

Nummer 56 / 2. Quartal 2018

# Wie sind Aktienrückkäufe zu bewerten? Wie entwickelten sich die Branchentrends? Was kommt nach dem Technologieboom?

#### Inhalt dieser Ausgabe:

#### Seite 2 Klartext: Aktienrückkäufe – Kurspflege mit Nebenwirkungen

Aktienrückkäufe haben an den Kapitalmärkten in den vergangenen Jahren an Bedeutung gewonnen. Sie sind aber sehr umstritten: Befürworter sehen sie als effizienten Weg, den Aktionärswert zu mehren. Kritiker hingegen halten sie für prozyklisch und auf kurzfristige Kursstützung ausgerichtet. Weiterhin sollen sie langfristige Investitionen vermindern.

Tatsächlich kommt es aber sehr auf den Einzelfall an, ob Rückkäufe destruktiv bzw. manipulativ oder wertsteigernd wirken. Bedenklich ist im Moment allerdings ihr gewaltiger Umfang. Denn dieser kann in Verbindung mit vielen Übernahmen und Fusionen sowie der Flaute bei Neuemissionen zu einer Verknappung von attraktiven Investmentalternativen führen und damit zum Bedeutungsverlust des Aktienmarktes beitragen.

### Seite 7 Mehr als nur ein Technologie-Boom – Globale Sektortrends 1992 bis 2018 ... und darüber hinaus –

Der Technologieboom an den Börsen neigt sich dem Ende zu. Doch welche Branchen können in Zukunft die relative Führerschaft beibehalten bzw. übernehmen? Und welche werden bzw. bleiben Verlierer? Im Beitrag werden die historischen langfristigen Zyklen der globalen Sektorrotation an den Börsen dargestellt und analysiert.

Hierbei zeigt sich, dass es einige Branchen gibt, die in den vergangenen Jahrzehnten relativ stabil überdurchschnittlich waren. Dies sind "Chemie", "Reisen und Freizeit", "Nahrungsmittel und Getränke" sowie "Persönlicher Bedarf und Haushaltswaren". Überwiegend unterdurchschnittlich waren hingegen "Versorger", "Telekommunikation" und "Banken". Darüber hinaus gibt es Branchen wie "Rohstoffe", "Erdöl & Erdgas", "Technologie" oder "Medien", die ausgeprägte ca. 10-jährige relative Auf- und Abschwungphasen haben. Bei diesen Branchen mit deutlichen Performancezyklen lohnt es sich, durch wechselnde Über- und Untergewichtungen auf Trendwenden zu reagieren.

-----

Seite 22 Anhang: Quellen, Impressum, rechtliche Hinweise
Seite 25 Disclaimer

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Klartext: Aktienrückkäufe - Kurspflege mit Nebenwirkungen

#### Liebe Langfristanleger,

in den vergangenen Wochen haben wir einige wilde Tage an den Aktienmärkten erlebt. Ausgangspunkt der Turbulenzen waren die USA: Der Zinsanstieg bei US-Treasuries, massive Rückgaben von ETFs durch Privatanleger, die Drohungen bezüglich eines Handelskrieges durch Donald Trump sowie der Facebook-Datenschutz-Skandal verdarben die Stimmung.

Auffällig war allerdings, dass sich trotzdem US-Aktien besser halten konnten, während der Verkaufsdruck europäische und asiatische Börsen stärker



ins Minus drückte. Der Hauptgrund hierfür ließ sich schnell finden: Auf den Kurseinbruch reagierten viele große US-Unternehmen mit umfangreichen Kaufprogrammen für eigene Aktien. Alleine im Februar wurden nach Berechnungen von TrimTabs neue Rückkäufe in Höhe von US\$ 153,7 Mrd. angekündigt. Dies ist ein Plus von 157% gegenüber den Ankündigungen vom Januar (US\$ 59,9 Mrd.) und

Veränderung der Aktienanzahl Geschäftsjahresende 2013-2017					
USA:					
Apple	-19,5%				
Deere	-17,1%				
Ebay	-17,8%				
Gilead	-22,2%				
IBM	-14,0%				
PepsiCo	-9,0%				
Europa:					
Münchner Rück	-15,6%				

-7,7%

Novo Nordisk

stellt den bisherigen Rekord von US\$ 133 Mrd. aus dem April 2015 deutlich in den Schatten.<sup>1</sup>

In Europa haben bislang nur wenige Konzerne wie Münchner Rück oder Novo Nordisk in erheblichem Umfang Aktien zurückgekauft. In den USA hingegen gehören umfangreiche Aktienrückkaufe seit Jahren zum Standardinstrumentarium von Finanzvorständen. Jüngste Ankündigungen von Nestlé, Adidas, Philips und anderen Firmen zur Auflage von Rückkaufprogrammen zeigen jedoch, dass verstärkt dem amerikanischen Vorbild gefolgt wird – mit zumeist positiven Folgen für die Kurse.

#### Rückkäufe: ein vielfach abgelehntes Instrument zur Marktstabilisierung

Bei aller Freude über die kursstützende Wirkung von Aktienrückkäufen stellt sich jedoch die Frage, ob sie nicht auf Kosten der langfristigen Performance gehen. William Lazonick, Professor an der University of Massachusetts Lowell, forscht hierzu schon seit Längerem und lehnt sie kategorisch ab. Steigende Aktienrückkäufe sind für ihn ein Symptom eines Paradigmenwechsels bei vielen großen US-Firmen in den vergangenen Jahrzehnten: Statt "retain and reinvest" (einbehalten und reinvestieren) sei "downsize and distribute" (schrumpfen und ausschütten) zum Leitmotiv für viele Managemententscheidungen geworden: Anstatt produktive Investitionen in Wachstum vorzunehmen, würde lieber das Geld an Aktionäre zurückgegeben. Seit 2007 wurden 94% der Nettogewinne laut Berechnungen von Lazonick durch Dividenden und Rückkäufe an die Anteilseigner transferiert. Investitionen wurden, sofern sie überhaupt stattfanden, vorwiegend durch Kredite finanziert.<sup>2</sup>

Seit 1998 bewegt sich in den USA der Umfang der Aktienrückkäufe ungefähr auf dem Niveau der ausgeschütteten Dividenden. Sie sind damit eine gleichberechtigte Art und Weise geworden, Geld an Aktionäre zurückzugeben. Abgesehen von einem steuerlichen Vorteil für einige Aktionäre haben sie vor allem den Effekt, dass sie ein Gewinnwachstum je Aktie zeigen, das deutlich höher erscheint, als das tatsächliche Ertragswachstum im Unternehmen selbst ist.



Dies ist insbesondere aufgrund der Bonus-Regelungen für viele Manager bedeutsam: Wenn Ihre leistungsbezogene Vergütung an die Steigerung des Gewinns je Aktie oder die Aktienkursentwicklung gebunden ist, ist es für sie oftmals der einfachste Weg zu einem hohen Gehalt, die Aktienanzahl zu vermindern, anstatt für eine nachhaltige Gewinnsteigerung zu arbeiten. Insbesondere bei operativ stagnierenden Firmen ist für Manager die Verführung groß, durch Rückkäufe ihren Gewinn je Aktie künstlich zu steigern und so ihre Erfolglosigkeit überspielen.

2017 hat das McKinsey Global Institute die Studie "Measuring the economic impact of short-termism" veröffentlicht. Mit ihr wurde darauf hingewiesen, dass umfangreiche und regelmäßige Aktienrückkäufe ein guter Indikator dafür sein können, dass Unternehmen vorwiegend kurzfristige Ziele verfolgen – und damit langfristig oft zu den Verlierern gehören.<sup>3</sup>

#### Die Finanzkrise 2008 offenbarte den prozyklischen Charakter vieler Rückkaufprogramme

In der Vergangenheit war festzustellen, dass Rückkäufe prozyklisch waren, weil Unternehmen vor allem zu Konjunkturhöhepunkten Cash-Flow-Überschüsse erwirtschafteten, die sie bei hohen Kursen zu Aktienrückkäufen verwenden. In schlechten Zeiten waren die Kurse niedrig, aber dann fehlte das Geld für Rückkäufe. So überstieg in den USA von 2005 bis 2007 – also genau den Jahren vor der Finanzkrise – der Gesamtbetrag der Rückkäufe die gezahlten Dividenden deutlich. Im Jahr 2007 war der Gesamtbetrag der Rückkäufe sogar 32% höher als die in diesem Jahr gezahlten Dividenden.<sup>4</sup>

Besonders schlimm wirken sich hohe Rückkäufe in guten Zeiten aus, wenn nach dem Abschwung Eigenkapital fehlt. So hatten beispielsweise Unternehmen wie General Electric oder ING vor der Krise 2008 Aktien zurückgekauft. Sie gingen deshalb unterkapitalisiert in den Abschwung und mussten ihre Finanzierungslöcher zu deutlich niedrigeren Kursen mittels Kapitalerhöhungen stopfen, die die Anteile ihre Altaktionäre stark verwässerten. General Electric schaffte dies sogar innerhalb eines Jahres: In den ersten drei Quartalen 2008 kaufte die Firma Aktien im Gegenwert von US\$ 3,2 Mrd. zu einem Durchschnittskurs von US\$ 31,82. Im vierten Quartal wurden dann Aktien im Gegenwert von US\$ 12 Mrd. zu einem Kurs von US\$ 22,25 wieder ausgegeben – Wertvernichtung in Reinkultur.

#### Warren Buffett & Aswath Damodaran: Aktienrückkäufe müssen differenziert betrachtet werden

Warren Buffett hat sich in seinem Geschäftsbericht für 1999, der genau auf dem Höhepunkt der Börsenblase der Jahrtausendwende erschien, mit dem Thema Aktienrückkäufe kritisch auseinandergesetzt. Er griff die damals seiner Ansicht nach verbreitete Praxis an, überhöhte Aktienkurse durch Rückkäufe zu stützen bzw. sogar weiter nach oben zu treiben. "Wenn man 1-US\$-Banknoten für US\$ 1,10 kauft, ist dies ein schlechtes Geschäft für alle, die lange dabei bleiben wollen", schrieb er. Allerdings machte er auch geltend, dass er zu anderen Zeiten gerne in Unternehmen investiert hat, die umfangreiche Aktienrückkaufprogramme haben. Voraussetzungen für erfolgreiche Investments waren aber für ihn, dass "ein Unternehmen sowohl unterbewertet war als auch ein aktionärsfreundliches Management hatte."<sup>5</sup>

Aswath Damodaran, Finanz-Professor an der Stern School of Business der New York University und Autor mehrerer Standardwerke zu Corporate Finance und Unternehmensbewertung, stellt ebenfalls heraus, dass Rückkäufe für Aktionäre positiv sein können. Wenn ein Unternehmen in seinem traditionellen Geschäft hohe Cash-Überschüsse erwirtschaftet, sei es besser, diese an die Aktionäre aus-

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

zuschütten, als unrentabel zu reinvestieren. Rückkäufe sind zudem flexibler und zumeist steuereffizienter als Dividenden. Ähnlich wie Buffett macht aber auch Damodaran den Vorbehalt, dass Rückkäufe nur dann Ausschüttungen vorzuziehen sind, wenn sich die Ertragskraft eines Unternehmens nicht in der Börsenbewertung niederspiegelt; die Aktien also unter ihrem "inneren Wert" notieren.<sup>6</sup>

Weiterhin wendet sich Damodaran gegen das Argument, dass Aktienrückkäufe zulasten von Investitionen gehen. Denn Anleger, die ihre Anteile im Rahmen von Rückkaufprogrammen abgeben, können ihr Geld ja wieder in Wachstumsunternehmen investieren, die Kapital benötigen. Im Rahmen eines funktionierenden Finanzmarktes ist es viel effizienter, wenn auf diese Weise Kapital von saturierten zu kapitalbedürftigen Firmen umverteilt wird, als wenn cash-generierende Unternehmen selbst anfangen, in ihnen fremden Geschäftsfeldern zu investieren.

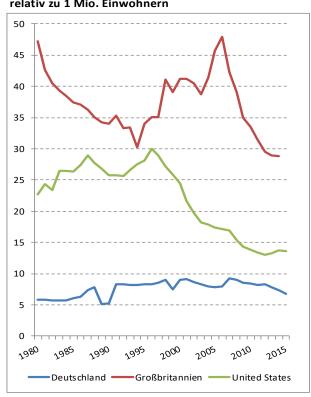
#### Rückkäufe tragen zum Bedeutungsverlust von Aktien bei, sind aber nicht die wichtigste Ursache

Aswath Damodaran hat völlig recht, wenn er daran erinnert, dass Unternehmen, die mehr Cash generieren, als sie rentabel reinvestieren können, ihr überschüssiges Geld lieber an Aktionäre zurückgeben sollten, als es durch unfokussierte Investments zu verzocken. In Deutschland haben wir mit Daimler ein Paradebeispiel dafür, wie eine hochprofitable Firma in den 80er und 90er Jahren des letzen Jahrhunderts durch Fehlinvestments in den Flugzeugbauer Fokker, den Elektrokonzern AEG oder den Massenhersteller Chrysler in enormen Umfang Aktionärsvermögen vernichtet hat.

Voraussetzung für die Umlenkung von Kapital in Wachstumsfirmen ist jedoch, dass die Börse genug Möglichkeiten für attraktive Anlagen bietet. Und hier sieht es immer schlechter aus: Die Anzahl von börsennotierten Unternehmen nimmt an den Kapitalmärkten der entwickelten Welt immer weiter ab. So ist in Deutschland ihre Anzahl zwischen 2010 und 2017 um fast 1/3 von 605 auf 407 geschrumpft. Die Anzahl der an den US-Börsen notierten amerikanischen Unternehmen ist zwischen 1996 und 2016 von 7.322 auf 3671 zurückgegangen. Dies entspricht einem Verlust von fast 50%.

Die Weltbank hat in ihrer Datenbank verschiedene Statistiken zur volkswirtschaftlichen Bedeutung der Finanzmärkte zusammengestellt. Eine Kennzahl wird dabei zur Messung der relativen Wichtigkeit des Aktienmarktes innerhalb eines Landes verwendet: die Anzahl inländischer börsennotierter Aktien relativ zu 1 Mio. Einwohner. Und hier gibt es seit

Anzahl inländischer börsennotierter Unternehmen relativ zu 1 Mio. Einwohnern



Quelle: Weltbank

Jahren einen eindeutigen globalen Abwärtstrend, der im Wesentlichen darauf beruht, dass in entwickelten Ländern die Anzahl der börsennotierten Gesellschaften kontinuierlich abnimmt. In den USA begann die Anzahl von Unternehmen schon vor ungefähr 20 Jahren zu sinken, in Europa seit der Fi-

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

nanzkrise. Da Deutschland schon vorher relativ wenige börsennotierte Firmen hatte, wird es durch diese negative Entwicklung besonders hart getroffen.

Da sich die Zahl der Firmen-Pleiten nicht wesentlich verändert hat, gibt es für diese Entwicklung vor allem zwei Ursachen:

- Ein immer schneller voranschreitender Konzentrationsprozess, der dazu führt, dass globale Konzerne fusionieren sowie viele kleine und mittlere Firmen übernommen werden und vom Kurszettel verschwinden.
- Ein dramatischer Rückgang bei den Neuemissionen.

#### Nur wenige Unternehmen gehen noch an die Börse, Anleger wollen kaum noch Neuemissionen

Wenn Firmen aufgrund des voranschreitenden Konzentrationsprozesses vom Kurszettel verschwinden, ist dies weder ungewöhnlich noch bedenklich. Denn es ist das natürliche Resultat von im Rahmen der Globalisierung zusammenwachsenden Märkten. Die stärksten Unternehmen setzen sich durch; schwächere Firmen gehen pleite, werden übernommen oder schließen sich zusammen.

Sehr beunruhigend ist hingegen, dass die Anzahl von Börsengängen nahezu zusammengebrochen ist. In Deutschland wurden 2017 mit 14 Aktienemissionen 2,8 Mrd. € eingenommen. In den USA gab es im gleichen Jahr 119 Emissionen, die US\$ 25,6 Mrd. einbrachten. Verglichen mit den Summen, die den Märkten durch Rückkäufe und Übernahmen zufließen, ist dies fast nichts.

Zudem gehen kaum noch Firmen an die Börse, um sich frisches Kapital für Wachstum zu besor-



Quelle: Jay R. Ritter / Warrington College of Business

gen. Oft soll nur Geld beschafft werden, um Altaktionäre auszuzahlen bzw. Finanzierungslöcher bei ihren Konzernmüttern zu stopfen. Die bisher wichtigsten deutschen Emissionen in 2018 – DWS und Healthineers – sind symptomatisch für diese Entwicklung.

Gründe für die Ebbe bei Neuemissionen gibt es viele:

- Private Equity Fonds erlebten in den letzten Jahrzehnten einen dramatischen Aufschwung. Einige Fonds haben sich darauf fokussiert, mittelgroße Wachstumsfirmen mit Eigenkapital zu versorgen und entziehen diese so dem IPO-Markt. Es ist daher kein Zufall, dass die positive Entwicklung der Private Equity Branche parallel zum Niedergang des Neuemissionsgeschäfts erfolgte.
- Sehr viele Anleger sind massiv davon enttäuscht, bei IPOs mit falschen Versprechungen in die Irre geleitet zu werden und haben sich vom Neuemissionsmarkt zurückgezogen. Hierzu gehören einerseits verbitterte deutsche Kleinanleger, denen durch die Kursverluste am Neuen Markt oder bei der Telekom-Privatisierung der Appetit auf neue Aktien vergangen ist. Aber auch Warren Buffett rät Anlegern schon seit Jahrzehnten entschieden von der Teilnahme an IPOs ab. Seiner Ansicht nach sollten Investoren vor einer Anlage abwarten, ob eine Firma sich an der Börse bewährt. Der IPO-Investor hat nach Buffetts Meinung kein faires Angebot zu erwarten, denn "... der IPO-Markt wird von Kontrollaktionären und Konzernen beherrscht, die in der Regel das Timing des Ver-

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

kaufs bestimmen; oder, wenn der Markt ungünstig erscheint, ein Angebot ganz vermeiden. Verständlicherweise haben diese Verkäufer kein Interesse an einem günstigen Emissionspreis, ... ". <sup>10</sup>

- Die Kosten eines Börsengangs können insgesamt bis zu 14% der eingenommen Finanzmittel betragen. Damit sind sie außerordentlich hoch, gerade in Niedrigzinszeiten gibt es günstigere Alternativen. Weiterhin gibt es erhebliche Folgekosten durch die Investor-Relations-Arbeit, was gerade für kleinere Unternehmen oft mit relativ bedeutsamen Aufwendungen verbunden ist.<sup>11</sup>
- Viele Unternehmer scheuen die sowohl die hohen Transparenzstandards wie auch den kurzfristigen Performancedruck an der Börse. 12
- Angesichts der langen Vorlaufzeit und der hohen Volatilität an den Aktienmärkten scheuen insbesondere Firmen, die mit dem aufgenommenen Geld tatsächlich Wachstum finanzieren wollen, einen Börsengang. Denn zu Beginn der Planung kann nicht garantiert werden, dass die Marktbedingungen zum Zeitpunkt des Börsengangs tatsächlich den benötigten Emissionserlös erlauben.<sup>13</sup>

Verlässliche Großabnehmer für Neuemissionen sind lediglich Indexfonds bzw. stark an einem Marktindex orientierte "Enhanced Indexing" Fonds geblieben. Sie garantieren sogar, dass sich auch für das schlechteste IPO immer noch genügend Käufer finden, sofern es nur groß genug ist, um anschließend in die wichtigsten Benchmark-Indizes aufgenommen zu werden.

#### Für die Bewertung von Aktienrückkäufen sind ihre Umstände und ihre Motivation entscheidend

Eine pauschale Ablehnung von Aktienrückkäufen wie durch William Lazonick oder das McKinsey Global Institute erscheint nicht gerechtfertigt: Ob sie langfristig den Aktionärswert steigern oder vernichten, hängt von der momentanen Bewertung der Aktie, den Absichten des Managements und möglichen Alternativen der Gewinnverwendung ab. Dies kann von Fall zu Fall gravierend anders sein. Dennoch stellen Aktienrückkäufe derzeit in zweierlei Hinsicht ein Problem für die Kapitalmärkte dar: 1) sie werden von einigen Firmen als Instrument zur Schönung von Finanzkennzahlen eingesetzt; sowie 2) ihr gewaltiger Umfang führt in Verbindung mit vielen Übernahmen und Fusionen sowie der Flaute bei den Neuemissionen zu einer Verknappung von attraktiven Investmentalternativen.

Dieses Problem kann aber nicht durch Beschränkungen für Aktienrückkäufe gelöst werden, wie sie z. B. William Lazonick und andere Kritiker fordern. Der manipulative Einsatz von Rückkäufen ist nur deswegen möglich, weil viele Aktionäre zu unkritisch sind. Diese werden für ihre Naivität aber irgendwann vom Markt bestraft. Und damit Aktien langfristig in ausreichendem Umfang als attraktive Anlagemöglichkeit zur Verfügung stehen, sind weltweit vor allem grundlegende Maßnahmen zur Reform des IPO-Marktes notwendig, die das Vertrauen von Anlegern wiederherstellen sowie den IPO-Markt für Wachstumsfirmen erneut als Finanzierungsquelle attraktiv machen.

Anlegern bleibt nichts anderes übrig, von Fall zu Fall zu entscheiden, ob ein Rückkauf vorwiegend zur Kurspflege eingesetzt wird oder ob er den Wert einer Aktie dauerhaft steigert. Dies ist manchmal nicht ganz einfach, da natürlich jedes Management vorgibt, im Aktionärsinteresse zu handeln. Eine genaue Unterscheidung lohnt sich aber, da die unterschiedlichen Motivationen für Rückkäufe eine klare Aussage über zukünftige Gewinner und Verlierer ermöglichen.

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

9. April 2018 Seite 6

Milin



### Mehr als nur ein Technologie-Boom

#### - Globale Sektortrends 1992 bis 2018 ... und darüber hinaus -

Von Karl-Heinz Thielmann

Für die fundamentalanalytische Einschätzung eines Unternehmens sind neben Mikrofaktoren wie Managementqualität, Marktanteilen, Produktivität, Finanzierung oder Kundenbindung auch Makrofaktoren wichtig, die sich auf die ökonomischen Rahmenbedingungen beziehen. Der traditionelle Makro-Blick richtete sich vor allem auf die Zuordnung der Firmen zu Ländern (wie Deutschland) oder Regionen (wie die Eurozone). Allerdings sind die meisten großen börsennotierten Unternehmen inzwischen weltweit aktiv und damit vor allem von globalen Einflussfaktoren abhängig, sodass diese Sichtweise nur noch im Ausnahmefall bei regional sehr fokussierten bzw. stark politisch beeinflussten Firmen Sinn macht. Bei kleineren Ländern wie Dänemark oder der Schweiz ist die einheimische Volkswirtschaft für die Einschätzung der großen Unternehmen praktisch irrelevant geworden.

Große – und entscheidende – Unterschiede gab es aber in Hinblick auf die globalen Branchenentwicklungen. Das Zusammenwachsen zu einer weltweit integrierten Volkswirtschaft verminderte einerseits die Bedeutung regionaler Sonderentwicklungen, sorgte aber andererseits auch dafür, dass die gleichen Einflussfaktoren für die Mitglieder einer Branche immer relevanter wurden, unabhängig davon, wo Firmensitz und Geschäftsschwerpunkt der jeweiligen Unternehmen waren.

Insofern erscheint es angebracht, für eine Analyse globaler Makro-Trends vor allem Branchen mithilfe globaler Sektorindizes zu untersuchen und vergleichend darzustellen. Dies erscheint gerade aktuell interessant, weil die vergangenen Aktien-Jahre vorwiegend im Zeichen eines Aufschwungs der Technologie-Branche standen, die damit die Aufmerksamkeit von anderen Branchen ablenkte. So nimmt der Technologiesektor inzwischen den überwiegenden Teil von Analystenreports und speziell der Medienberichterstattung über Aktien ein (Ausnahme sind lediglich Skandalgeschichten wie beim Diesel-Abgasreinigungsbetrug). Tatsächlich machen Technologietitel aber nur ca. 13% der globalen Marktkapitalisierung aus.

Leider ist die Zuordnung von Unternehmen zu Branchen nicht ganz so einfach wie die Zuordnung zu Ländern oder Regionen, obwohl es hier aufgrund von Unternehmen mit doppelten Firmensitzen oder Registrierung in Steueroasen auch zu Einordnungsproblemen kommen kann. Es gibt zwei konkurrierende Vorgehensweisen bei der Kategorisierung: Die Industry Classification Benchmark ICB und den Global Industry Classification Standard GICS. Beide gruppieren börsengehandelte Unternehmen gemäß ihrem primären Umsatz in Branchen, benutzen hierzu aber unterschiedliche Methoden.

Die Industry Classification Benchmark (ICB) wurde 2004 von Dow Jones STOXX und FTSE eingeführt. Sie umfasst sogenannte 11 Branchen, 19 Supersektoren, 41 Sektoren sowie 114 Untersektoren. Die Supersektoren leiten sich von ehemaligen Stoxx-Sektoren ab, während sich die Sektoren und Untersektoren an den vorher von FTSE berechneten Sektorindizes orientieren. Standard & Poor's und MSCI als Hauptwettbewerber von Dow Jones STOXX und FTSE haben sich hingegen auf den Global Industry Classification Standard (GICS) geeinigt, der eine der ICB ähnliche vierstufige Struktur verwendet. Bei GICS gibt es 11 Sektoren; 24 Industrie-Gruppen; 68 Industrien und 157 Sub-Industrien.

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Die Zuordnungen der meisten Firmen zu ICB-Supersektoren und GICS-Industriegruppen unterscheiden sich kaum. Allerdings ist GICS etwas feiner gegliedert. Z. B. wird im Gesundheitsbereich schon auf der zweiten Zuordnungsebene zwischen Medizintechnik und Pharmazeutik differenziert.

Verwirrend ist allerdings, dass die Kategorisierungskriterien auf der höchsten Ebene (ICB-Branchen und GICS-Sektoren) deutlich abweichen. Während ICB sich an Unterschieden in den Produktgruppen orientiert, stellt GICS vorwiegend auf ökonomische Sensitivitäten ab. GICS unterscheidet z. B. bei der Zuordnung in Konsumgüter-Branchen zwischen (relativ konjunktursensitiven) langlebigen und (relativ konjunkturunabhängigen) stabilen Unternehmen.

Analytisch bringt es wenig, die hochaggregierten ICB-Branchen bzw. die GICS-Sektoren zu betrachten, da ihre Zusammensetzung teilweise zu stark komprimiert erscheint und es an Vergleichbarkeit zwischen den

Branche	Supersektor
0001 Erdöl und Erdgas	0500 Erdöl und Erdgas
1000 Grundstoffe	1300 Chemie
	1700 Rohstoffe
2000 Industrieunternehmen	2300 Bauwesen und Materialien
	2700 Industriegüter und Dienstleistungen
3000 Verbrauchsgüter	3300 Automobilhersteller und Zulieferer
	3500 Nahrungsmittel und Getränke
	3700 Persönliche und Haushaltsgegenstände
4000 Gesundheitswesen	4500 Gesundheit
5000 Dienstleistungen für Verbraucher	5300 Einzelhandel
	5500 Medien
	5700 Reisen und Freizeit
6000 Telekommunikation	6500 Telekommunikation
7000 Versorger	7500 Versorger
8000 Finanzdienstleistungen	8300 Banken
	8500 Versicherungen
	8600 Immobilien
	8700 Finanzdienstleistungen
9000 Technologie	9500 Technologie

Hauptindizes der unterschiedlichen Konzepte fehlt. Aufschlussreicher ist hingegen eine Analyse auf Basis der ICB-Supersektoren bzw. der GICS-Industriegruppen, die eine ausreichende Differenzierung erlauben. Aufgrund der besseren Datenverfügbarkeit werden im Folgenden die grundlegenden globalen Sektortrends mit den Indizes für die 19 STOXX-Supersektoren dargestellt und untersucht.

#### 1. Teil: die besten und schlechtesten Sektoren im Langfristvergleich

Im Vergleich der Sektorperformance über die vergangenen 25 bzw. 20 Jahre fällt auf, dass die Listen mit den größten Gewinnern und Verlierern relativ ähnlich aussehen. Die Branchenindizes für "Ge-

Performance seit 25 Jahren *)	gesamt	annualisiert	annual. rel. Performance
			_
STOXX® Global 1800 Health Care	1264%	11,0%	3,6%
STOXX® Global 1800 Technology	1040%	10,2%	2,8%
STOXX® Global 1800 Chemicals	775%	9,1%	1,6%
STOXX® Global 1800 Food & Beverage	739%	8,9%	1,5%
STOXX® Global 1800 Retail	710%	8,7%	1,3%
STOXX® Global 1800 Pers. & Househ. Goods	705%	8,7%	1,3%
STOXX® Global 1800	498%	7,4%	
STOXX® Global 1800 Insurance	385%	6,5%	-0,9%
STOXX® Global 1800 Telecommunications	376%	6,4%	-1,0%
STOXX® Global 1800 Utilities	285%	5,5%	-1,9%
STOXX® Global 1800 Construction & Materials	264%	5,3%	-2,1%
STOXX® Global 1800 Basic Resources	219%	4,7%	-2,7%
STOXX® Global 1800 Banks	195%	4,4%	-3,0%

STOXX® Global 1800 Chemicals	316%	7,4%	2,5%
STOXX® Global 1800 Pers. & Househ. Goods	292%	7,1%	2,2%
STOXX® Global 1800 Retail	270%	6,8%	1,9%
STOXX® Global 1800 Health Care	256%	6,6%	1,7%
STOXX® Global 1800 Food & Beverage	245%	6,4%	1,5%
STOXX® Global 1800 Construction & Materials	221%	6,0%	1,1%
STOXX® Global 1800	158%	4,9%	
STOXX® Global 1800 Utilities	134%	4,3%	-0,5%
STOXX® Global 1800 Automobiles & Parts	130%	4,2%	-0,6%
STOXX® Global 1800 Media	111%	3,8%	-1,1%
STOXX® Global 1800 Telecommunications	80%	3,0%	-1,9%
STOXX® Global 1800 Insurance	70%	2,7%	-2,2%
STOXX® Global 1800 Banks	41%	1,7%	-3,1%

gesamt

annualisiert

Performance seit 20 Jahren \*)

<sup>\*) = €-</sup>Nettoreturn-Index; Stichtag 15.4.2018

<sup>\*) = €-</sup>Nettoreturn-Index; Stichtag 15.4.2018

#### Informationen für die langfristige Kapitalanlage

sundheit", "Chemie", "Handel", "Nahrungsmittel und Getränke" sowie "Persönlicher Bedarf und Haushaltswaren" führen die Gewinnerlisten an. "Technologie" war zwar nur über 25 Jahre deutlich in den Top 5, aber über 20 Jahre zumindest auch leicht überdurchschnittlich. Bei den Verlierern gibt es ebenfalls ein eindeutiges Bild: "Versorger", "Telekommunikation" und "Banken" waren fast immer klar unterdurchschnittlich. Ein geringer Trost für Anleger war nur, dass sich selbst mit diesen sehr schwachen Branchen in absoluter Betrachtung noch ein positives Anlageergebnis erzielen ließ.

Unterteilt man allerdings die vergangenen 20 Jahre in zwei Abschnitte von jeweils 10 Jahren – was ungefähr den Dekaden vor und nach der Finanzkrise entspricht – so ergibt sich bezüglich der relativen Performance hingegen ein abweichendes und wenig konstantes Bild: "Rohstoffe" sowie "Öl und Gas" wurden von den Top-Favoriten der Börse zu Top-Verlierern. Im Gegensatz dazu wandelten sich die Titel von "Technologie" und "Medien" von den Top-Verlierern zu den stärksten Gewinnern.

Performance von April 1998 bis 2008	gesamt	annualisiert	annual. rel.
			Performance
STOXX® Global 1800 Basic Resources	213%	12,1%	10,8%
STOXX® Global 1800 Oil & Gas	132%	8,8%	7,5%
STOXX® Global 1800 Construction & Materials	78%	6,0%	4,7%
STOXX® Global 1800 Chemicals	75%	5,7%	4,4%
STOXX® Global 1800 Real Estate	71%	5,5%	4,2%
STOXX® Global 1800 Utilities	67%	5,2%	4,0%
STOXX® Global 1800	14%	1,3%	
STOXX® Global 1800 Travel & Leisure	-3%	-0,3%	-1,6%
STOXX® Global 1800 Automobiles & Parts	-4%	-0,4%	-1,7%
STOXX® Global 1800 Telecommunications	-4%	-0,4%	-1,7%
STOXX® Global 1800 Insurance	-10%	-1,0%	-2,3%
STOXX® Global 1800 Technology	-20%	-2,2%	-3,5%
STOXX® Global 1800 Media	-31%	-3,7%	-4,9%

е	Performance seit 10 Jahren *)	gesamt	annualisiert	annual. rel. Performance
C				remonnance
	STOXX® Global 1800 Technology	294%	14,7%	6,1%
	STOXX® Global 1800 Retail	249%	13,3%	4,7%
	STOXX® Global 1800 Health Care	245%	13,2%	4,6%
	STOXX® Global 1800 Travel & Leisure	231%	12,7%	4,1%
	STOXX® Global 1800 Media	205%	11,8%	3,2%
	STOXX® Global 1800 Pers. & Househ. Goods	181%	10,9%	2,3%
	STOXX® Global 1800	128%	8,6%	
	STOXX® Global 1800 Real Estate	83%	6,2%	-2,3%
	STOXX® Global 1800 Construction & Materials	80%	6,0%	-2,5%
	STOXX® Global 1800 Utilities	40%	3,4%	-5,1%
	STOXX® Global 1800 Banks	33%	2,9%	-5,6%
	STOXX® Global 1800 Oil & Gas	26%	2,3%	-6,3%
	STOXX® Global 1800 Basic Resources	-22%	-2,4%	-11,0%

\*) = £-Nettoreturn-Index: Stichtag 15 4 2018

Auffällig in den Zehn-Jahresbetrachtungen ist weiterhin, dass Performanceabweichungen der Branchen zum Gesamtmarktindex in dieser Abgrenzung sehr viel stärker sind als in einer mehrere Jahrzehnte währenden Betrachtung: So konnten Rohstoffe während ihrer Outperformancephase jährlich 10,8% mehr als der Gesamtmarkt erzielen; verloren in ihrer Abschwungphase relativ aber wiederum 11,0% p.a. Hierin kommt die sehr ausgeprägte Zyklik der Branche zum Ausdruck.

In den Betrachtungen über 20 bzw. 25 Jahre war die maximale jährliche Performanceabweichung einer Branche in positiver Hinsicht +2,5% bzw. 3,6% und in negativer Hinsicht -3,0% bzw. -3,1%. Dies spricht dafür, dass es bei starken "Ausreißern" in der relativen Performance nach ca. 10 Jahren regelmäßig zu einer mittelfristigen Trendumkehr kommt:

- > Starke Underperformer über ca. 10 Jahre sind danach zu Outperformern geworden.
- > Starke Outperformer über ca. 10 Jahre sind danach zu Underperformern geworden.

Sektoren, die über 20 oder 25 Jahre zu den relativ stabilen Outperformern gehörten – "Chemie"; "Nahrungsmittel und Getränke"; "persönlicher Bedarf und Haushaltswaren" – tauchen in den 10-Jahresbetrachtungen interessanterweise kaum auf. Offenbar wird die 10-Jahresperformance von zyklischen Faktoren dominiert, die sich allerdings über einen Zeitraum von ca. 20 Jahren ausgleichen. Hieraus leiten sich zwei mögliche langfristige Anlagestrategien ab:

- 1) Dauerhaft Outperformer wie "Chemie", "Haushaltswaren" oder "Nahrungsmittel" bevorzugen.
- 2) Die ca. 10-jährige Sektorrotation mit wechselnden Über- und Untergewichtungen in "Rohstoffen", "Erdöl & Erdgas", "Technologie" oder "Medien" etc. nachvollziehen.

<sup>\*) =</sup>  $\in$ -Nettoreturn-Index; Stichtag jeweils der 15.4.

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Performance seit 5 Jahren *)	gesamt	annualisiert	annual. rel. Performance
STOXX® Global 1800 Technology	162%	21,2%	9,9%
STOXX® Global 1800 Financial Services	119%	17,0%	5,7%
STOXX® Global 1800 Retail	93%	14.1%	2.7%
STOXX® Global 1800 Insurance	89%	13,6%	2,3%
STOXX® Global 1800 Industrial Goods & Services	89%	13,6%	2,2%
STOXX® Global 1800 Travel & Leisure	88%	13,4%	2,1%
STOXX® Global 1800	71%	11,3%	
STOXX® Global 1800 Food & Beverage	49%	8,3%	-3,1%
STOXX® Global 1800 Utilities	38%	6,6%	-4,7%
STOXX® Global 1800 Telecommunications	33%	5,9%	-5,5%
STOXX® Global 1800 Real Estate	29%	5,2%	-6,2%
STOXX® Global 1800 Basic Resources	17%	3,3%	-8,1%
STOXX® Global 1800 Oil & Gas	13%	2,6%	-8,8%

Performance seit 1 Jahr *)	gesamt	annual. rel. Performance	
STOXX® Global 1800 Technology	12,8%	12,5%	
STOXX® Global 1800 Financial Services	11,1%	10,8%	
STOXX® Global 1800 Automobiles & Parts	7,4%	7,2%	
STOXX® Global 1800 Basic Resources	5,8%	5,5%	
STOXX® Global 1800 Retail	5,0%	4,7%	
STOXX® Global 1800 Industrial Goods & Services	3,8%	3,5%	
STOXX® Global 1800	0,3%		
STOXX® Global 1800 Pers. & Househ. Goods	-5,5%	-5,8%	
STOXX® Global 1800 Food & Beverage	-8,0%	-8,3%	
STOXX® Global 1800 Utilities	-9,3%	-9,6%	
STOXX® Global 1800 Real Estate	-10,4%	-10,7%	
STOXX® Global 1800 Telecommunications	-13,0%	-13,3%	
STOXX® Global 1800 Media	-16,3%	-16,5%	

\*) = €-Nettoreturn-Index; Stichtag 15.4.2018

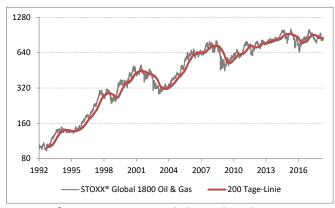
Bei der Betrachtung der Wertentwicklung über die jüngsten Perioden (seit 5 Jahren bzw. seit 1 Jahr) fällt auf, dass auf der Gewinnerseite neben "Technologie" vor allem "Finanzdienstleistungen" zu verzeichnen sind. Dieser Sektor ist mit Fondsmanagern, Kreditkartengesellschaften und Investmentbanken sehr heterogen zusammengesetzt und hat sich in der Vergangenheit ebenfalls als sehr zyklisch erwiesen. Er hat sich von allen Finanzbranchen am schnellsten und bisher am stärksten von dem Einbruch der Finanzkrise erholt.

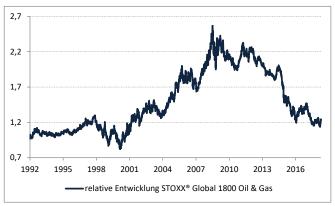
"Rohstoffe" haben seit 2008 einen Bärenmarkt hinter sich, was sich auch in der Position bei den Top-Verlieren in der 10-Jahres-Performance zeigt. In der 1-Jahresperformance hingegen gehört dieser Sektor zu den Gewinnern. Hiermit kann sich ein mittelfristiges Ende der starken Underperformance nicht nur gegenüber dem Gesamtmarkt, sondern auch zu anderen zyklischen Branchen abzeichnen.

#### 2) Die ICB-Supersektoren in der Einzelbetrachtung

#### Erdöl und Erdgas: abgeschmiert

Anteil des Sektors an der Free-Float-Gesamtmarktkapitalisierung: 5,3%. Größte Unternehmen: Exxon Mobil Corp. (USA); Chevron Corp. (USA); Royal Dutch Shell (Großbritannien); Total (Frankreich); BP (Großbritannien); Schlumberger Ltd. (USA); ConocoPhillips (USA); EOG Resources Inc. (USA); Suncor Energy Inc. (Kanada); Enbridge Inc. (Kanada)





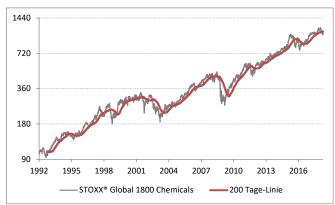
Die Performance von Erdöl- und Erdgas-Firmen wurde vor der Finanzkrise vom Schwellenländerboom begünstigt, seitdem hat sich die Blasenbewertung wieder abgebaut. Angesichts des Vormarsches alternativer Energieträger ist noch keine Stabilisierung erkennbar. Allerdings könnte die starke relative Abwärtsbewegung demnächst ihre Endphase erreichen.

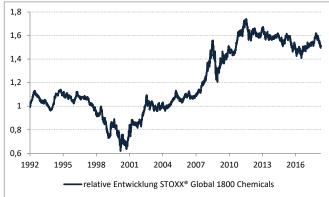
<sup>\*) = €-</sup>Nettoreturn-Index: Stichtag 15.4.2018



#### Chemie: Nicht so zyklisch wie gemeinhin gedacht

Anteil des Sektors an der Free-Float-Gesamtmarktkapitalisierung: 2,6%. Größte Unternehmen sind derzeit: DowDuPont (USA); BASF (Deutschland); Air Liquide (Frankreich) Shin-Etsu Chemical Co. Ltd. (Japan); Praxair Inc. (USA); Ecolab Inc. (USA); LINDE (Deutschland); Air Products & Chemicals Inc. (USA); LyondellBasell Industries (USA); Nutrien (Kanada)





"Chemie" gilt traditionell als sehr zyklisch, hat aber in den vergangenen Jahrzehnten eine relativ stabile Performance gezeigt. Denn zum einen sank in den vergangenen Jahrzehnten der Wettbewerbsdruck stark, weil sich viele der großen Unternehmen auf lukrative Marktnischen fokussiert haben. Weiterhin hat ein globaler Konzentrationsprozess mit vielen Fusionen und Übernahmen (zuletzt Dow & DuPont sowie angekündigt Linde & Praxair) die Konkurrenz vermindert.

#### Rohstoffe: Ist die Bereinigungsphase nach dem Platzen der Blase schon beendet?

Anteil des Sektors an der Free-Float-Gesamtmarktkapitalisierung: 1,8%. Größte Unternehmen sind derzeit: BHP Billiton (Australien & Großbritannien); Rio Tinto (Australien & Großbritannien); Glencore (Großbritannien); Freeport-McMoRan (USA); Anglo American (Großbritannien); International Paper Co. (USA); Newmont Mining Corp. (USA); ArcelorMittal (Luxemburg)





In der Performance des Rohstoffsektors spiegelt sich – ähnlich wie bei "Erdöl und Erdgas" – das Auf und Ab des Schwellenländerbooms zu Anfang des Jahrtausends wider. Im Gegensatz zu "Erdöl und Erdgas" gibt es aber inzwischen eine Stabilisierung. Zum einen ist die Dominanz der führenden Konzerne viel ausgeprägter, zum anderen sind die Preise von Metallen und Agrargrundstoffen weniger von politischen Entscheidungen beeinflusst. Ein zyklischer Wiederaufschwung erscheint bei einer Verfestigung der Weltkonjunktur gut möglich.

#### Bauwesen und Materialien: Auf Sand gebaut

Anteil des Sektors an der Free-Float-Gesamtmarktkapitalisierung: 1,3%. Größte Unternehmen sind derzeit: Vinci (Frankreich); Sherwin-Williams Co. (USA); Daikin Industries Ltd. (Japan); Saint Gobain (Frankreich); CRH (Irland); LafargeHolcim (Schweiz); Assa Abloy (Schweden); SIKA (Schweiz); Geberit (Schweiz); Vulcan Materials Co. (USA)





Der Bausektor zeichnet sich global durch hohe Fragmentierung wie auch durch relativ schlechte Produktivität aus (Ausnahme sind lediglich einige Zulieferer wie Zement). Nachteilig ist weiterhin, dass Großaufträge oft in wenig transparenten Ausschreibungsverfahren vergeben werden, was den Sektor chronisch anfällig für Dumping-Konkurrenz und Korruption macht. Trotz der schon seit längerem anhaltenden Underperformance ist keine allgemeine Trendwende erkennbar.

#### Industrielle Güter und Dienstleistungen: Hoffnung auf den globalen Aufschwung

Anteil des Sektors an der Free-Float-Gesamtmarktkapitalisierung: 12,7%. Größte Unternehmen sind derzeit: Boeing Co. (USA); 3M Co. (USA); General Electric Co. (USA); Honeywell International Inc. (USA); Siemens (Deutschland); Union Pacific Corp. (USA); Lockheed Martin Corp. (USA); United Technologies Corp. (USA); Accenture PLC (USA); PayPal Holdings (USA)



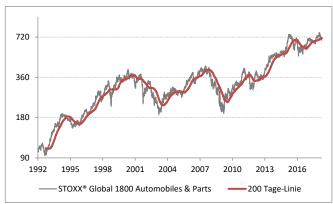


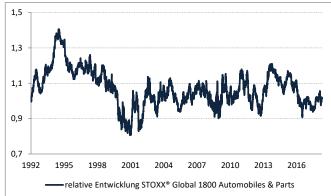
Trotz einer globalen Investitionsschwäche und dem Niedergang der Branchengröße General Electric konnte der Sektor insgesamt eine überdurchschnittliche Performance zeigen. Hierin spiegelt sich einerseits die Antizipation eines neuen Investitionsbooms durch die Hinwendung zu mehr Nachhaltigkeit sowie zu neuen Basistechnologien hin. Andererseits verhalfen aber auch wieder steigende globale Spannungen der Militärtechnik zu einer Renaissance. Auch wenn der positive Trend intakt ist, ist die Gefahr gegeben, dass die Outperformance demnächst ihren zyklischen Höhepunkt erreicht.



#### Automobil: Ein starker Wandel zeichnet sich ab – mit unklaren Konsequenzen

Anteil des Sektors an der Free-Float-Gesamtmarktkapitalisierung: 2,7%. Größte Unternehmen sind derzeit: Toyota Motor Corp. (Japan); Daimler (Deutschland); Honda Motor Co. Ltd. (Japan;) General Motors (USA); Ford Motor Co. (USA); Tesla (USA); Volkswagen (Deutschland); BMW (Deutschland); Continental (Deutschland); Denso Corp. (Japan)

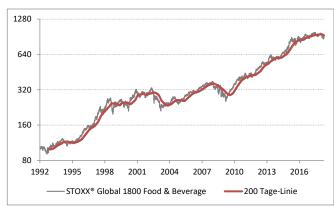




Das Automobil ist für den auf Mobilität bedachten modernen Menschen immer noch ein zentrales Produkt, trotz fortschreitender Marktsättigung in Europa und Nordamerika. Neue Wettbewerber aus Fernost, die kommende Umstellung auf alternative Antriebssysteme sowie die Herausforderung autonome Mobilität werden das Wettbewerbsumfeld in den nächsten Jahren deutlich verändern. Nur innovative und wandlungsfähige Firmen werden hiervon profitieren; die Konsequenzen für die Gesamtbranche sind derzeit noch nicht abschätzbar.

#### Nahrungsmittel und Getränke: Stabilität ist aktuell außer Mode

Anteil des Sektors an der Free-Float-Gesamtmarktkapitalisierung: 4,3%. Größte Unternehmen sind derzeit: Nestlé (Schweiz); Coca-Cola (USA); PepsiCo (USA); Diageo (Großbritannien); Anheuser-Busch InBev (Belgien); Mondelez (USA); Monsanto Co. (USA); Danone (Frankreich); Constellation Brands (USA); Kraft Heinz (USA)



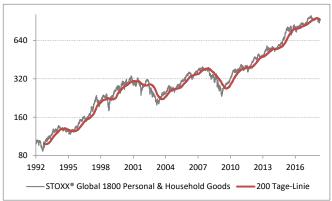


Früher ein Sektor mit relativ stabilen und hochrentablen Unternehmen, hatte diese Branche in den vergangenen Monaten mit Problemen zu kämpfen. Die Konsumentengeneration der Millenials steht vielen traditionellen Markenartiklern skeptisch gegenüber. In Schwellenländern gewinnen heimische Firmen Marktanteile von globalen Konzernen zurück. Allerdings haben die meisten großen Unternehmen inzwischen Programme aufgelegt, um sich neu zu positionieren bzw. effizienter zu werden. Insofern ist eine baldige Wiederaufnahme der Outperformance wahrscheinlich.



#### Persönlicher Bedarf und Haushaltswaren: derzeit ebenfalls zu defensiv

Anteil des Sektors an der Free-Float-Gesamtmarktkapitalisierung: 5,6%. Größte Unternehmen sind derzeit: Procter & Gamble (USA); Philip Morris International (USA); British American Tobacco (Großbritannien); Altria Group Inc. (USA); Nike Inc. (USA); Unilever (Niederlande & Großbritannien); LVMH Moët Hennessy – Louis Vuitton (Frankreich); Sony (Japan); Colgate-Palmolive Co. (USA); Reckitt Benckiser (Großbritannien)

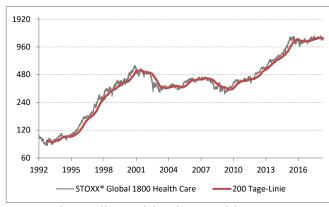




Ähnlich wie bei "Nahrungsmitteln" ein Sektor mit relativ stabilen und sehr profitablen Unternehmen, hatte diese Branche in den vergangenen Monaten mit Problemen bei Millenials sowie in Schwellenländern zu kämpfen. Auch hier sollte aufgrund der zumeist nach wie vor sehr hohen Rentabilität sowie der Neupositionierung vieler Unternehmen mittelfristig eine Rückkehr zum langfristigen Outperformancetrend möglich sein.

#### **Gesundheit: vor der Disruption?**

Anteil des Sektors an der Free-Float-Gesamtmarktkapitalisierung: 11,4%. Größte Unternehmen sind derzeit: Johnson & Johnson (USA); UnitedHealth Group Inc. (USA); Pfizer Inc. (USA); Novartis (Schweiz); Roche (Schweiz); AbbVie (USA); Merck & Co. Inc. (USA); Amgen Inc. (USA); Abbott Laboratories (USA); Medtronic (Irland/USA)





Das traditionelle und hoch rentable Business-Modell der Pharma-Industrie – exorbitante Gewinne für innovative Medikamente – erscheint aktuell gefährdet. Die Notwendigkeit von Kostensenkungen im Gesundheitswesen sowie die steigende Verfügbarkeit von Generika für viele Krankheiten reduziert das Marktpotenzial insbesondere für forschende Pharmaunternehmen. Insofern dürfte sich zunächst der kurzfristig negative relative Trend fortsetzen, mittelfristig sollte es aber wieder Chancen für wirklich innovative Firmen geben, sich vom allgemeinen Branchentrend abzusetzen.



#### Handel: Amazonisiert

Anteil des Sektors an der Free-Float-Gesamtmarktkapitalisierung: 5,9%. Größte Unternehmen sind derzeit: Amazon.com (USA); Home Depot Inc. (USA); Walmart INC. (USA); Netflix Inc. (USA); Costco Wholesale (USA); Lowe's Cos. (USA); CVS Health (USA); Walgreens Boots Alliance (USA; TJX Cos. (USA); eBay (USA)

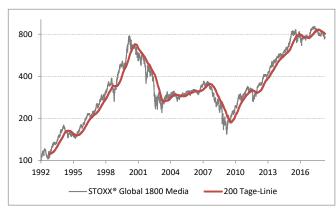




Die Handelsbranche hat im vergangenen Jahrzehnt einen dramatischen Wandel vollzogen. Während der standortgebundene Handel – und die damit verbundenen Konzerne – immer mehr verdrängt wird, haben internet-basierte Geschäftsmodelle stark an Bedeutung gewonnen. Die hiermit verbundenen Firmen wie Amazon, Netflix oder eBay haben die positive Sektorperformance maßgeblich mitverursacht – und wären bei einem Abflauen des Technologiebooms entsprechend mitgefährdet.

#### Medien: der unangenehme Niedergang des Kabelfernsehens

Anteil des Sektors an der Free-Float-Gesamtmarktkapitalisierung: 2,3%. Größte Unternehmen sind derzeit: Comcast (USA); Walt Disney Co. (USA); Time Warner Inc. (USA); Charter Communications (USA); Twenty-First Century Fox (USA); Vivendi (Frankreich); WPP (Großbritannien); Reed Elsevier (Großbritannien); RELX Group (Niederlande); SKY (Großbritannien)



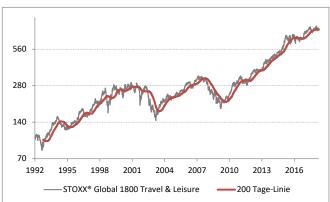


Die globalen Medienkonzerne haben derzeit große Probleme, sich an den Wandel des Internets nicht nur zur Plattform für Geschäfte, sondern auch zum Hauptmedium für Unterhaltung und Werbung anzupassen. Insbesondere die negative Performance von hochkapitalisierten Kabelfernsehgesellschaften hat die ganze Branche herabgezogen. Ein Ende der Negativtendenz ist nicht absehbar.



#### Reisen und Freizeit: Spaßgesellschaft

Anteil des Sektors an der Free-Float-Gesamtmarktkapitalisierung: 3,1%. Größte Unternehmen sind derzeit: McDonald's Corp. (USA); Booking Holdings (USA); Starbucks Corp. (USA); Marriott International (USA); Central Japan Railway Co. (Japan); Delta Air Lines Inc. (USA); East Japan Railway Co. (Japan); Compass Group (Großbritannien); Southwest Airlines Co. (USA); Yum! Brands Inc. (USA)

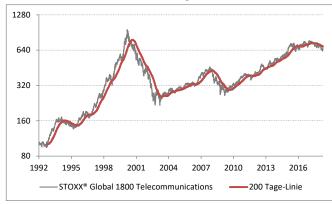




Die Gesellschaft verändert sich: die erhöhte Bereitschaft, Geld nicht nur für Güter, sondern auch für Reisen, besondere Erlebnisse oder Gastronomie auszugeben, reflektiert den sozialen Trend zu einer aktiven Freizeitgestaltung. Ein Ende dieser Entwicklung ist nicht abzusehen; im Gegenteil ist damit zu rechnen, dass 1) die Produktivität global weiter steigt (und damit die Arbeitszeit sinkt); sowie 2) die Konsumenten in Schwellenländern mehr an diesem Trend partizipieren und ihn noch verstärken.

#### Telekommunikation: Privatisierungs-Milliardengrab

Anteil des Sektors an der Free-Float-Gesamtmarktkapitalisierung: 2,8%. Größte Unternehmen sind derzeit: AT&T Inc. (USA); Verizon Communications Inc. (USA); Vodafone (Großbritannien); Softbank Group (Japan); Nippon Telegraph & Telephone (Japan); Deutsche Telekom (Deutschland); KDDI Corp. (Japan); Telefónica (Spanien); BCE Inc. (Kanada); Orange (Frankreich)



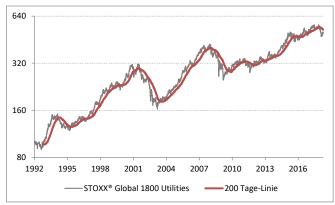


Der Telekommunikationssektor hat durch große Privatisierungsaktionen in den 90er Jahren deutlich an Bedeutung gewonnen, allerdings war die Performance seitdem zumeist enttäuschend. Die Kombination aus starkem Wettbewerbsdruck und hoher Kapitalintensität machte es für die meisten Unternehmen unmöglich, eine befriedigende Performance zu erzielen. Positiv wirkten für den hochverschuldeten Sektor bis vor Kurzem die geringen Zinsen. Mit dem Ende der Niedrigzinsphase begann ein neuer Trend unterdurchschnittlicher Performance, der sich weiterhin fortsetzen dürfte.



#### Versorger: Wird die Zinswende wie schon die Energiewende verschlafen?

Anteil des Sektors an der Free-Float-Gesamtmarktkapitalisierung: 2,9%. Größte Unternehmen sind derzeit: NextEra Energy Inc. (USA); Duke Energy Corp. (USA); Dominion Energy (USA); ENEL (Italien); Southern Co. (USA); Iberdrola (Spanien); Exelon Corp. (USA); National Grid (Großbritannien); American Electric Power Co. (USA); ENGIE (Frankreich)





Der Versorgersektor wird vorn großen Energiekonzernen dominiert – und ist damit besonders vom Strukturwandel in der Energieerzeugung hin zu regenerativen Energien betroffen. Nur wenige der großen Firmen haben – wie Iberdrola – die Transformation aktiv betrieben bzw. sind sogar führend wie NextEra. Für die meisten Unternehmen bleiben die Perspektiven düster, zumal steigende Zinsen die hochverschuldete Branche zusätzlich belasten.

#### Banken: Keiner hat sie so richtig lieb

Anteil des Sektors an der Free-Float-Gesamtmarktkapitalisierung: 10,1%. Größte Unternehmen sind derzeit: JPMorgan Chase & Co. (USA); Bank of America Corp. (USA); Wells Fargo & Co. (USA); HSBC (USA); Citigroup Inc. (USA); Royal Bank of Canada (Kanada); Toronto-Dominion Bank (Kanada); Banco Santander (Spanien); Commonwealth Bank of Australia (Australien); Mitsubishi UFJ Financial Group (Japan)



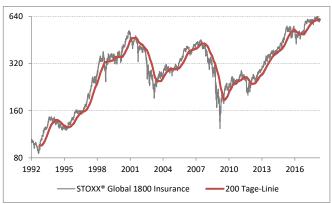


Die Bankenbranche ist der große Verlierer der letzten Jahre – nicht nur wegen der Finanzkrise. Allerdings lassen sich nach extrem mageren Jahren zumindest Anzeichen für eine mittelfristige Trendwende ausmachen. Angesichts sehr restriktiver Regulierungen und Kapitalanforderungen sowie nach wie vor oftmals zu risikofreudiger Managements ist allerdings nicht damit zu rechnen, dass die überwiegende Anzahl von Banken langfristig ihre Kapitalkosten verdienen kann. Insofern dürfte die sich derzeit abzeichnende Erholung eher vorübergehender als dauerhafter Natur sein.



#### Versicherungen: bisher nur eine schwache Erholung

Anteil des Sektors an der Free-Float-Gesamtmarktkapitalisierung: 4,6%. Größte Unternehmen sind derzeit: Berkshire Hathaway Inc. (USA); AIA GROUP (Hongkong) Allianz (Deutschland); Prudential Insurance (Großbritannien); CHUBB (USA); AXA (Frankreich); American International Group (USA); ZURICH INSURANCE GROUP (Schweiz); Prudential Financial Inc. (USA); Marsh & McLennan Cos. (USA);

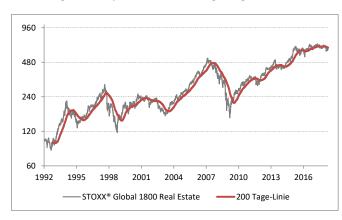




"Versicherungen" haben sich etwas besser von der Finanzkrise erholt als die "Banken", aber bei Weitem nicht so gut wie die übrigen "Finanzdienstleistungen". Der globale Konsolidierungsprozess ist schon sehr viel weiter fortgeschritten als im fragmentierten Bankensektor. Die weitere Entwicklung ist davon abhängig, ob sie nach einem Ende der Niedrigzinsphase wieder mit ihrer Anlageverwaltung auf bessere Ergebnisse kommen.

#### Immobilien: abgezinst

Anteil des Sektors an der Free-Float-Gesamtmarktkapitalisierung: 3,0%. Größte Unternehmen sind derzeit: American Tower (USA); Simon Property Group Inc. (USA); Crown Castle International (USA); ProLogis INC. (USA); CK Asset Holdings Ltd. (Hongkong); Equinix Inc. (USA); Public Storage (USA); Weyerhaeuser Co. (USA); Sun Hung Kai Properties Ltd. (Hongkong); Mitsubishi Estate Co. Ltd. (Japan)



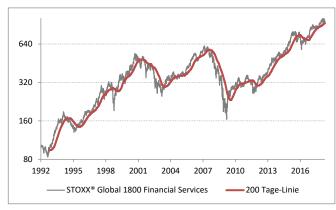


Die stark fragmentierte Immobilienbranche ist scheinbar der letzte noch vorwiegend von regionalen Faktoren bestimmte Sektor. Dennoch lässt sich global gesehen langfristig ein eindeutiger Abwärtstrend ausmachen, der sich seit Kurzem sogar noch verstärkt hat. Die Zinswende setzt diesem hochverschuldeten Sektor besonders zu, weshalb die Perspektiven global gesehen negativ sind.



#### Finanzdienstleitungen: Aufschwung im Schatten

Anteil des Sektors an der Free-Float-Gesamtmarktkapitalisierung: 4,6%. Größte Unternehmen sind derzeit: VISA Inc. (USA); MasterCard Inc. (USA); Goldman Sachs Group Inc. (USA); Morgan Stanley (USA); American Express Co. (USA); Charles Schwab Corp. (USA); BlackRock Inc. (USA); CME Group Inc. (USA); Bank of New York Mellon Corp. (USA); S&P Global (USA)

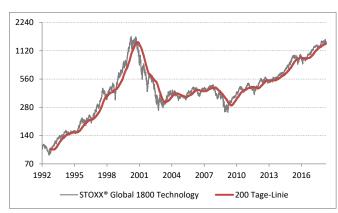




Der sehr heterogene Finanzdienstleistungssektor hat sich als erster Finanzsektor von der Krise erholen können; u.a., weil er von Regulierungsverschärfungen und erhöhten Kapitalanforderungen im Gegensatz zu Banken oder Versicherungen weitgehend verschont wurde. Kurzfristig erscheint eine Fortsetzung der relativen Aufwärtsbewegung wahrscheinlich, nach der langen Dauer der bisherigen Outperformance rückt eine mittelfristige Trendwende aber ebenfalls in Sichtweite.

#### Technologieaktien: Boom – Bust – Boom –?

Anteil des Sektors an der Free-Float-Gesamtmarktkapitalisierung: 13,2%. Größte Unternehmen sind derzeit: Apple Inc. (USA); Microsoft Corp. (USA); Facebook (USA); Alphabet (USA); Intel Corp. (USA); Cisco Systems (USA); Nvidia (USA); IBM (USA); Oracle (USA); SAP (Deutschland)





Der Technologiesektor war Haupttriebkraft des Börsenbooms der vergangenen Jahre. Seit einigen Wochen mehren sich die Anzeichen für ein Auslaufen – so verengte sich die Anzahl der führenden Aktien immer mehr, die Performance war zunehmend unabhängig von der Bewertung. Zuletzt stieg die Volatilität stark an. Allerdings gibt es im Moment keine eindeutige Blase wie 2000. Insofern ist ein Ende der Outperformance zwar wahrscheinlich, sollte aber nicht in einer dramatischen Underperformance münden, wie sie 2000-2008 zu verzeichnen war.

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

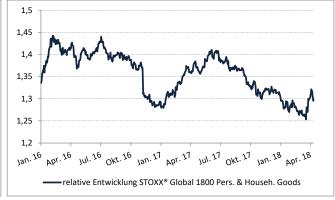
#### 3. Ausblick: Mit dem Auslaufen des Technologie-Booms steht eine erneute Sektorrotation an

2018 kann das Jahr der Trendwende an den Kapitalmärkten in Hinblick auf die relative Sektorperformance werden: Der Technologiesektor erscheint nach 10 Jahren starker Outperformance reif für eine zyklische Trendumkehr. Allerdings ist der Aufwärtstrend noch intakt, sodass die Überhitzung kurzfristig noch weiter anhalten kann. Doch welche Branchen können die relative Führerschaft übernehmen? Und welche werden bzw. bleiben die Verlierer?



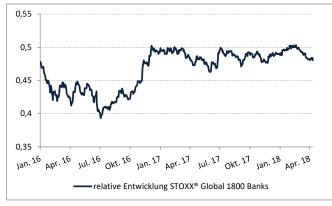
Langfristig interessant erscheinen im Moment insbesondere die klassischen defensiven Branchen "Nahrungsmittel und Getränke" sowie "Persönlicher Bedarf und Haushaltswaren". Beide sind in den vergangenen Monaten trotz überdurchschnittlicher Stabilität und hoher Ertragsstärke zurückgefallen. Allerdings sind die kurzfristigen negativen Trends derzeit noch intakt.





Darüber hinaus sollten sich die langfristigen positiven Entwicklungen für die "Chemie" sowie für "Reisen und Freizeit" fortsetzen, da die zugrunde liegenden fundamentalen Entwicklungen (Industriekonsolidierung bei "Chemie"; gesellschaftliche Veränderungen bei "Reisen und Freizeit") weiterhin anhalten dürften.

Nach einer langen Phase starker zyklischer Underperformance erscheinen "Banken" und "Rohstoffe" reif für eine mittelfristige Gegenbewegung. Allerdings ist kaum damit zu rechnen, dass diese Sekto-



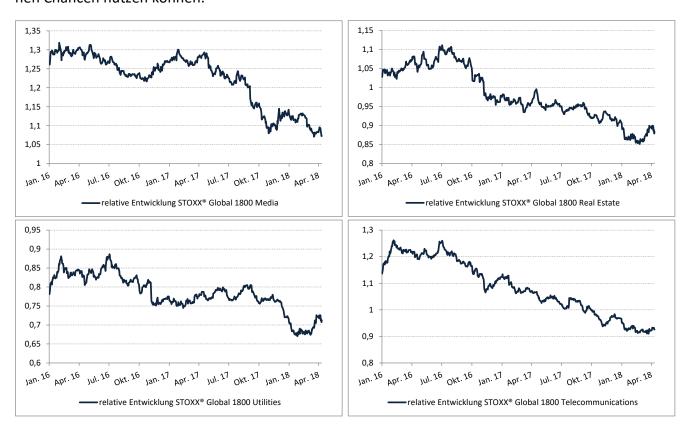


Informationen für die langfristige Kapitalanlage

ren langfristig zu strukturellen Outperformern werden. Anleger, die auf diese Branchen setzen, sollten sich darauf einstellen, nach ein paar Jahren wieder ihre Positionen abzubauen.

Kurz- bis mittelfristig können auch "Industrielle Güter und Dienstleistungen" und "Finanzdienstleistungen" die relativ starke Performance fortsetzen. Allerdings haben beide Branchen eine längere Zeit beeindruckender Outperformance hinter sich, eine zyklische Wende erscheint bald möglich.

Relativ unklar sind die allgemeinen Perspektiven bei "Erdöl und Erdgas", "Bauwesen und Materialien", "Automobil", "Handel" sowie "Gesundheit". Bei diesen Sektoren gibt es jeweils widerstrebende Einflussfaktoren, teilweise scharfen Verdrängungswettbewerb sowie unkalkulierbare politische Interventionen. Anleger sollten hier weniger auf Sektorentwicklungen achten, als auf Einzelunternehmen, die sich innerhalb ihrer Branche positiv abheben, weil sie die mit dem Wandel verbundenen Chancen nutzen können.



Die Aussichten bei "Medien" hingegen haben sich maßgeblich verschlechtert. Bei "Telekommunikation", "Versorgern" und "Immobilien" bleiben die allgemeinen Branchentrends negativ.

Diese Sektoren sind stark von politischen Interventionen bestimmt, die das Renditepotenzial begrenzen. Darüber hinaus zeichnen sie sich durch eine ausgeprägte Kapitalintensität und relativ hohe Verschuldung aus. Steigende Zinsen werden sich insbesondere hier negativ auswirken. Anleger sollten diese Branchen grundsätzlich meiden, da es – im Gegensatz zu den im schon genannten ebenfalls schwierigen Branchen "Erdöl und Erdgas", "Bauwesen und Materialien", "Automobil", "Handel" sowie "Gesundheit" – kaum Ausnahme-Firmen geben dürfte, die es schaffen, sich signifikant von den negativen Branchentrends abzusetzen.



### **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 "Aktienrückkäufe – Kurspflege mit Nebenwirkungen":

- Vgl. Morgan, David (2018), "U.S. corporate share buybacks 'explode' in February: research firm", Reuters.com 1.3.2018; (https://www.reuters.com/article/us-usa-tax-buybacks/u-s-corporate-share-buybacks-explode-in-february-research-firm-idUSKCN1GC3BD) (zuletzt abgerufen 11.04.2018)
- Lazonick, William (2014): "Profits Without Prosperity: How Stock Buybacks Manipulate the Market, and Leave Most Americans Worse Off", Paper prepared for the Annual Conference of the Institute for New Economic Thinking, Toronto, 10.-12. April 2014.
- 3. McKinsey Global Institute (2017): "Measuring the Economic Impact of Short-Termism"; Discussion Paper February 2017
- 4. Vgl. Damodaran Aswath (2015): "Stock Buybacks: Misunderstood, Misanalyzed and Misdiagnosed" The American Association of Individual Investors März 2015; <a href="http://www.aaii.com/journal/article/stock-buybacks-misunderstood-misanalyzed-and-misdiagnosed.touch">http://www.aaii.com/journal/article/stock-buybacks-misunderstood-misanalyzed-and-misdiagnosed.touch</a> (zuletzt abgerufen 11.04.2018)
- 5. Buffett, Warren (2000): **"Chairmans Letter 1999" S. 17;** Geschäftsbericht von Berkshire Hathaway 1999, <a href="http://www.berkshirehathaway.com/letters/1999.html">http://www.berkshirehathaway.com/letters/1999.html</a> (zuletzt abgerufen 12.04.2018)
- 6. Vgl. Damodaran Aswath (2015): "Stock Buybacks: Misunderstood, Misanalyzed and Misdiagnosed" The American Association of Individual Investors März 2015; <a href="http://www.aaii.com/journal/article/stock-buybacks-misunderstood-misanalyzed-and-misdiagnosed.touch">http://www.aaii.com/journal/article/stock-buybacks-misunderstood-misanalyzed-and-misdiagnosed.touch</a> (zuletzt abgerufen 11.04.2018)
- Braunberger, Gerald (2018): "Suche nach neuen Kandidaten"; FAZ online vom 02.03.2018
   <a href="http://www.faz.net/aktuell/finanzen/finanzmarkt/zahl-der-unternehmen">http://www.faz.net/aktuell/finanzen/finanzmarkt/zahl-der-unternehmen</a> (Link inzwischen gelöscht; zuletzt abgerufen 3.3.2018)
- 8. Vgl. Mauboussin, Michael J.; Callahan, Dan; Majd, Darius (2017): "The Incredible Shrinking Universe of Stocks"; Credit Suisse Research 22.03.2017
- 9. Vgl. Worldbank (2018): "Data Catalog" <a href="https://datacatalog.worldbank.org/">https://datacatalog.worldbank.org/</a> (zuletzt abgerufen 11.04.2018)
- 10. Buffett, Warren (1993): **"Chairmans Letter 1992"** Geschäftsbericht von Berkshire Hathaway 1992, <a href="http://www.berkshirehathaway.com/letters/1992.html">http://www.berkshirehathaway.com/letters/1992.html</a> (zuletzt abgerufen 12.04.2018)
- 11. Vgl. Rayhanul, Ibrahim (2016): "The number of publicly traded US companies is down 46% in the past two decades"; 08.08.2016, Yahoo.com <a href="https://finance.yahoo.com/news/jp-startup-public-companies-fewer-000000709.html">https://finance.yahoo.com/news/jp-startup-public-companies-fewer-000000709.html</a> (zuletzt abgerufen 12.04.2018)
- 12. Vgl. Mauboussin, Michael J.; Callahan, Dan; Majd, Darius (2017): "The Incredible Shrinking Universe of Stocks"; Credit Suisse Research 22.03.2017
- Vgl. Rayhanul, Ibrahim (2016): "The number of publicly traded US companies is down 46% in the past two decades"; 08.08.2016, Yahoo.com <a href="https://finance.yahoo.com/news/jp-startup-public-companies-fewer-000000709.html">https://finance.yahoo.com/news/jp-startup-public-companies-fewer-000000709.html</a> (zuletzt abgerufen 12.04.2018)

Quellen zu "Mehr als nur ein Technologie-Boom – Globale Sektortrends 1992 bis 2018 ... und darüber hinaus –":

Die Indexdaten und Berechnungen basieren auf den Angaben der Website <a href="https://www.stoxx.com/">https://www.stoxx.com/</a> (zuletzt abgerufen 14.04.2018)



#### Impressum:

LONG-TERM INVESTING Research AG - Institut für die langfristige Kapitalanlage

Vorstand: Karl-Heinz Thielmann, Oliver Clasen Aufsichtsrat: Dr. Gregor Seikel (Vorsitzender)

Weinbrennerstr. 17, 76135 Karlsruhe

Tel.: +49 (0)721 - 6293 9773, Fax.: +49 (0)322 2376 4968

E-Mail: info@long-term-investing.de

Inhaltlich verantwortlich: Karl-Heinz Thielmann

Weinbrennerstr. 17, D-76135 Karlsruhe

Bildnachweis: Seite 2 Karl-Heinz Thielmann.

Für den regelmäßigen Bezug von "Mit ruhiger Hand" können Sie sich unter <u>www.Mit-ruhiger-Hand.de</u> anmelden.

#### **Rechtliche Hinweise:**

#### Hinweise gemäß FinAnV:

Die LONG-TERM INVESTIING 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 22.
- 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 24.
- 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 16.04.2018.
- 5) Datum und Uhrzeit der darin angegebenen Preise von Finanzinstrumenten entsprechen sofern nicht anders gekennzeichnet dem Schlusskurs vom letzten Handelstag vor dem Erscheinungsdatum an der genannten Hauptbörse des jeweiligen Finanzinstruments.
- 6) Aktualisierungen: Für Aktualisierungen der bestehenden Analysen aus der aktuellen Ausgabe ist kein fester Zeitrahmen vorgesehen und besteht auch keine Verpflichtung.
- 7) Hinweis auf eigene Finanzanalysen aus den der Veröffentlichung vorausgegangenen zwölf Monaten, die sich auf dieselben Finanzinstrumente oder Emittenten beziehen: keine Veröffentlichungen.

#### Hinweis gemäß § 5 FinAnV:

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

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

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

#### Informationen für die langfristige Kapitalanlage

#### Systematik der Anlageempfehlungen:

#### a) Unser System der Unternehmensanalyse:

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

<u>Kursrisiko</u> (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.

<u>Liquiditätsrisiko</u> (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.

<u>Inflationsrisiko</u> (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 <u>Kostenbelastung</u> 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.



#### 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.