leisten, überschüssige Liquidität für Zukäufe von anderen börsennotierten Firmen zu verwenden. Weiterhin sind sie in der Lage, Geld in erheblichem Umfang durch Aktienrückkäufe an ihre Anteilseigner zurückzugeben.⁴

In den USA ist dieser Effekt besonders deutlich. In den von der Federal Reserve ermittelten jährlichen Finanzstatistiken ist erkennbar, dass US-Firmen – zumindest

wenn sie nicht zum Finanzsektor gehören – in den vergangenen Jahren im Saldo massiv Aktien an der Börse gekauft haben, sowohl eigene wie fremde. 2016 entsprach die Summe ihrer Nettokäufe von Aktien mit 565,7 Mrd. US\$ immerhin 2,6% der Marktkapitalisierung zum Jahresende.⁵

Anbieter von Aktienemissionen war in den USA vorwiegend der Finanzsektor aufgrund der Kapitalanforderungen durch die Regulierung; sowie – vor der Schwellenländerkrise 2014 – ausländische Firmen. Im Endeffekt gibt es immer weniger US-Aktien, aus denen die Anleger auswählen können. Und der Anteil hoch profitabler und damit für Investoren attraktiven Investments hieran geht zurück.

Die neue Vergesellschaftung der Aktienanlage

In den vergangenen 2 Jahrzehnten hat sich ein kleiner Kreis von nationalen Institutionen und privaten Stiftungen herausgebildet, welche die langfristige Anlage in Aktien als zentralen Bestandteil ihrer Investmentstrategie definiert haben. Ihre wachsende Bedeutung führt dazu, dass sich institutionelle Aktieninvestments zunehmend bei wenigen Investoren konzentrieren.

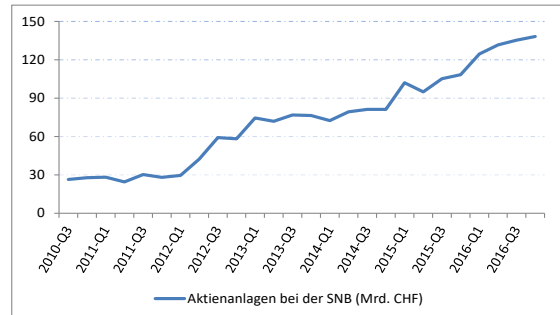
Dies waren bisher vor allem Länder mit strukturellen Leistungsbilanzüberschüssen wie Norwegen, Qatar, Abu Dhabi oder China, die für ihre gigantischen Devisenüberschüsse eine produktive Anlage suchten. Hierfür haben sie Staatsfonds gegründet, die den Wohlstand der jeweiligen Nationen für zukünftige Generationen sichern sollen. Mit Ausnahme von 2015 und 2016, als der Ölpreiseinbruch die Deviseneinnahmen verminderte, kaufen alle diese Fonds jedes Jahr Aktien im Gegenwert von mehreren Milliarden €, und behalten diese i.d.R auch für sehr lange Zeit.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Hinzu kommen inzwischen weitere gewichtige staatliche Institutionen wie z. B. die Schweizerische Notenbank SNB⁶ oder der japanische Government Pension Investment Fund (GPIF)⁷, die sich bei der Anlage langsam von ihrer traditionellen Rentenfixierung lösen und schrittweise immer mehr Aktien kaufen. Die SNB hatte per Ende 2016 bereits 20% ihrer Devisenreserven in Höhe von 691,1 Mrd. CHF hierin angelegt. Sie hält damit bereits für fast 130 Mrd. € Aktien – und kauft laufend zu, weil die Schweiz aufgrund ihrer hohen Exportüberschüsse einen permanenten Zufluss an Devisen hat. Der Wert der Aktien bei der SNB hat sich deshalb – gerechnet in CHF – seit 2010 fast verfünffacht.

Abb. 4: Wert der Aktienbestände bei der SNB



Quellen: Schweiz. Nationalbank SNB; eig. Berechnungen

Der japanische GPIF verdoppelte 2014 die Ziel-Aktiengewichtung von 25% auf 50% zulasten einheimischer Rentenanlagen. Per Ende 2016 verwaltete der Fonds ein Gesamtvolumen von 144.800 Mrd. ¥ (=1.200 Mrd.€). 23,2% der Anlagen (= 280 Mrd. €) waren zu diesem Zeitpunkt in ausländischen Aktien investiert; weitere 23,8% in inländischen Aktien (= 290 Mrd. €). Damit kontrolliert der GPIF schon ca. 6% aller inländischen Aktien. Da zudem die japanische Notenbank jährlich Nikkei 225-ETFs im Gegenwert von ca. 50 Mrd. € kaufen will, kann man davon ausgehen, dass in den nächsten Jahren ein immer größer werdender Teil des japanischen Aktienmarktes in den Staatsbesitz übergeht.⁸

Ein Umdenken in Hinblick auf die Aktienanlage findet im Moment auch im Stiftungswesen statt. Noch vor wenigen Jahren gab es größere Aktienbestände nur bei wenigen Stiftungen vorwiegend in angloamerikanischen Ländern. Bekanntere Beispiele hierfür waren der Wellcome Trust oder Stiftungsvermögen von Universitäten wie Yale, Harvard oder Cambridge. Mit der Gründung der „Bill & Melinda Gates Foundation“ im Jahr 2000 wurde allerdings ein Trend eingeleitet, der in der aktuellen Niedrigzinsphase an Dynamik gewonnen hat: Die Stiftungsgelder von modernen Philanthropen werden langfristig überwiegend in Aktien angelegt, um so die Erträge zu maximieren, die zur bestmöglichen Verfolgung des Stiftungszwecks nötig sind. Im Computer- und Internetzeitalter reich gewordene Stifter wie Bill Gates haben als Unternehmer von der Wertgenerierung an den Aktienmärkten profitiert und übertragen diese Erfahrung auch auf ihre gemeinnützigen Aktivitäten.

Der Trend hin zur Aktienanlage bei Stiftungen wird durch die aktuelle Niedrigzinsphase verstärkt. Denn Stiftungen müssen, um ihre Gemeinnützigkeit zu erhalten, i.d.R. Ausschüttungen für ihren Förderzweck vornehmen – was sich allerdings nicht mehr aus Zinserträgen finanzieren lässt. Ihnen bleibt die Wahl zwischen einer Kannibalisierung des Stiftungsvermögens oder mehr höherrentierlichen Anlagen, wobei Aktien aufgrund ihrer Flexibilität gerade für Stiftungen vorteilhaft sind.

Der norwegische Staatsfonds wird zum gefährlichen Vorbild

Der norwegische Staatsfonds hat in den vergangenen Jahren in mehrfacher Hinsicht einen Trendsetter gespielt: Als Pionier der Anwendung institutionellen Fondsmanagements für staatliche Vermögen, als Voreiter bei der Verschiebung von der Rente hin zur Aktie als bevorzugte Anlageform großer Vermögen; und auch bei der Berücksichtigung ethischer Anlagekriterien (hier allerdings mit bisher nur wenigen Nachahmern). Das Problem dabei ist: Was als Anlagestrategie für ein relativ kleines

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Land wie Norwegen noch gut funktioniert und auch durch Staatsfonds von Qatar oder Abu Dhabi relativ unproblematisch imitiert werden kann, gerät inzwischen an Grenzen, weil immer mehr sehr große Institutionen wie der japanische GPIF oder die SNB dem Beispiel folgen.

Sehr gefährlich würde es, wenn sich auch größere Länder am norwegischen Vorbild orientieren würden: Das skandinavische Land hat derzeit ca. 5,4 Mio. Einwohner; der Staatsfonds verwaltet für jeden dieser Menschen ca. 160.000 € an Vermögen. Würde man z. B. alleine für Deutschland mit 80,7 Mio. Einwohnern (=1,1% der Weltbevölkerung) einen ähnlichen Staatsfonds aufsetzen, müsste man ca. 20% der Weltmarktkapitalisierung aller börsennotierten Aktien aufkaufen, um auf einen vergleichbare Vermögensanteil je Einwohner zu kommen. Dies ist jedoch praktisch unmöglich.

Trotzdem ist zumindest ein großes Land mit Staatsfonds an den Aktienmärkten sehr aktiv: China. Möglicherweise versucht man sich Einfluss zu sichern, bevor es zu spät ist. Da es mehrere chinesische Staatsfonds gibt und sie relativ intransparent agieren, ist ihre Bedeutung nur schwer abzuschätzen. Der größte von ihnen, die China Investment Corporation CIC, hat immerhin für Ende 2015 mitgeteilt, dass 47,5% der Anlagen im Gegenwert von damals 810 Mrd. US\$ in Aktien investiert waren.⁹

Immer weniger gute Aktien für immer mehr Anlagegelder

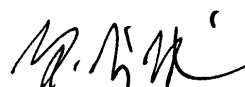
Die Aktienmärkte werden in den nächsten Jahren einer gewaltigen Belastungsprobe ausgesetzt: Einerseits sorgen staatliche und gemeinnützige Institutionen für einen permanenten Zufluss an Liquidität, die Anlage sucht. Andererseits werden die Anteile von hochprofitablen Firmen immer knapper, weil diese im Moment netto mehr Kapital generieren, als sie für ihre weitere Expansion benötigen.

Zum einen muss man sich wahrscheinlich an insgesamt höhere Bewertungsniveaus für Aktien gewöhnen. Die garantierten Liquiditätszuflüsse durch Zukäufe staatlicher Fonds, Notenbanken und Stiftungen minimieren trotz der hohen Bewertung die Crash-Gefahr. Allerdings steigt auch die Möglichkeit von spekulativen Exzessen bis hin ist zu einer Riesen-Blase.

Weiterhin ist eine Wiederbelebung des IPO-Marktes für fragwürdige Aktienemissionen zu befürchten. Anfang März konnten wir bereits erleben, dass beim Snap-Börsengang die neuen Titel trotz einer irren Bewertung und ungenügender Corporate Governance reißend abgesetzt werden konnten.¹⁰ Dies dürfte nur ein Vorgeschmack auf kommende Jahre sein, wenn die Börse – wie gegen Ende der 90er Jahre des vergangenen Jahrhunderts – wieder als Abladestation für marode Staatsunternehmen oder überbewertete Technologiefirmen missbraucht werden kann.

Insofern erscheint es folgerichtig, die Ertragserwartungen für die Anlageklasse Aktien insgesamt zu reduzieren. Nur aufgrund der niedrigen Zinsen bleiben Aktien-Indexfonds in diesem Umfeld die bessere Wahl als Rentenanlagen. Sie dürften allerdings einem Portfolio, das auf hochprofitable Qualitätsunternehmen setzt, unterlegen sein. Nichtsdestotrotz wird aber auch das Erzielen herausragender Renditen auch für erfolgreiche aktive Anleger immer schwieriger: Zu viele Aktien herausragender Unternehmen sind bereits sehr hoch bewertet. Zentral für überdurchschnittlichen Anlageerfolg wird deshalb vor allem die Vermeidung von Verlierern sein – und die wird es weiterhin reichlich geben.

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



Der Hard-Brexit: absehbares Desaster oder eine Riesenchance für disruptive Unternehmer?

Von Karl-Heinz Thielmann

Am 29. März hat die britische Premierministerin Teresa May mit einem Brief an die EU formell den Austritt Großbritanniens aus der europäischen Union erklärt. Fast alle Politikbeobachter und Ökonomen außerhalb Großbritanniens sind sich einig (selbst wenn es die meisten diplomatischer formulieren): dies war ein superdämlicher Schritt.

Nicht nur, dass die Motivation für den Brexit eine Volksabstimmung war, bei der die Mehrheit durch Fehlinformation und das Anstacheln nationalistischer Gefühle gewonnen wurde. In Zeiten der Globalisierung und internationalen Integration erscheint es grundsätzlich närrisch, die Partizipation am größten Binnenmarkt der Welt leichtfertig auf das Spiel zu setzen. Weiterhin riskiert das Land, dessen Wirtschaft wie kein anderes EU-Land von qualifizierten Zuwanderern abhängig ist, durch die Anti-Immigrationsstimmung die Abwanderung vieler Leistungsträger. Die Abspaltung von Regionen wie Schottland und Nord-Irland, die gegen den Brexit gestimmt haben, wird provoziert.

Vor allem aber ist Großbritannien in den kommenden Verhandlungen mit der EU aufgrund der vorgegebenen Vorgehensweise in einer schlechten Position: Für einen zukünftigen Kooperationsvertrag ist das Land auf die Zustimmung jedes verbleibenden Mitgliedslandes abhängig. Damit wird Großbritannien grundsätzlich erpressbar; z. B. von Spanien, mit dem es wegen Gibraltar einen seit Jahrzehnten ungeklärten diplomatischen Konflikt gibt. Zudem hat die EU wenig Interesse an einer für Großbritannien vorteilhaften Vereinbarung, um potenzielle Austrittskandidaten abzuschrecken.

Die Vorstellung eines „Soft Brexit“, bei dem Großbritannien trotz EU-Austritts den freien Zugang zum Binnenmarkt erhält, erscheint unter diesen Voraussetzungen unrealistisch. Ein „Hard-Brexit“, bei dem der Handel wieder nach Regeln der Welthandelsorganisation WTO erfolgt – und somit auch durch Zölle und Warenkontrollen behindert werden kann – erscheint aktuell viel wahrscheinlicher. Nach den gängigen ökonomischen Vorstellungen wäre dies ein Schreckensszenario: Neue Handelschranken sollen zu weniger Warenaustausch führen; internationale Spezialisierung und damit die Effizienz nehmen ab; in der Folge fallen Wohlstand und Beschäftigung.

Interessanterweise gibt es in Großbritannien aber nicht nur verbohrte Nationalisten, sondern auch einige ernst zunehmende Menschen, welche die Folgen eines Hard Brexit nicht fürchten, sondern sogar als Chance begreifen. So erklärte z. B. der mit innovativen Staubsaugern zum Milliardär gewordene Sir James Dyson vor wenigen Tagen: „Ich bin außerordentlich optimistisch für unsere Zukunft und Großbritannien muss einen harten Brexit nicht fürchten.“¹

Für unternehmerisch Denkende ist ein Hard Brexit nicht unbedingt ein Schreckgespenst

Der 69jährige Sir James Dyson ist eine ungewöhnliche Persönlichkeit. Er ist ein genialer Erfinder, der seine revolutionäre Idee des Zyklon-Staubsaugers gegen alle Widerstände am Markt durchsetzte und damit zum Milliardär wurde. Als Unternehmer ist er disruptiv – ein typischer kreativer Zerstörer im Sinne von Josef Schumpeter. Er denkt vorausschauender als der Mainstream – und kann in Zeiten

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

des Umbruchs die Chancen erkennen. Damit ist er als alternativer Denker zum allgemeinen Konsens durchaus ernstzunehmen.

Mit Europa verbindet ihn eine zwiespältige Beziehung. 1998 hatte er noch mit 20 Vorständen von FTSE 100 Gesellschaften in einem offenen Brief dafür geworben, zu den Gründungsmitgliedern des Euro zu gehören. Inzwischen hat sich aber sein Verhältnis zu Europa merklich abgekühlt, wozu möglicherweise beigetragen hat, dass er diverse rechtliche Konflikte mit der EU-Bürokratie hatte. 2015 verlor er in letzter Instanz einen Prozess wegen falscher Energiekennzeichnungen vor dem Europäischen Gerichtshof. Seit 2014 setzte er sich für eine „Befreiung“ der britischen Wirtschaft von restriktiven EU-Regeln ein. Damit gehörte Dyson neben Next-CEO Simon Wolfson, Reebok-Gründer Joe Foster sowie Tim Martin, dem Besitzer der Restaurantkette JD Wetherspoon zu den wenigen renommierten britischen Unternehmern, die sich öffentlich für einen Brexit ausgesprochen haben.

Sir James Dyson hat in verschiedenen Interviews mehrere Argumente dafür aufgeführt, warum Großbritannien auch bei einem Hard Brexit weniger geschwächt wird, als aktuell die meisten Ökonomen befürchten.² Per Saldo überwiegen für ihn die Vorteile:

- a) Die vielfältigen EU-Regeln behindern Geschäfte eher als dass sie begünstigt werden.
- b) Das große Handelsdefizit zeigt, dass Großbritannien vom internationalen Handel weniger profitiert hat als andere Länder. Zudem exportiert die Nation relativ wenig in die übrige EU und hat bei einem Ausscheiden aus dem Binnenmarkt weniger zu verlieren als das übrige EU-Gebiet.
- c) Die Zukunft des Handels liegt in den Wachstumsstaaten Asiens und weniger in Europa; Großbritannien sollte sich lieber auf diese fokussieren.
- d) Für den modernen Außenhandel werden Zölle zunehmend unbedeutend, weil für immer mehr international gehandelte Produkte der Qualitätswettbewerb entscheidend ist.
- e) Wenn weniger Immigranten aus EU kommen, können stattdessen wieder mehr ehrgeizige und talentierte Einwanderer aus Schwellenländern ins Land kommen.

Doch wer hat nun recht, Querdenker Dyson oder die Mainstream-Ökonomen? Um diese Frage zu beantworten muss man sich die ökonomischen Verwerfungen sowie ihre Gründe näher betrachten.

Großbritannien hat jahrzehntelang ökonomische Fehlentwicklungen hinter sich – und die EU hat hieran zumindest nichts verbessert

In Großbritannien ist es in den vergangenen Jahrzehnten zu deutliche Fehlentwicklungen in der Wirtschaft gekommen, die eine große Rolle für die Ablehnung der EU gespielt haben:

- a) eine ökonomische Spaltung des Landes
- b) stark wachsende Außenhandelsdefizite
- c) der Niedergang des traditionellen Mittelstandes

Bei den Brexit-Befürwortern hatte sich der Eindruck verfestigt, dass diese Misstände ein Resultat von mehr als 40 Jahren EU-Mitgliedschaft waren. Viel stärker als durch die europäische Integration wurde die britische Wirtschaft aber von den 11 Jahren der Regierung Margaret Thatchers geprägt. Die „eiserne Lady“ trat 1979 an, um die Nation nach jahrzehntelangen Niedergang durch einen konsequent marktwirtschaftlichen Kurs wieder auf die Erfolgsspur zurückzubringen. Damit war sie – zu-

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

mindest auf den ersten Blick – erfolgreich: Die Wirtschaft wuchs wieder; Großbritannien entwickelte sich zum einem bevorzugten Standort für ausländische Investoren. Dennoch hat sich als Konsequenz des Thatcherismus eine relativ einseitige Struktur der Wirtschaft mit klarer Trennung zwischen Gewinnern und Verlierern ergeben.

Selbst wenn die EU nicht verantwortlich für hausgemachte britische Schwierigkeiten ist, so muss doch festgestellt werden, dass sie auch nicht nennenswert dazu beigetragen hat, sie zu beseitigen. Und unabhängig davon, was nun die tatsächlichen Ursachen für die britische Misere sind, die Diskussion um den Brexit hat die akuten Probleme auf die Tagesordnung gesetzt.

Großbritannien ist ökonomisch tief gespalten ... und die Industrie ein besonderes Sorgenkind

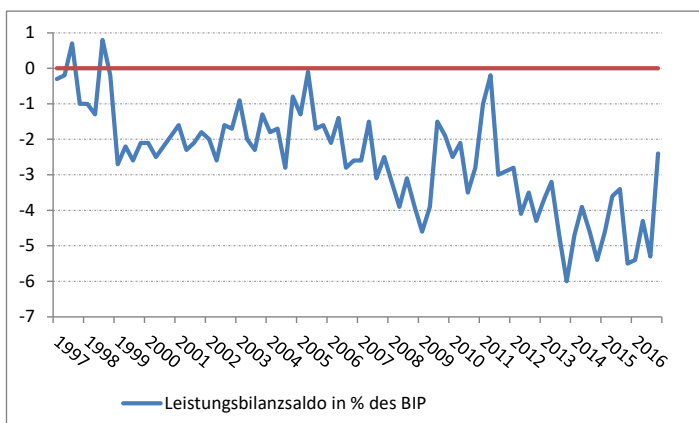
Einerseits gibt es in Großbritannien Wachstumszentren wie London, Edinburgh, Oxford oder Cambridge, die von expandierenden Dienstleistungsbranchen (Tourismus, Bildung & Forschung, Finanzen, Medien) geprägt sind. Dem gegenüber stehen sehr strukturschwache Regionen vorwiegend in Nordengland und Wales, deren niedergegangene Industrie nicht ersetzt wurde und wo sich bei der Bevölkerung große Frustration breitgemacht hat.

Der Verfall des produzierenden Gewerbes ist dramatisch: Die Wertschöpfung des industriellen Sektors am Bruttoinlandsprodukt war z. B. 2015 mit 13,3% nur noch ca. halb so groß wie in Deutschland mit 25,9%. Selbst die USA, die mit heruntergekommenen Industrieregionen und einem dominanten Dienstleistungssektor relativ vergleichbar sind, hatten 2015 noch einen Wertschöpfungsanteil der Industrie von 16,9%.³

Die EU hat zwar versucht, über ihre Hilfsprogramme für strukturschwache Regionen der ökonomischen Spaltung entgegenzuwirken. Im Endeffekt blieb sie damit aber relativ erfolglos. Zudem wurde sie trotz ihrer Bemühungen von den Brexit-Anhängern zum Sündenbock für die Verarmung der zurückgefallenen Regionen gemacht.

Großbritannien ist im Außenhandel ein strukturelles Defizitland

Abb. 1: Leistungsbilanzdefizit Großbritannien in % des BIP



Quelle: Office for National Statistics

Seit Ende der 90er Jahre stieg das Leistungsbilanzdefizit Großbritanniens (in Relation gesetzt zum BIP) kontinuierlich an. Mitte 2016 war ein Niveau erreicht, das man bisher nur während der 1. Ölkrise und vor dem Ausstieg Großbritanniens aus dem Europäischen Währungssystem 1992 verzeichnen konnte. Dies sind für Großbritannien sehr unangenehme Parallelen, denn hierauf folgten jeweils heftige Strukturanpassungskrisen.

Zwar zeigen jüngste Zahlen für das 4. Quartal 2016 eine Verbesserung des Defizits auf –

nur noch minus 2,4% nach der starken Abwertung des Pfundes infolge der Volksabstimmung. Dennoch ist dies zunächst nicht mehr als eine momentane Reaktion, an den grundsätzlichen Problemen hat sich nichts geändert. Denn unabhängig davon, ob man nun die EU-Mitgliedschaft, die Fehlsteuer-

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

rungen der Thatcher-Jahre oder noch andere Faktoren dafür verantwortlich macht; die hohen und steigenden Defizite zeigen, dass sich die Wettbewerbsfähigkeit Großbritanniens in den vergangenen Jahren dramatisch verschlechtert hat.

Dies wird besonders am Rückstand bei der Arbeitsproduktivität deutlich. Sie lag 2015 im Durchschnitt der G7-Nationen ohne Großbritannien um 19% höher als im Vereinigten Königreich. Selbst in Italien ist sie um 12% größer.⁴ In Ländern wie Frankreich, USA und Deutschland ist die Arbeitsproduktivität ca. 28%-37% höher. Ob mit oder ohne Brexit: Es besteht erheblicher Anpassungsbedarf für die britische Wirtschaft.

Ein populärer Narrativ der Brexit-Bewegung ist allerdings, dass man nach einem Ausstieg aus der EU weniger Geld ins Ausland überweisen muss, und dies der heimischen Wirtschaft zugutekommen wird. Die hohen Außenhandelsdefizite (die durch Kapitalimporte finanziert wurden) zeigen aber, dass genau das Gegenteil richtig ist: Großbritannien hat in den vergangenen Jahren zunehmend auf Kosten des Auslands gelebt. Die starke Abwertung des britischen Pfundes nach dem Brexit-Votum zeigt bereits, dass dies jetzt aber zunehmend schwieriger wird.

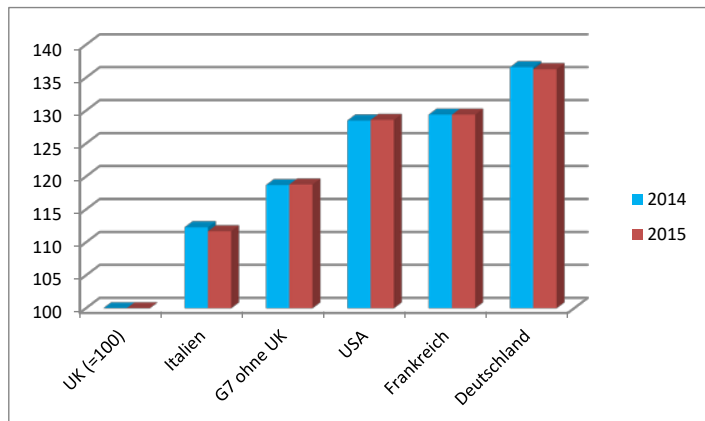
Der Niedergang des britischen Mittelstandes

Die Ära Thatcher hat mit der Deregulierung des Finanzplatzes London 1986 entscheidend dazu beigetragen, dass sich die britische Hauptstadt mit weitem Vorsprung als erster Finanzplatz in Europa etablieren konnte. Die Kehrseite dieser starken Kapitalmarktorientierung mit dem Fokus auf Börsen und Private-Equity-Gesellschaften ist jedoch, dass der traditionelle Mittelstand mit seinen Familienunternehmen einen Niedergang sondergleichen erlebt hat.

Ajay Bhalla, Professor für „Global Innovation & Family Business“ an der Londoner Cass Business School, hat in seinen Forschungsarbeiten einen deutlichen Bedeutungsverlust kleiner bzw. mittelgroßer familiengeführter Firmen in Großbritannien festgestellt.⁵ Insbesondere Unternehmen, bei denen mehrere Generationen einer Familie zusammenarbeiten, gibt es immer weniger. Gründe hierfür gibt es mehrere, wie wichtig sie im Einzelnen sind, ist umstritten: Zerfall von Familienzusammenhalt als gesellschaftliches Phänomen; Probleme bei der Finanzierung durch Banken; mangelnde politische Unterstützung. John Cridland, früherer Chef des Industrieverbandes CBI, bemängelt schon seit Jahren die Vernachlässigung und den hieraus resultierenden Rückstand zu Deutschland. Er bezeichnete den britischen Mittelstand in Hinblick auf das ungenutzte Potenzial als „vergessene Armee“.⁶

Die geringe Bedeutung des Mittelstandes ist ein schwerwiegender Nachteil Großbritanniens – mit oder ohne Brexit. Speziell ein „Hard Brexit“ wird diesen Mangel aber besonders bewusst machen. Die Regierung von Teresa May hat trotz einiger Lippenbekenntnisse zur Bedeutung des Mittelstands

Abb. 2: Arbeitsproduktivität (BIP per Arbeitsstunde) im internationalen Vergleich



Quelle: Office for National Statistics

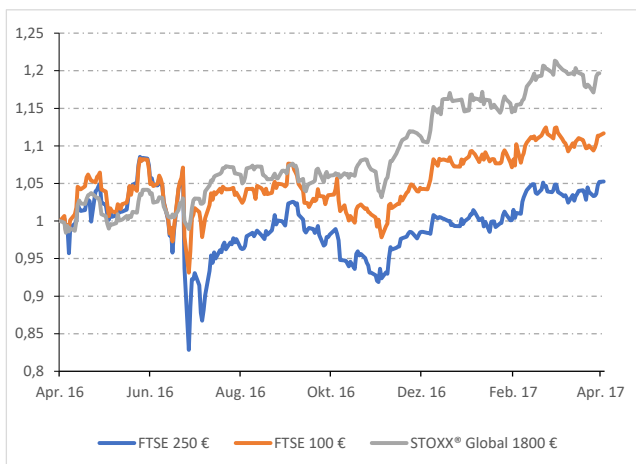
Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

konkret wenig zu seiner Förderung erkennen lassen. Ihre „Industrial Strategy“ setzt vor allem auf Großprojekte – womit sie eher Fehler der EU wiederholt als neue Akzente setzt. Schatzkanzler Hammond versuchte sogar im März, Steuererhöhungen für Kleinunternehmen zur Finanzierung von Brexitkosten durchzusetzen. Er wurde nur durch einen Aufschrei in der britischen Öffentlichkeit gestoppt.⁷ Obwohl der Vorschlag einer weiteren Belastung von Kleinunternehmen erstmal vom Tisch ist, ist alleine die Tatsache, dass eine solche Idee überhaupt aufkommen konnte, symptomatisch für die anhaltende Ignoranz der politischen Elite in Hinblick auf die Erfordernisse einer wettbewerbsfähigen Wirtschaft.

Die Börse sieht die Wirtschaft Großbritanniens (noch) als relativen Verlierer

Abb. 3: Britische Aktienindizes (in €) im int. Vergleich



An den Börsen hat sich der Optimismus von Sir James Dyson für die heimische Wirtschaft bisher noch nicht niedergeschlagen. Das für die Kapitalmärkte überraschende Brexitvotum führte zu einer eindeutigen Reaktion: Währung und Londoner Aktienkurse brachen in dramatisch ein. Während sich die in Pfund gerechneten Aktienindizes dann aber in den Folgemonaten wieder etwas erholen konnten, blieb die Währung schwach. Per Saldo ergibt sich bei Basierung auf € verglichen mit den anderen Aktienmärkten der Welt eine klar unterdurchschnittliche Entwicklung.

Allerdings beeinflusste das Brexit-Votum die einzelnen Segmente des Aktienmarktes sehr unterschiedlich. Während sich der vor allem aus sehr großen und international orientierten Titeln bestehende FTSE-100 noch vergleichsweise gut hielt, brach der Mid Cap Index FTSE 250 in € gerechnet im Juni 2016 um 23% ein. Von den Tiefstständen konnte sich dieser stärker aus binnenorientierten Titeln bestehende Index zwar dann wieder erholen, blieb aber deutlich hinter den britischen Large Caps oder internationalen Aktien zurück.

Ein harter Brexit wird zunächst die Spaltung Großbritanniens weiter verstärken – kann aber auch die Modernisierung voranbringen und Chancen für disruptive Unternehmer eröffnen

Ein „Hard Brexit“ wird zum Moment der Wahrheit für die dysfunktionale britische Wirtschaft. Er kann ihre überfällige Modernisierung schneller voranbringen als eine weitere Anbindung an die EU. Sir James Dyson hat insofern mit seinen Argumenten für einen harten Brexit zumindest teilweise recht. Das Außenhandelsdefizit zeigt, dass Großbritannien bisher innerhalb der EU nicht wettbewerbsfähig war. Insofern erschien es richtig, das Verhältnis des Landes zum übrigen Europa infrage zu stellen. Zölle sind – zumindest für den Handel mit hochwertigen Endprodukten (wie z. B. Dyson Zyklon-Staubsauger) – nicht mehr so wichtig wie früher. Auch liegen die Wachstumschancen eher in Asien als in Kontinentaleuropa.

Aber Dyson und die anderen Brexit-Befürworter unterschätzen, dass es in Großbritannien aufgrund der Ausdünnung der industriellen Basis und des schwachen Mittelstandes sehr wahrscheinlich nicht

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

genug Unternehmen gibt, welche die Chancen des Wandels nutzen können. Zudem ist für die Nation der Handel in Agrargütern und industriellen Vorprodukten eminent wichtig – und dieser wird durch Zölle und zeitraubende Warenkontrollen empfindlich getroffen. In Dysons eigener Geschäftsstrategie offenbart sich das grundsätzliche Problem britischer Strukturschwäche: Konzernzentrale, Forschung und Entwicklung sind in Großbritannien angesiedelt. Die Produktion ist aber in Asien, und damit auch die damit zusammenhängenden Arbeitsplätze und ihre Wertschöpfung.

Die britische Politik macht wenig Hoffnung: Sie hat sich zu sehr daran gewöhnt, die EU als Sündenbock für jede Fehlentwicklung zu präsentieren, als dass sie sich über konstruktive Alternativen zur Entwicklung des eigenen Landes Gedanken machen würde. Die von Schatzkanzler Hammond zwischenzeitlich angedachte steuerliche Belastung von Kleinunternehmern offenbart ein tiefes Unverständnis der britischen Regierung für die Erfordernisse der Wirtschaft. Die Ablehnung von Immigration betrifft nicht nur EU-Bürger, sondern gerade auch die von Dyson als möglicher Ersatz ins Spiel gebrachten Einwanderer aus Schwellenländern. Insofern ist zu befürchten, dass der jetzt anstehende Veränderungsprozess für Großbritannien die ökonomische Spaltung des Landes eher verstärkt. Für einen Großteil der britischen Bevölkerung – besonders in den bereits strukturschwachen Regionen – wird ein Hard Brexit zum absehbaren Desaster.

Doch das mit einem Hard Brexit verbundene Chaos wird langfristig den disruptiven Wandel erleichtern. Dies eröffnet Chancen für kreative Unternehmen. Bei den börsennotierten Firmen werden diese besonders gut viele mittelgroße Gesellschaften nutzen können. Sie sind vom Mid Cap-Index FTSE 250 repräsentiert, dem großen Börsen-Verlierer des letzten Jahres. Firmen wie z. B. DS Smith, Spirax-Sarco Engineering, Halma oder Rotork haben schon in der Vergangenheit die Wachstumsmöglichkeiten innerhalb und außerhalb Großbritanniens konsequent genutzt. Bei ihnen – wie auch vielen anderen international erfolgreichen britischen Unternehmen – ist zu erwarten, dass ihnen ein Brexit eher neue Möglichkeiten eröffnet als schadet, selbst wenn er ganz hart kommt. Sie bleiben damit vielleicht in ihrem Heimatland die Ausnahmen – aber für Langfristanleger (auch auf dem Kontinent) ganz besonders interessante Ausnahmen.

Immobilien in Südeuropa: Hotelmärkte zeigen deutliche Signale einer Erholung

Von Karl-Heinz Goedeckemeyer

Die Hotelmärkte in Europa profitierten auch im vergangenen Jahr von der konjunkturellen Erholung auf dem Kontinent und der weltweit gestiegenen Reisetätigkeit. Dabei erwiesen sich vor allem die steigende Popularität der Mittelmeer-Destinationen, die zunehmende Bedeutung Europas für Geschäftsreisende und der Tourismus aus den USA und Asien als die Wachstumsmotoren. Gemäß unseren Recherchen liegt in diesen Destinationen auch das höchste Markt- bzw. Wachstumspotenzial. Ziel der Studie ist es, in Südeuropa neben der aktuellen Marktentwicklung auch die Potenziale und Herausforderungen zu beleuchten. Im Mittelpunkt der Betrachtung stehen die aktuellen Entwicklungen und Trends auf dem südeuropäischen Hotelmarkt.

Infolge der gestiegenen Nachfrage sind die Investitionen in europäische Hotelimmobilien im Gesamtjahr 2016 auf 20,4 Mrd. Euro gestiegen¹ und verzeichneten damit das zweitgrößte jährliche Transaktionsvolumen für den europäischen Hotelsektor. Neben Deutschland, UK war Spanien der drittgrößte Markt bei Hoteltransaktionen mit einem Anteil von 14%. Generell konnte im abgelaufenen Jahr auch eine deutliche Verschiebung bei der Herkunft der Investoren in Europa festgestellt werden. Während inländische Investitionen zunahmen und im Gesamtjahr zwölf Prozent der Hoteldeals ausmachten, wurden die Aktivitäten innerhalb der Region EMEA auch von Investoren aus Norwegen und Frankreich getätigt¹. Beflügelt von der Erkenntnis, dass sich mit Hotelinvestments ansehnliche Renditen verdienen lassen, sind in 2016 ebenfalls viele Private Equity-Investoren als Käufergruppe aufgetreten. Dagegen weniger aktiv zeigten sich Anleger aus Ostasien und Süd-Ostasien, die 2015 noch die Käufe von Hotelportfolios dominierten, ebenso wie die überwiegend opportunistisch agierenden Fonds der USA¹.

Entwicklungen auf dem europäischen Hotelmarkt in 2016

Vor dem Hintergrund der gestiegenen Besucherzahlen in Europa - plus 29 Mio. auf 609 Mio. im Vergleich zum Vorjahr – erhöhte sich die durchschnittliche Auslastung der Hotels per Dezember 2016 um 4,5% gegenüber dem Vorjahreszeitraum². Der durchschnittliche Zimmerpreis (Average Daily Rate/ADR) kletterte um 4% auf 107 Euro, während die durchschnittlichen Erlöse je verfügbarem Zimmer (Revenue per available room/RevPAR) um mehr als 8% auf 65 Euro zulegen².

Abb. 1: Europa: Hotel-Kennzahlen im Rückblick

	Ø Auslastung in %		Ø Zimmerpreis (ADR) in €		Ø Zimmerumsatz (RevPAR) in €	
	2016	2015	2016	2015	2016	2015
Europa	61,2	58,5	107,3	103,2	65,5	60,4
Ost-Europa	54,6	49,4	67,8	63,0	37,0	30,9
Nord-Europa	68,4	66,4	116,6	109,9	79,8	72,9
Süd-Europa	53,2	51,2	101,6	97,4	54,0	49,9
West-Europa	61,4	59,0	111,0	111,0	68,3	65,8

Quelle: STR

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Damit näherte sich der Markt weiter seinen Höchstständen von vor der Finanzkrise an. In Südeuropa erhöhte sich die Auslastung um 3% auf 68%, der durchschnittliche Zimmerpreis um 4% auf knapp 102 Euro sowie die durchschnittlichen Erlöse pro Zimmer um mehr als 8% auf 54 Euro². Noch deutlicher als auf dem spanischen Festland sind die Zimmererlöse auf den Balearen mit 11% auf 84 Euro bzw. Kanarischen Inseln mit 14% auf 95 Euro gestiegen.

Im abgelaufenen Jahr hat sich auch die Konzentration unter den Top-Hotelketten weiter beschleunigt. Der weltweit größte Deal war die Übernahme von Marriott durch Starwood. Diese Gesellschaft ist mit insgesamt 5.500 Hotels nunmehr die größte Hotelgruppe der Welt. Daneben übernahm Europas größter Hotelkonzern Accor die Fairmont Raffles Hotels und kommt dadurch weltweit auf 4.000 Hotels. Zum Jahresultimo hat sich die chinesische HNA-Gruppe mit 51% an Carlson Hotels beteiligt, zu der auch die Rezidor-Gruppe zählt.

Südeuropa: höchstes Preiswachstum in Porto

Der boomende Tourismus hat sich zweifellos positiv auf die Performance ausgewirkt und das Wachstum des Hotelangebots merklich gefördert. Die höchsten Zimmerpreise in den südeuropäischen Ländern werden mit 148 Euro in Barcelona und Rom und 136 Euro in Mailand verlangt³. In Madrid liegt der durchschnittliche Zimmerpreis bei 98 Euro und dürfte auch bis 2018 lediglich auf 105 Euro steigen. Europaweit am stärksten werden Geschäftsreisende und Touristen in Genf und Zürich mit 300 Euro bzw. 245 Euro sowie Paris mit 229 Euro belastet³. In Lissabon und Porto lagen die Zimmerpreise bei 98 bzw. 81 Euro. Bis 2018 sollen die ADR-Prognosen zufolge in beiden Städten auf 108 bzw. 100 Euro steigen, was einer Steigerung von rund 10% bzw. 20% entspricht³. Demgegenüber werden für die italienischen Großstädte Rom und Mailand keine Preissteigerungen bis 2018 prognostiziert. Mit 148 Euro bzw. 136 Euro liegen die Zimmerpreise in Italiens Metropolen ohnehin im EU-Schnitt im oberen Drittel³.

Auf Basis einzelner Studien ist davon auszugehen, dass die durchschnittlichen Zimmererlöse in Europas Großstädten im Schnitt auch in den kommenden beiden Jahren weiter steigen werden. Europaweit soll die Hotelbranche ein Erlöswachstum von 2,1% auf 78,64 Euro erzielen². Zugleich sollen sich die ADR um 1,5% auf 111,77 Euro erhöhen und die Auslastung um 0,6% auf 70,4% steigen². Bis ins Jahr 2018 wird in Europa nur in Porto mit einem zweistelligen RevPAR-Wachstum von 14,8% in 2017 bzw. 12,8% in 2018 gerechnet³. Neben Porto soll auch Budapest ein zweistelliges RevPAR-Wachstum von knapp 10% erzielen. Wie der nebenstehenden Tabelle zu entnehmen ist, ist davon auszugehen, dass in vielen südeuropäischen Städten die Zimmererlöse im hohen bis mittleren einstelligen Bereich im laufenden Jahr wachsen werden. Dazu zählen Madrid (5,9%), Lissabon (5,6%) und Barcelona (5,4%). In Mailand hingegen sollen die Erlöse lediglich um knapp 2% zulegen, nachdem die RevPAR in 2016 einen Rückgang um 14,7% verzeichnen mussten. Der Rückgang ist zum großen Teil auf den starken Anstieg im Jahr 2015 (+28%) während der Expo im Jahr zuvor zurückzuführen. Auch in Rom werden

Abb. 2: Städte mit dem größten erwarteten RevPAR-Wachstum

	2017	2018
Porto	14,8%	12,8%
Dublin	8,7%	7,4%
Budapest	6,8%	9,9%
Madrid	5,9%	8,2%
Lissabon	5,6%	6,8%
Barcelona	5,4%	5,2%
<i>zum Vergleich:</i>		
Mailand	1,9%	1,7%
Rom	1,1%	1,2%

Quelle: STR

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

die Zimmererlöse in den kommenden beiden Jahren nur um 1,1% bzw. 1,2% zulegen. Die italienische Hauptstadt konnte entgegen den Erwartungen nicht von dem Heiligen Jahr in 2016 profitieren.

Spanien: Vom Tourismusboom profitieren nicht nur die Metropolen

Vor allem Spanien und Portugal haben von ihrem Image als sicheres Ziel im Vergleich zu anderen mediterranen Destinationen profitiert. Bereits während der Finanzkrise erwies sich der Tourismus in beiden Ländern als widerstandsfähig. Hinzu kommt, dass die Volkswirtschaften in einzelnen Ländern in der Peripherie stärker wachsen als Kerneuropa. So dürften hier die verfügbaren Einkommen im letzten Jahr um rund 2% im Vergleich zum Vorjahr gestiegen sein, wovon auch der Tourismus in diesem Jahr profitieren sollte³. Eine stärkere Wirtschaftsbelebung könnte sich auch positiv auf die Geschäftsreisereisetätigkeit auswirken. Als Folge daraus sollten die Ausgaben für Übernachtungskosten in den Hotels weiter steigen. Neben den Metropolen Madrid und Barcelona zeigten auch Städte wie Valencia, Sevilla, San Sebastian, Malaga und Bilbao deutliche Zeichen einer Erholung. Diese positive Entwicklung ist auf eine Verbesserung der Binnennachfrage und des wachsenden Tourismus zurückzuführen. Während Barcelona auf internationaler Ebene bereits eine etablierte Destination ist, hat auch Madrid sich durch seine rapide positive Entwicklung in den letzten zwei Jahren zu einer gefragten Destination unter den europäischen Hauptstädten entwickelt. Darüber hinaus zeigten Städte wie Malaga und San Sebastian, wie wichtig – neben der Verbesserung der Infrastruktur – entsprechendes Tourismusmarketing ist, um die Hotelindustrie zu stärken und zu erweitern⁴.

Barcelona könnte sich abkühlen und von Madrid überholt werden

Da nach aktuellen Informationen 8 weitere Hotels mit insgesamt 540 Zimmern in Barcelona hinzukommen sollen, stellt sich die Frage, ob die Sättigungsgrenze bald erreicht sein könnte. Hinzu kommt, dass Airbnb bereits rund 18.000 Wohnungen für Übernachtungen auf der Plattform anbietet³. Die Unabhängigkeitsbestrebungen in Katalonien sowie der Tatsache, dass die Stadtverwaltung den boomenden Tourismus abbremsen will, verunsichern. Ohnehin hat die seit Juni 2015 amtierende Bürgermeisterin Ana Colau ein Moratorium für die Neuzulassung von Hotels und anderen Unterkünften erlassen. Daraufhin wurden einzelne Projekte wie das Hyatt ausgesetzt.

Aufgrund der Reglementierungen und der politischen Unsicherheiten in der Hauptstadt Kataloniens dürfte sich die Investmenttätigkeit eher auf Madrid und Sevilla verlagern. Wengleich das Hotelangebot in Madrid zuletzt insgesamt rückläufig war, dürfte sich die Investmenttätigkeit stärker auf das 4-Sterne- und Luxussegment verlagern. Bereits in 2016 hat sich das Angebot in diesem Bereich um 12% erhöht³. Bis 2019 wird mit den Eröffnungen des Four Seasons und Edificio Espana gerechnet³. Im Januar 2017 wurde das Designhotel Barceló Torre de Madrid eröffnet. Bisher lag Madrid gemessen am RevPAR-Wachstum spürbar unter Barcelona, dieser Trend könnte sich bis 2019 drehen.

Portugals Hotels mit starker RevPAR-Steigerung

Wie auch in Spanien konnte der portugiesische Hotelmarkt in den letzten Jahren ein starkes Nachfragewachstum verzeichnen. Nicht zuletzt aufgrund der Instabilität konkurrierender Märkte hat sich Portugal währenddessen als eine der bedeutendsten Destinationen im europäischen Hotelmarkt positioniert. Mit dazu beigetragen hat ebenfalls das gesteigerte Interesse großer Airlines, sich auf

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

den Flughäfen Lissabon und Porto zu etablieren. Auch die im Vergleich mit anderen bedeutenden Destinationen Westeuropas relativ günstigen Zimmerraten haben dem portugiesischen Hotelmarkt zu seinem Aufschwung verholfen⁴. Dabei verzeichnete insbesondere die Hauptstadt Porto wegen des steigenden Tourismus einen starken Aufwärtstrend. Seit rund zwei Jahren registrieren die Hotels eine erhebliche RevPAR-Steigerung. Innerhalb der nächsten drei Jahre sollen in Porto etwa 20 Hotels mit 1.100 Zimmern auf dem Markt kommen. In Lissabon wird für das laufende Jahr mit 13 neuen Hotels bzw. etwa 1.000 Zimmern gerechnet³.

Italiens Hotelmärkte leiden unter geringen Zimmererlösen

Italien zählt zu den beliebtesten Urlaubsländern Europas. Gemessen an den internationalen Ankünften nimmt es weltweit den fünften Platz ein. Auch für asiatischen Touristen zählt Italien zu den beliebtesten Langstreckenzielen. Nach Rom und Mailand zog es im vergangenen Jahr 47 bzw. 8 Millionen Touristen³. Der Hotelmarkt in Mailand ist primär auf Geschäftsreisende ausgerichtet, rund 70% der Nachfrage entfällt auf diese Klientel⁵. Einen substantziellen Beitrag liefert dazu das Messe- und Kongressgeschäft. In den letzten Jahren hat Mailand nicht zuletzt wegen der in 2015 ausgerichteten Expo die stärkste Performance bzw. den stärksten Erlöszuwachs in Italien verzeichnet. Ähnlich wie in vielen anderen europäischen Märkten haben die Zimmerpreise und Zimmererlöse noch nicht wieder das Vorkrisenniveau erreicht. Das Hotelangebot umfasst rund 400 kategorisierte Häuser mit 24.000 Zimmern, davon 60% im 4-Sterne-Segment⁵.

Im europäischen Vergleich liegt das RevPAR-Wachstum mit rund 2% im unteren Drittel, wobei Rom mit rund einem Prozent deutlich schlechter abschneidet³. Da die italienische Hauptstadt in der letzten Zeit keine nennenswerte Angebotsentwicklung verzeichnet hat, sollte vor dem Hintergrund der stabilen Auslastung bei 70% ein leichtes Wachstum bei den Zimmererlösen möglich sein.

In Mailand sind bis 2018 weitere 850 Zimmer geplant, wobei während der Expo ihre Anzahl bereits um 12% gestiegen ist³. Während in der Modemetropole das Hotelangebot überwiegend im 4-Sterne-Segment wächst, kann Rom eher mit bekannten Marken aus dem 5-Sternebereich punkten. Daneben zeichnen sich zwei andere Trends ab: Investments in Budget-Hotels und die Konversion von Bürogebäuden in Hotels. So wurde die frühere Niederlassung der BNL in ein 5-Sterne-Hotel umgewandelt. In 2017 und 2018 sollen insgesamt rund 1.450 Zimmer auf dem Markt kommen³.

Europaweit mehr als tausend Hotels in der Pipeline

Gemäß dem Datenanbieter STR wird in Europa in den kommenden Jahren mehr als 1.000 neue Hotels mit rund 155.000 Zimmern auf dem Markt kommen. Damit sind alle Projekte gemeint, die bereits unter Vertrag stehen, darunter Hotels im Bau und in der Planungsphase. Während in Deutschland rund 600 Hotels mit knapp 88.000 Zimmern entstehen werden, sind in Spanien 73 Hotels mit 14.900 Zimmern und in Italien 65 Projekte mit 9.600 Zimmern geplant¹. Per Ende Dezember sollen sich in Europa über 68.777 Zimmer/442 Projekten im Bau befinden¹. Basierend auf der Anzahl der Zimmer, ein Anstieg von 13% im Vergleich zum Vorjahresmonat. Auf das obere Midscale-Segment soll der größte Teil der projektierten bzw. im Bau befindlichen Zimmer entfallen: 42.332 Zimmer unter Vertrag und 16.981 Zimmer in der Planungsphase. Im oberen Marktsegment sollen 15.580 Zimmer auf dem Markt kommen, ein Anstieg um 20% gegenüber dem Vorjahreszeitraum³.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Zu den Hotels, die die größte Pipeline aufweisen, gehören Hampton by Hilton mit 42, Express by Holiday Inn mit 34 und Hilton Garden Inn mit 26 Projekten³.

Während sich die Transaktionsvolumen vor dem Hintergrund der projizierten Investitionen weiter erhöhen könnten, dürfte sich zugleich der Druck auf die Hotels verstärken, mehr Einnahmen zu generieren. Die Konsequenz aus dem höheren Angebotswachstum spiegelt sich bereits in der sinkenden Profitabilität vieler Hotels in London und Wien wider. Abgesehen von Mailand, wo die Performance nach der Expo 2015 gesunken ist, konnten die Hotelmärkte in vielen Regionen Europas, darunter auch in Südeuropa, ihre Profitabilität deutlich verbessern.

Abb. 3: Hotel Transaktions-Volumen in Europa (Mio. Euro)

	Q4 2016	YoY-Veränd.	FY 2016	dto, Veränd.
Spanien	1.000	97%	2.125	-4%
Italien	313	20%	1.032	47%
Deutschland	2.194	45%	5.067	15%
Frankreich	744	137%	1.535	18%
Europa Total	7.457	19%	20.424	-7%

Quelle: CBRE

Hotelpipeline in Spanien gut gefüllt

Neben den Großstädten Madrid, Barcelona, Málaga, San Sebastian und Bilbao, wo die höchsten Transaktionsvolumina erzielt werden, ziehen vor allem die von Touristen stark frequentierten Urlaubsresorts an den Küsten (inkl. der Balearen und Kanaren) das Interesse großer Investorengruppen an, die abseits der Metropolen nach Opportunitäten suchen. Auf den Inseln scheint das Bild zweigeteilt zu sein: Während auf den Balearen lediglich 397 Zimmer (+0,4%) in der Pipeline sind, soll auf den kanarischen Inseln das Angebot um 1.504 Zimmer (+1,4%) erweitert werden¹.

Der Investitionshotspot ist weiterhin Barcelona. Nachdem bereits zwischen 2009 und 2015 die Zahl der Hotels in Barcelona von 466 auf 615 gestiegen ist, soll sich das Angebot um weitere 540 Zimmer in acht Hotels erhöhen. Generell konzentrieren sich die Investitionen auf Resort-Destinationen (54%), städtische Standorte (44%) sowie kleinere Städte (2%).⁴ Wenngleich der Markt bislang vorwiegend von inländischen Investoren dominiert wurde, wozu auch die spanischen REITs zählen, engagierten sich in den vergangenen Jahren auch ausländische Investoren, überwiegend aus den USA sowie dem Mittleren Osten für spanische Hotelimmobilien. Zu den größten ausländischen Hotelinvestoren auf dem spanischen Markt gehören Marriott-Starwood, Accor und Hilton³. Die großen Käuferschichten fokussierten sich in letzter Zeit vor allem auf Luxusimmobilien. So wurde in 2016 das Hotel Villa Magna in Madrid für einen Rekordpreis von 1,2 Mrd. Euro veräußert. Auch im laufenden Jahr scheint sich das Transaktionstempo in Spanien aus 2016 fortzusetzen, was sich unter anderem auch an dem Verkauf von 19 Hotels der spanischen Hotelkette Merlin ablesen lässt. Daneben besteht eine unverändert hohe Nachfrage nach Distressed Assets.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Brexit könnte spanische Hotelmärkte nach 2018 beeinflussen

Vier Monate nach dem britischen Referendum zeigen Befragungen unter Hotelbetreibern und Reiseveranstaltern in den spanischen Haupturlaubszielen (wozu auch die Kanaren und Balearen zählen) britischer Touristen, dass noch große Unsicherheit über die potenziellen Folgen des Brexits für den spanischen Hotelmarkt herrscht⁶.

Zwar sind derzeit keine erheblichen Auswirkungen des Brexit-Votums auf das Reiseverhalten britischer Touristen auf dem spanischen Hotelmarkt zu beobachten. Mögliche Negativfolgen könnten jedoch im Jahr 2018 spürbar würden. Dabei könnten auch der Kursrückgang des britischen Pfundes gegenüber dem Euro und die Auswirkungen dieses Wertverlusts auf das Urlaubsbudget britischer Touristen eine Rolle spielen. So dürfte die Abwertung des britischen Pfundes sowie die erhöhte Wettbewerbsfähigkeit anderer Destinationen im Mittelmeerraum den Zustrom britischer Touristen in Spanien und Portugal schmälern⁶. Da Großbritannien der wichtigste Quellmarkt für Spanien ist, bleibt abzuwarten, ob es den Hotels gelingt, durch erhöhte Werbeausgaben in anderen Quellmärkten mögliche Erlösausfälle britischer Touristen zu kompensieren.

Renditen länderübergreifend gesunken

Aufgrund der hohen Investorennachfrage nach Hotelimmobilien in Europa und der gestiegenen operativen Performance sind die Renditen während des abgelaufenen Jahres gesunken. Gleichwohl ist festzustellen, dass in den Regionen, wo die Investorennachfrage offensichtlich verhalten ist, wie z. B. auf den spanischen Inseln, Athen und Istanbul, Renditen spürbar höher sind als in den bevorzugten Großstädten wie Barcelona, Madrid, Rom oder Mailand¹.

Abb. 2: EU-Städte/Regionen: Rendite-Überblick

	Pachtrenditen			Rendite/ Managementvertrag		
	Q4 2016	Q4 2016	Q4 2015	Q4 2016	Q3 2016	Q4 2015
Barcelona	5,50%	5,50%	6,00%	6,50%	6,50%	6,75%
Madrid	5,75%	5,75%	6,25%	6,75%	6,75%	7,00%
Span. Inseln	7,00%	7,00%	7,25%	8,00%	8,00%	8,25%
Mailand	6,00%	6,00%	6,00%	6,75%	6,75%	7,00%
Rom	5,50%	5,50%	5,75%	6,50%	6,50%	6,75%
Athen	7,50%	7,50%	7,75%	8,25%	8,25%	8,75%
Istanbul	6,26%	6,50%	5,75%	8,00%	7,75%	7,50%
Deutschl. Top 5	4,75%	4,50%	5,00%	5,50%	5,50%	5,75%

Quelle: CBRE

Fazit: Madrid, Hotelresorts an den spanischen Küsten und Portugal bieten sich noch als Destinationen für Investments an

Aufgrund des verbesserten Konjunkturbilds, der politischen Unsicherheiten in einzelnen konkurrierenden Märkten, der weltweit wachsenden Touristenströme und der vergleichsweise günstigen Zimmerraten dürften die Märkte in den bedeutenden Regionen Südeuropas stark wachsen. Damit einhergehend dürfte nicht nur die Investmenttätigkeit weiter zulegen, sondern auch die Hotels im Schnitt profitabler werden.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Für Investments bieten sich in erster Linie Madrid und die Resorts an den spanischen Küsten an, wozu auch die Balearen und die kanarischen Inseln – hier vor allem Teneriffa und Gran Canaria - zählen. Der Madrider Hotelmarkt dürfte aufgrund der hohen Popularität sowohl bei Touristen als auch bei Geschäftsleuten die gute Performance im laufenden Jahr fortsetzen. Diese starke Dynamik spiegelt sich auch in der Zahl der neuen Hotelprojekte und Transaktionen im letzten Jahr deutlich wider. Die Attraktivität der spanischen Hauptstadt speist sich aus dem Flughafen – nach dem Passagieraufkommen der sechstgrößte Europas – sowie der Bedeutung als Business und Eventcenter (weltweit Nr. 5 gemäß dem ICCA-Ranking (International Congress and Conference Association)). Die spanischen Resorts hingegen dürften auch in den kommenden Jahren trotz der Brexit-Unsicherheiten von den steigenden Touristenströmen vorwiegend aus Deutschland und Skandinavien profitieren. Viele Resorts generieren auch ein höheres RevPAR als jene auf dem spanischen Festland. Als Alternative zu direkten Investments bieten sich auch Engagements in auf Hotels spezialisierten REITs sowie börsennotierten Hotelbetreibern an.

Daneben sind wir auch für den portugiesischen Hotelmarkt positiv gestimmt. Für attraktiv halten wir Lissabon sowie die Urlaubsregionen Algarve und Alentejo, wobei Lissabon und die Hotels an der Algarve im Schnitt den höchsten Zimmererlös erzielen. Ähnlich wie in Madrid ist auch in Lissabon das Angebot an 4- und 5-Sterne-Hotels in den letzten Jahren gestiegen und dürfte auch weiter steigen. Trotzdem sollten sich höhere Zimmerraten realisieren lassen. Die Hotels an der Algarve dürften indes vorrangig vom Ausbau des Flughafens von Faro profitieren, der im Jahresverlauf 2017 abgeschlossen sein dürfte.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Anleger und Sammler

Von Karl-Heinz Thielmann

Eine der Nebenerscheinungen der aktuellen Kapitalmarktphase ist, dass häufig in der Presse und von Finanzberatern empfohlen wird, als Alternative zu Wertpapieren in Sachwerte zu investieren. „Mit Sachwertanlagen der Niedrigzinsfalle entkommen“ lautet hierbei eine typische Überschrift¹, die sie als Alternative zu Rentenpapieren anpreist. In Perioden mit hoher Aktienvolatilität werden sie auch gerne als stabile und renditestarke Alternative zu Aktien angepriesen. Speziell Sammlerstücke als besondere Form der Sachwertanlagen werden oftmals besonders herausgestellt. Favorit der Medien sind dabei zumeist Anlagen, welche in den vergangenen Jahren besonders stark an Wert gewonnen haben, wie edle schottische Single Malt Whiskeys², oder seltene Oldtimer.

Sachwertanlagen: ein Sammelbegriff für sehr unterschiedliche Investments

Speziell vermögenden Privatanlegern wird verstärkt dazu geraten, ihr Glück abseits von Renten- und Aktienmärkten zu suchen. Sei es, weil angeblich hohe Renditen winken; oder sei es, weil sie die Risiken von Geldentwertung oder unberechenbaren Wertschwankungen wie an den globalen Finanzmärkten vermindern sollen. Diese Sachwertanlagen lassen sich in fünf große Gruppen aufteilen: außerbörsliche Unternehmensbeteiligungen, Agrarflächen, Immobilien, Rohstoffe und Sammlerstücke. Bei Sammlerstücken gibt es ein relativ weites Spektrum, das von historischen Musikinstrumenten, Antiquitäten, seltenen Briefmarken und Münzen sowie edlen Weinen bis hin zu Oldtimern und Kunst geht.

Charakteristisch für fast alle Sachwertanlagen sind (mit Ausnahme bei einigen Rohstoffen) relativ hohe Transaktionskosten; ihre Illiquidität durch den seltenen Handel, fehlende Regulierung der Handelsplätze sowie eine hohe Intransparenz der Märkte. Oftmals gibt es auch eine emotionale Verbundenheit der Besitzer, Käufer und Händler mit diesen Anlagen, die an organisierten Märkten für Anleihen oder Aktien nicht üblich ist. Diese Besonderheiten der Sachwertanlagen bieten einem clever vorgehenden Investor Chancen, wie sie sonst nur sehr selten bei Wertpapieren finden sind. Der Erfinder des Multi-Asset-Ansatzes David Swenson hat z. B. institutionellen Anlegern empfohlen, einen bestimmten Anteil ihres Vermögens in ineffizienten Anlagemärkten zu investieren, um die dortigen Effizienzmängel für besondere Renditen zu nutzen und sich von den Schwankungen der organisierten Finanzmärkte abzukoppeln. Für Investoren und Spekulanten mit entsprechender Expertise bieten die Märkte für Sachanlagen besondere Chancen, da sie sich völlig legal einen Informationsvorsprung über andere Anleger verschaffen und ausnutzen können. Allerdings sind mit Sachwerten besondere Risikofaktoren verbunden, die sie für Nicht-Experten besonders gefährlich machen.

Nicht alle Sachanlagen sind für Investoren ähnlich zu sehen. Die Risiken und Wertentwicklungen von außerbörslichen Unternehmensbeteiligungen, Agrarflächen, Immobilien und Rohstoffen werden weitgehend durch ökonomische Entwicklungen und Notwendigkeiten bestimmt. Sie haben entweder einen Ertragswert (d. h., ihr Wert lässt sich aufgrund von Erwartungen bezüglich zukünftiger Produktiverträge bestimmen); oder sie werden wie Rohstoffe zu werthaltigen Gütern weiterverarbeitet (der Wert ergibt sich dann aus der Knappheit bzw. dem Beitrag zum Endprodukt). Damit lassen sie sich

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

auch relativ gut mit Aktien und Anleihen vergleichen. Eine Anlageentscheidung zwischen den verschiedenen Kategorien aufgrund relativ objektiver finanzieller Kriterien ist möglich. Bei Sammlerstücken hingegen ist dies anders, was im Folgenden näher beschrieben wird.

Sammlerstücke: Sachwerte mit vor allem subjektiven Werten

Sammeln gehört seit Beginn der Geschichte zu den Urtrieben des Menschen. Doch während es bei unseren urzeitlichen Vorfahren hauptsächlich um das Anlegen von Nahrungsmittelvorräten ging, ist es in den Industrieländern von heute zur ideellen Beschäftigung von speziellen Institutionen wie Museen, Bibliotheken oder Archiven oder wohlhabenden Privatleuten geworden. Diese verfolgen mit ihren Sammlungen zumeist ganz bestimmte Ziele und gehen bei der Suche, Beschaffung und Aufbewahrung der Sammelstücke zumeist sehr systematisch vor. Zwar gibt es auch einige private Gelegenheitssammler, die unsystematisch und spontan sammeln, aber sie spielen an den Märkten für Sammlerstücke nur eine geringe Rolle bzw. sind oft leichte Betrugsopfer.

Bei Sammlerstücken ist die Wertermittlung kaum oder nur indirekt von ökonomischen Faktoren bestimmt: Andere, relativ subjektive Faktoren dominieren stattdessen die Preisbildung. Geschmack, Emotionen sowie kulturelle und soziale Faktoren dominieren die Wertfindung; rein finanzielle Nutzenerwägungen sind für viele Sammler zweitrangig oder ganz irrelevant. Dies macht die Sammlerstücke als Kapitalanlage anders als alle anderen – sowohl außergewöhnlich chancenreich wie auch besonders schwierig.

Emotionale Rendite, Transaktionskosten und spezifische Risiken unterscheiden Sammlerstücke

Die Berichterstattung über die Wertentwicklung bei Sammlerstücken ist in der Presse oftmals ähnlich wie diejenige über Lottogewinner – im Vordergrund steht der Einzelfall mit spektakulärem Erfolg, seien es ein sensationeller Auktionserlös oder 6 Richtige. Uninteressant hingegen ist die graue Masse der vielen erfolglosen Lottospieler oder Sammler, die keine herausragenden Erträge oder Spielgewinne erzielen.

Die tendenziöse Wahrnehmung von möglichen Renditen mit Sammlerstücken wird dadurch verstärkt, dass es zwar Indizes gibt, welche die Marktentwicklung repräsentieren sollen, diese aber oft so konstruiert sind, dass sie nur ein kleines und sehr populäres Teilsegment des Sammlermarktes beschreiben. Beispiel hierfür ist der HAGI Top Index für Oldtimer, der vorwiegend sehr seltene historische Modelle von Mercedes, Ferrari und Porsche enthält, oder der Artnet Contemporary C50-Index für zeitgenössische Kunst, der Werke von 50 der aktuell populärsten Künstler enthält.

Die Ökonomen Elroy Dimson von der London Business School und Christophe Spaenjers von der HEC Paris haben im Jahr 2013 eine Untersuchung zur langfristigen Wertentwicklung von Sammlerstücken veröffentlicht.³ Dabei kommen sie zum Ergebnis, dass diese im Zeitraum 1900-2012 mit einer durchschnittlichen jährlichen Rate von nominal 6,4% -6,9% (bzw. 2,4% -2,8% inflationsbereinigt) an Wert gewonnen haben. Die langfristigen Renditen erscheinen damit auf den ersten Blick höher als diejenigen von Staatsanleihen oder Gold, aber nicht so hoch wie diejenigen von Aktien.

Dimson und Spaenjers weisen gleichfalls darauf hin, dass diese einfache Betrachtung in dreierlei Hinsicht zu oberflächlich ist. Denn einerseits sind die Transaktionskosten in Sammlermärkten sehr viel

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

höher als bei Wertpapieren und auch bei anderen Sachwerten. Dies kann die Netto-Rendite bei einer nicht-langfristigen Besitzdauer erheblich vermindern. Darüber hinaus gibt es andere Risiken als bei Wertpapieren, wie Geschmacksänderungen und hohe Betrugsanfälligkeit. Andererseits bieten Sammlerstücke einen Ertrag über die reinen Finanzerträge hinaus, den die Autoren als „emotionale Rendite“ bezeichnen. Diese emotionale Rendite kompensiert echte Sammler für ihre höheren Kosten oder die mögliche finanzielle Minderrendite.

Kann man mit Sammlerstücken Finanzmarktrisiken ausweichen?

Ein viel gelesenes Argument zur Rechtfertigung von Investments in Sammlerstücken ist, dass ihr Wert relativ stabil ist, was einer niedrigen Preisvolatilität zum Ausdruck kommt. Weiterhin soll ihre Performance mit derjenigen von Wertpapieren nur gering korreliert sein. Nach der Modern Portfolio Theory senkt die Beimischung von nicht oder nur niedrig korrelierten Anlagen das Gesamtrisiko eines Wertpapierportfolios.

Diese Sichtweise ist allerdings ausgesprochen oberflächlich: Zum einen stellt die Modern Portfolio Theory mit ihrem Risikomaß Volatilität vor allem auf Wertschwankungen ab; lässt aber die für Sammlerstücke spezifischen Risiken außer Betracht. Zudem beruht die niedrige Volatilität von Sammlerstücken nicht auf einer hohen Wert-Stabilität, sondern darauf, dass sie so selten gehandelt werden. So haben Mei Moses beispielsweise für Kunstwerke eine durchschnittliche Haltedauer von 28 Jahren ermittelt.⁴ Selbst bei relativ häufig gehandelter zeitgenössischer Kunst ist die durchschnittliche Haltedauer mit 11,2 Jahren weit länger als bei Wertpapieren⁵.

Weiterhin haben Dimson und Spaenjers gezeigt, dass auch Sammlerstücke oft einen Boom-Bust-Zyklus durchlaufen, ähnlich dem am Aktienmarkt. Dabei ist ein wichtiger Einflussfaktor, wie wohlhabend sich Käufer von Sammlerstücken fühlen, und dies wird nicht zuletzt durch Kursgewinne am Aktienmarkt bestimmt. Dimson und Spaenjers stellen deshalb auch fest: „Die Korrelationen mit den Vorjahresaktienrenditen zeigen definitiv, dass eine Verbindung zwischen dem Wertsteigerungen am Aktienmarkt und den Preisen von Sammlerstücken besteht.“⁶ Insofern sind die Marktentwicklungen von Aktien und Sammlerstücken schon korreliert, allerdings zeitversetzt.

Die Vorstellung, dass man mit Sammlungen Finanzmarktrisiken ausweichen kann, erscheint deshalb geradezu abwegig. Allerdings können Trendwenden am Aktienmarkt möglicherweise eine Indikatorfunktion für stark von der Vermögensentwicklung abhängige Sammlermärkte wie demjenigen für Kunst haben. Ob ein Investor dies angesichts der hohen Illiquidität der Sammler-Märkte für sich ausnutzen kann, erscheint mehr als fraglich.

Warnendes Beispiel Antiquitätenmarkt: Der Zeitgeist bestimmt den Preis

Der aktuelle Boom bei bestimmten Sammlerstücken ist nicht der erste. Auch in den unsicheren 70er und 80er Jahren des vergangenen Jahrhunderts wurden sie in den Medien als krisensicheres Investment angepriesen. Besonders herausgestellt wurden damals Antiquitäten. Hochwertige Möbel aus dem 18. und 19. Jahrhundert hatten sich als Statussymbol des Großbürgertums seit mehreren Generationen etabliert, die hieraus resultierende Nachfrage schien hohe und steigende Preise weiter zu garantieren.⁷

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Die Protagonisten des Antiquitätenmarktes rechneten vor 30 Jahren aber nicht damit, dass sich der Zeitgeist gründlich wandeln würde. Zum einen änderte sich der Möbelgeschmack: Reich verzierte alte Möbel wurden zunehmend als spießig empfunden. Vor allem große Möbel werden zunehmend als inkompatibel mit einer modernen Lebensweise empfunden. Hingegen gewannen durch eine klare Formensprache geprägte Möbel vom Anfang des 20. Jahrhunderts stark an Beliebtheit bei Sammlern, deren Geschmack durch die Auseinandersetzung mit moderner Kunst geprägt war. Weiterhin verlor das Sammeln von Möbeln im Vergleich zum Sammeln von Wein, Oldtimern oder bildender Kunst an Beliebtheit.

Auch wenn aktuell noch gelegentlich für herausragende Stücke von Antiquitäten hohe Preise erzielt werden können, ist der Markt für mittelpreisige Antiquitäten stark eingebrochen; ihre Preise befinden sich im 21. Jahrhundert im freien Fall. Große historische Möbel sind praktisch unverkäuflich geworden. Hieran wird sich auch nichts ändern, da zu den Verkäufern zunehmend Erben von Sammlern zählen, denen der emotionale Bezug fehlt und die ihre historischen Möbel nur noch loswerden wollen, bevor der Preis weiter sinkt. Viele angestammte Antiquitätenhändler in den traditionellen Handelszentren London und Paris haben bereits aufgegeben, weitere werden noch folgen.

Der Boom bei Antiquitäten lag darin begründet, dass sich das wohlhabende Bürgertum im 19. und 20. Jahrhundert in seinem Lebensstil an adeligen Vorbildern orientierte. Doch im aktuellen Internetzeitalter gibt es nicht nur eine Veränderung der Wirtschaftsweise, sondern – zumindest in Europa und Nordamerika – auch eine Abkehr von bisherigen Statussymbolen. Ähnliches kann auch bei anderen Sammlerstücken passieren, insbesondere wenn sie stark vom Zeitgeist geprägt sind. Insbesondere der aktuelle Boom bei Oldtimern wird relativ stark von wohlhabenden Sammlern getragen, die sich nach ihrem finanziellen Aufstieg den Traumwagen ihrer Jugend zulegen. Für die aktuell an Bedeutung gewinnenden „Millennials“ (oder Generation Y) hingegen spielen Automobile grundsätzlich eine geringere Rolle; viele lehnen sie als Statussymbol rundweg ab.

Echt, falsch, oder stark restauriert?

Ein Thema, über das an Sammlermärkten nur sehr ungerne gesprochen wird, ist die Fälschung von Sammlerobjekten. Viele Sammler unterschätzen das Risiko, einer Fälschung aufzusitzen. Und wenn sie es doch tun, gestehen sie es nur selten ein, weil es ihnen peinlich ist. Die Dunkelziffer ist deshalb hoch, der Umfang von Fälschungen am Markt für Sammlerstücke ist kaum abzuschätzen.

Gelegentlich werden einige spektakuläre Fälle bekannt wie der Kunstfälscher Wolfgang Beltracchi oder der Weinfälscher Rudy Kurniawan. Strafverfolger konnten in beiden Fällen zwar Betrug nachweisen, aber nicht einmal annähernd den ganzen Umfang des Schwindels aufdecken. Denn viele Geschädigte beider Betrüger haben sich bis heute nicht gemeldet.

Gelegentlich kann man aber an relativ übersichtlichen Fällen wie dem legendären Modell K3 vom britischen Sportwagenbauer MG (gebaut 1933-34) die möglichen Dimensionen des Betrugsproblems erahnen: Von dem Auto wurden nur 33 Exemplare gebaut; viele von diesen wurden bei Rennen stark beschädigt bzw. zerstört. Trotzdem stehen aktuell weltweit über 100 Automobile des Typs bei Oldtimersammlern.⁸

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Besonders fälschungsgefährdet sind Weine, da eine rechtzeitige Aufdeckung einer Fälschung relativ unwahrscheinlich ist.⁹ Kaufzeitpunkt und Konsum liegen zeitlich oft weit auseinander; sofern der Wein überhaupt getrunken wird und nicht jahrzehntelang im Keller verschwindet. Nur sehr wenige Weinsammler verfügen über die geschmackliche Ausbildung, um einen Spitzenwein wirklich von einer guten Fälschung unterscheiden zu können – was sie sich natürlich nicht selbst eingestehen wollen. Und selbst wenn Zweifel über die Authentizität aufkommen, ist geschmacklich oft nicht nachvollziehbar, ob die Qualitätsmängel anstatt durch Fälschung durch unsachgemäße Lagerung zustande gekommen sind. Lediglich eine Isotopenuntersuchung des Weines und ihr Abgleich mit einer Referenzdatenbank (wie z. B. der amtlichen EU-Weindatenbank) kann die Echtheit von Wein beweisen, wird aber von Sammlern i. d. R. nicht durchgeführt.

Ein besonders unklares Thema ist die Frage der Authentizität bei Oldtimern. Den bei historischen Automobilen handelt es sich um Gebrauchsgegenstände mit vielen Verschleißteilen – die irgendwann ersetzt werden müssen. Zudem wurden die Wagen von ihren Ursprungsbesitzern oft nicht sehr pfleglich behandelt. Wirklich originale Oldtimer sind deswegen äußerst selten, die meisten heute vorhandenen sind mehr oder weniger stark restauriert. Und gerade bei stark restaurierten Modellen stellt sich oft die Frage, wie viel vom Original noch im aktuellen Wagen enthalten ist. Oft handelt es sich nur um Nachbauten, die um Originalteile ergänzt wurden.

Zudem haben starke Preisunterschiede für einzelne Jahrgänge oder Versionen dazu geführt, dass weniger seltene historische Wagen zu einer wertvolleren Version umgebaut werden. So werden z. B. alte Straßenversionen vom Porsche 911 gerne in deutlich höherpreisige Rennversionen verändert.¹⁰

Als Mittel gegen die Fälschung (und auch gegen den versehentlichen Erwerb gestohlener Objekte) hat sich insbesondere bei hochwertigen Sammlerstücken die Provenienz etabliert – ein möglichst lückenloser Herkunftsnachweis. Allerdings kann man auch diese selbst fälschen – Kunstfälscher Wolfgang Beltracchi verwendete beispielsweise große Mühe für die Konstruktion einer erfundenen Herkunft für seine Bilder („Sammlung Jägers“ und „Sammlung Wilhelm Knops“).¹¹ Trotzdem erhöht gerade die Provenienzfälschung die Möglichkeit der Aufdeckung des Betrügers. Im Fall Beltracchi fielen beispielsweise dem Kunsthistoriker Ralph Jentsch Fehler auf, die letztlich zur Aufdeckung des Fälschungsskandals führten. Dennoch muss man eingestehen, dass es sich hier um einen Zufallstreffer handelt. Denn Experten suchen nur selten gezielt nach gefälschten Provenienzen und akzeptieren viele gutgläubig. Besonders perfide ist, wenn sich einige Experten selbst als Provenienzfälscher betätigen und so das Vertrauen ihrer Klienten gleich doppelt missbrauchen.

Am problematischsten ist aber, dass zu viele Sammler die Provenienz vernachlässigen oder komplett ignorieren. Wenn sie die Gelegenheit wittern, günstig seltene Objekte zu erwerben, vergessen sie die dubiose Herkunft und kaufen oftmals fast blind.

Heißes Geld führt zu absurden Werten

Der Milliardärer und Kunstsammler Adam Lindemann hat 2006 mit dem Buch „Zeitgenössische Kunst sammeln“ ein Standardwerk über den Markt für Gegenwartskunst veröffentlicht. Seitdem ist er als Kolumnist tätig und beschreibt dabei nicht selten Praktiken des Kunstmarktes, die ihm dubios erscheinen. Mit seinem Buch war er einer der Hauptverantwortlichen dafür, dass Kunst als Invest-

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

ment angesehen wurde und sich die Grenzen zwischen „in Kunst investieren“ und „Kunst sammeln“ verwischten.

Heute sieht Lindemann den Kunstmarkt sehr kritisch und lehnt zeitgenössische Kunst als Investment ab.¹² Für ihn haben 2 Typen von Sammlern die Preisgestaltung für Top-Werke komplett verdorben: „Die ‚Mega-Art-Käufer‘, die internationale Kunst als Trophäe wollen. Sie haben kein Budget-Limit und wollen den künstlerischen Gegenwert einer Statusimmobilie. Dann gibt es die ‚Spieler mit dem heißen Geld‘: Besserwisser, Angeber und Prominente. Sie kaufen das, was ‚heiß‘ ist, was sie nach außen als ‚smart‘ erscheinen lässt und womit man schnelles Geld machen kann.“ Weiterhin bemängelt er, dass ein funktionierender Sekundärmarkt für zeitgenössische Kunst nicht immer gegeben ist: „Die uneingestandene Wahrheit ist, dass ein verlässlicher Wiederverkäufemarkt nur für Künstler existiert, die entweder sehr berühmt sind oder gerade im Trend liegen.“

Darüber hinaus hätte Lindemann auch noch eine dritte Gruppe von Käufern erwähnen können, die speziell unterhalb des Top-Segmentes die Preisbildung verzerrt: Diejenige der Geldwäscher; bei denen der An- und Verkauf von Sammlerobjekten als Methode immer beliebter wird, um illegal erworbene Gelder zu legalisieren.¹³ Je mehr Behörden weltweit die Möglichkeiten einschränken konnten, Geld international zu transferieren, wurden die traditionellen Möglichkeiten Schwarzgeld zu „waschen“ bekämpft. Um so mehr nutzen inzwischen Kriminelle und Steuerhinterzieher die Käufe und Verkäufe von Sammlerstücken, um Geld dubioser Herkunft zu legalisieren bzw. international zu verschieben.

Lindemann beschreibt für den Kunstmarkt ein Phänomen, was auch an anderen Sammler-Märkten zu beobachten ist, wenn auch in geringerem Umfang: Es gibt einen Verdrängungsprozess von echten Sammlern, die thematisch tief gehend interessiert sind und deren Interesse durch Leidenschaft für das Sammelthema getrieben wird. Stattdessen werden oberflächliche Käufer immer wichtiger, für die Sammeln nur Zweck für etwas anderes ist, sei es Gewinnziel, Geldwäsche oder die Befriedigung eines übersteigerten Egos. Für alle diese Käufer spielt die eigentliche Qualität eines Sammelstückes nur eine untergeordnete Rolle. Je mehr aber „heißes Geld“ die Preisgestaltung verzerrt, umso verrückter werden die Preise. Hiermit steigen zwar die Chancen für kurzfristige Spekulationsgewinne. Gleichfalls sinken in den hochgejubelten Sammlermärkten die Chancen, langfristig auch nennenswerte Anlageerträge zu erzielen.

Emotionalität ist bei Sammlerstücken ein Erfolgsfaktor

Ein interessanter Aspekt bei Sammlerstücken ist, dass ein wesentlicher Erfolgsfaktor eine hohe emotionale Verbundenheit mit dem Anlageobjekt ist. Denn diese motiviert den Käufer dazu, möglichst viel eigene Expertise im Umgang mit seinem Sammelgebiet zu entwickeln. Diese eigene Expertise ist der beste Schutz dagegen, überbewertete Objekte zu erwerben bzw. auf Betrug hereinzufallen. Weiterhin ist man besser in der Lage, günstige Kaufgelegenheiten bei wertmäßig unterschätzten Sammlerstücken zu erkennen und für sich zu nutzen.

Andererseits ist der Sammler vom „Egotrip des Besitzes“ (Adam Lindemann) angetrieben.¹⁴ Deswegen will er sich im Grunde nicht von seinen Sammlungsstücken trennen, selbst wenn sie stark im Wert gestiegen sind; es sei denn, die emotionale Bindung lässt aus irgendeinem Grund nach.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Emotionale Verbundenheit mit einem Anlageobjekt ist bei normalen Finanz-Anlagen ein gravierender Grund für Verhaltensfehler. Um kognitive Dissonanzen zwischen der eigenen Anschauung und der tatsächlichen Welt zu vermeiden, verleitet sie dazu, unangenehme Informationen entweder zu ignorieren oder im Sinne der eigenen Anschauung zu interpretieren. Wer sich als Investor beispielsweise in Aktien „verliebt“, ignoriert Fehlentwicklungen bzw. überhöhte Bewertungen bei seinen Lieblingstiteln. Anleger reden sich bei Enttäuschungen ihrer Favoriten gerne ein, dass der Markt dies falsch sieht, anstatt Verluste durch Verkäufe zu begrenzen.

Die Gefahr kognitiver Dissonanzen und damit zusammenhängender Selbsttäuschung gibt es zwar bei Sammlerstücken auch. Dennoch wird dieser Nachteil mehr als aufgewogen, wenn man durch die Fähigkeit zu eigener Expertise in den ineffizienten Märkten für Sammlerstücke günstige Gelegenheiten besser identifizieren kann als Andere, bzw. nicht auf Fälschungen oder Abzocke hereinfällt.

Ohne die gefühlsmäßige Verbundenheit ergibt sich für Sammler auch keine emotionale Rendite, die von Dimson und Spaenjers als zentral für den persönlichen Anlageerfolg identifiziert wurde. Diese kann einen Sammler auch bei einer enttäuschenden finanziellen Performance Freude machen. Sammler hingegen, die vorwiegend aus finanziellen Motiven sammeln, sind auf teure Berater angewiesen, welche die Ahnungslosigkeit ihrer Klienten nicht selten ausnutzen, um ihnen überteuerte Objekte anzudrehen. Bekannt geworden ist beispielsweise der Fall des Beraters Helge Achenbach, der durch Abrechnungsfälschung bei der Beschaffung von Kunst und Luxus-Oldtimern zwei Unternehmer um mehr als 21 Mio. € betrogen hat.¹⁵

Sammeln für finanzielle Gewinne ist vor allem Spekulation und hat nichts mit Kapitalanlage zu tun

Untersuchungen – wie z. B. von Dimson und Spaenjers oder auch von Mei und Moses für den Kunstmarkt – zeigen, dass hohe Renditen mit Sammlerstücken zwar möglich, aber keineswegs selbstverständlich sind. Quelle dieser Rendite ist keine produktive Werterstellung, sondern eine permanente Verknappung der Sammlerstücke. Hierbei spielen soziale Trends und Herdenverhalten, aber auch Manipulationen und der Zufall eine entscheidende Rolle. Dies alles sind nur sehr schwer einschätzbare Faktoren. Zudem begünstigen große Marktineffizienzen Akteure mit Insiderwissen, und auch Betrüger. Käufer sind essenziell auf eigenes Expertenwissen angewiesen, um Chancen richtig erkennen zu können und sich selbst vor Betrug zu schützen.

Gerade zu absurd ist die Idee, sich mit Anlagen in Sammlerstücken gegen Finanzmarktrisiken absichern zu wollen. Die Marktentwicklungen von Aktien und Sammlerstücken z. B. sind zeitversetzt korreliert. Zudem gibt es aufgrund der hohen Transaktionskosten, Intransparenz und Illiquidität bei Sammlerstücken sehr spezifische Risiken, die es beim Handel mit Wertpapieren nicht gibt.

Das Erzielen von finanziellen Erträgen mit Sammlerstücken ist eher als Nebenprodukt echter Sammelleidenschaft zu sehen als etwas, was man planmäßig anstreben kann. Es hat daher sehr viel mehr mit Glücksspiel bzw. Spekulationen zu tun als mit Kapitalanlage. Wer als Sammler nicht mit der „emotionalen Rendite“ zufrieden ist, muss sich klar sein, dass er sehr spezifische Risiken eingeht und die Erträge höchst unsicher sind. Kapitalanleger hingegen, für die dauerhafte Erträge bzw. langfristige Vermögensmehrung oder Absicherung im Vordergrund stehen, sollten von Sammlerstücken die Finger lassen.

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: Weniger für mehr“:

1. Vgl. Milne, Richard (2017): »Norway proposes major changes to \$900bn sovereign wealth fund «; ft.com vom 16.2.2017; <https://www.ft.com/content/31816d21-aa62-31cc-a221-1c501252f6f3> (zuletzt abgerufen 05.04.2017)
2. Vgl. Yardeni, Edward; Abbott, Joe (2017): »Stock Market Briefing: S&P 500 Sectors & Industries Profit Margins«; Yardeni Research, Inc. 5 April 2017; <https://www.yardeni.com/pub/sp500margin.pdf> (zuletzt abgerufen 05.04.2017)
3. Vgl. Shiller, Robert J. (2015): »Irrational Exuberance«; Princeton Univers. Press; 3rd edition, revised and expanded vom 6. Januar 2015
4. Vgl. Yardeni, Edward (2015): »US Flow of Funds: Net Equity Issuance (excerpt)« Dr. Ed's Blog vom 21.09.2015 <http://blog.yardeni.com/2015/09/us-flow-of-funds-net-equity-issuance.html> (zuletzt abgerufen 05.04.2017)
5. Vgl. Federal Reserve (2017): »Financial Accounts of the United States«, Federal Reserve Statistical Release vom 9. März 2017 <https://www.federalreserve.gov/releases/z1/current/z1.pdf> (zuletzt abgerufen 05.04.2017)
6. Vgl. SNB (2017): »Devisenreserven und Frankenleihen« (Ende 4. Quartal 2016) http://www.snb.ch/de/i/about/assets/id/assets_reserves (zuletzt abgerufen 06.04.2017)
7. Vgl. The Economist (2016): »Japan's giant pension fund - That sinking feeling« May 26th 2016 <http://www.economist.com/news/finance-and-economics/21699469-volatile-stockmarkets-spell-pressure-gpif-and-its-new-leadership> (zuletzt abgerufen 06.04.2017)
8. Vgl. Shaffer, Leslie (2016): »Monetary policy has nationalized the Japan stock market: CLSA« Monday, 22 Aug 2016 <http://www.cnbc.com/2016/08/22/monetary-policy-has-nationalized-the-japan-stock-market-clsa.html> (zuletzt abgerufen 06.04.2017)
9. China Investment Corporation CIC (2016): »Portfolio structure«; http://www.china-inv.cn/wps/portal/lut/p/a1/jZLBcolwEIZfpReONEulBI80IGJL6yCMwiUTbFBmMDDiePDpC7RXUnPKZr5v_9nZoAIdUKHEvT6JW90q0Yx14fBPcMBiO9hA7K3AcyGlv-xN9J44A5DPAjgkWOuvyJ_PQm9N6AcAEBdD5L-tfbqMASLnOR9mjgfP-Rrgn_nzwadzAAMb7VCBij2L-TZCuTUWLB1CDTieayXMWt1fuvZ6E40B5_YiuVQGxIEfedNte5V9zxPZSNHLfngaG6ieazP5FCdO8tWmR1qWuDIXdmmZhBJsloRK03a_3QVdulblUJRjtB_bagZIVA-EqR74_QkToFv1BGh22V2yLDs8Ulk-qi5Igh-2EG9-/dl5/d5/L2dBISEvZ0FBIS9nQSEh/ (zuletzt abgerufen 06.04.2017)
10. Foley Stephen (2017): »Snap IPO pushes the good governance folk close to breaking point«; Financial Times (Europe), Tuesday, February 21, 2017; Section: Markets & Investing, Page: 22

Quellen zu „Der Hard-Brexit: absehbares Desaster oder eine Riesenchance für disruptive Unternehmer?“:

1. Swinford, Steven (2017): »Sir James Dyson: I am 'enormously optimistic' about our future and UK has nothing to fear from hard Brexit«; The Telegraph online vom 27.03.2017 <http://www.telegraph.co.uk/news/2017/03/27/sir-james-dyson-enormously-optimistic-future-uk-has-nothing/> (zuletzt abgerufen 06.04.2017)
2. Vgl. Ebenda; sowie: Pearson, Allison (2016): »Sir James Dyson: 'So if we leave the EU no one will trade with us? Cobblers...'« The Telegraph online vom 10.06.2016 <http://www.telegraph.co.uk/men/thinking-man/sir-james-dyson-so-if-we-leave-the-eu-no-one-will-trade-with-us/> (zuletzt abgerufen 06.04.2017)

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

3. Wirtschaftskammer Österreich (2017): »**Wertschöpfung nach Sektoren**«; Februar 2017
<http://wko.at/statistik/eu/europa-wertschoepfung.pdf> (zuletzt abgerufen 06.04.2017)
4. Vgl. Ward, Ashley; Parkinson, Matthew (2017): »**International comparisons of UK productivity (ICP), final estimates: 2015**«; Office for National Statistics – Statistical bulletin 05.04.2017;
<https://www.ons.gov.uk/economy/economicoutputandproductivity/productivitymeasures/bulletins/internationalcomparisonsofproductivityfinalestimates/2015> (zuletzt abgerufen 09.04.2017)
5. Vgl. Boyde, Emma (2013) »**Multi-generational ventures decline in the UK**«; Financial Times (EUROPE), 1.4.2013; Seite: 8
6. Vgl. FT Special Report : Private Business (2015): »**Brittelstand stymied by lack of growth and skills**« Financial Times (UK), 01.10.2015; Section: FT Special Report : Private Business, Seite: SR2-2
7. Parker, George; Pickard, Jim; Allen, Kate (2017): »**Tory U-turn as Philip Hammond scraps tax rise on self-employed**«; FT.com vom 15.3.2017 <https://www.ft.com/content/9cb405ae-0977-11e7-97d1-5e720a26771b> (zuletzt abgerufen 09.04.2017)

Quellen zu „**Immobilien in Südeuropa: Hotelmärkte zeigen deutliche Signale einer Erholung**“:

1. CBRE, Europe Hotel Investment Q4 2016
2. STR, Global Hotel Review, Januar 2017
3. PWC, European Cities Hotel Forecast for 2017 and 2018
4. Christie & Co, International Business Outlook 2017
5. Deka Immobilienmarkt Italien 2015
6. Christie & Co, „Summer after Brexit: Holiday Destinations in Spain“, März 2017

Quellen zu „**Anleger und Sammler**“:

1. Ruhl, Michael (2014): »**Mit Sachwertanlagen der Niedrigzinsfalle entkommen**«; Börsen-Zeitung 19.02.14, 19:55
<http://www.onvista.de/news/mit-sachwertanlagen-der-niedrigzinsfalle-entkommen-888961> (zuletzt abgerufen 06.04.2017)
2. Z. B. bei: Pilz, Gerald (2015): »**Alternative Wertanlagen: Whisky**«; Capital vom 11. Aug 2015,
<http://www.capital.de/investment/alternative-wertanlagen-whisky.html>(zuletzt abgerufen 06.04.2017)
3. Vgl. Dimson, Elroy; Spaenjers, Christophe (2013): »**The investment performance of art and other collectibles**«
https://papers.ssrn.com/sol3/Delivery.cfm/SSRN_ID2344651_code698255.pdf?abstractid=2319338&mirid=1 (zuletzt abgerufen 06.04.2017). Der Artikel ist ebenfalls enthalten als Chapter 10 bei: Dempster, Anna (2014): »**Risk and Uncertainty in the Art World**«, Bloomsbury Publishing, Seite 219–238
4. Vgl. Mei, Jiangping; Moses, Michael (2002): »**Art as an Investment and the Underperformance of Masterpieces**«; American Economic Review, 92(5): 1656-1668.
5. Vgl. Manly, Lorne; Pogrebin, Robin (2014): »**Barbarians at the Art Auction Gates? Not to Worry**«; New York Times 17.8.2014 (http://www.nytimes.com/2014/08/18/arts/design/barbarians-at-the-art-auction-gates-not-to-worry.html?_r=0) (zuletzt abgerufen 15.12.2014)
6. Dimson, Elroy; Spaenjers, Christophe (2013): »**The investment performance of art and other collectibles**«
https://papers.ssrn.com/sol3/Delivery.cfm/SSRN_ID2344651_code698255.pdf?abstractid=2319338&mirid=1 (zuletzt abgerufen 06.04.2017) S.8. Das wörtliche Zitat lautet im Original: „*Indeed, the correlations with previous-year equity returns show that a relation exists between wealth creation in the equity market and collectibles prices.*“
7. Vgl. The Economist (2015): »**Out with the old**«; The Economist Christmas Edition; vom 16.12.2015
8. Vgl. Mangasarian, Leon; Winters, Patrick (2014): »**Classic Car Buyers, Beware of Fakes**«; bloomberg.com vom 02.01.2014 <https://www.bloomberg.com/news/articles/2014-01-02/fake-classic-cars-rise-as-auction-prices-soar> (zuletzt abgerufen 06.04.2017)
9. Vgl. Robinson, Jancis (2007): »**Flushing out wine fraud and fakes**«; jancisrobinson.com vom 17.03.2007
<http://www.jancisrobinson.com/articles/flushing-out-wine-fraud-and-fakes> (zuletzt abgerufen 06.04.2017)

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

10. Vgl. Kahn, Jeremy (2014): »**To Find Fakes, Vintage-Car Sleuth Hunts by Millimeter**«; Bloomberg Markets vom 10.06.2014 <https://www.bloomberg.com/news/articles/2014-06-09/to-find-fakes-vintage-car-sleuth-hunts-by-millimeter> (zuletzt abgerufen 06.04.2017)
11. Vgl. Fricke, Christiane; Schreiber, Susanne (2011): »**Fälschungen mit fingierter Provenienz**«, Handelsblatt.com 3.9.2001 <http://www.handelsblatt.com/panorama/kultur-kunstmarkt/sammlung-jaegers-faelschungen-mit-fingierter-provenienz/4569710.html> (zuletzt abgerufen 06.04.2017)
12. Vgl. Lindemann, Adam (2015): »**The Art World's Biggest Lie: A Collector Debunks Art as an Investment**«; aus observer.com 11.02.2015 <http://observer.com/2015/02/the-art-worlds-biggest-lie-a-dealers-mea-culpa-on-collecting-as-investing/> (zuletzt abgerufen 06.04.2017)
Die wörtlichen Zitate von Adam Lindemann lauten im Original: *"Today there are two serious types of buyers. The mega art buyers who want international trophy art, who have no budget limit and only want the artistic equivalent of oceanfront property. Then there's the hot money players: Wise guys, hooligans and celebrities. They go for what's hot, what's going to make them look smart and make them fast money."*
"The unspoken truth is that a reliable resale market for art does exist, but only for certain very famous or very trendy artists at any given point in time."
13. Vgl. Abrams, Loney (2015): »**Laundering money through art, if you're into that sort of thing**« hopesandfears.com vom 01.07.2015 <http://www.hopesandfears.com/hopes/culture/art/214699-guide-to-laundering-money-art> (zuletzt abgerufen 06.04.2017)
14. Vgl. Ayers Robert (2007) »**The 7 Lessons in Adam Lindemanns "Collecting Contemporary"**«; blouinartinfo.com vom 21.05.2007 <http://www.blouinartinfo.com/news/story/19475/the-7-lessons-in-adam-lindemanns-collecting-contemporary> (zuletzt abgerufen 06.04.2017)
15. Vgl. Dorothea Hülsmeier (2015) »**Das Urteil**«, Art vom 16.03.2015 <http://www.art-magazin.de/szene/7366-rtkl-helge-achenbach-urteil-das-urteil> (zuletzt abgerufen 06.04.2017)

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: Seiten 1&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 26.
- 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 31.
- 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 10.4.2017.
- 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.