

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Nummer 57 / 4. Quartal 2018

Keine Krisenangst: Auf Millennials setzen!



Inhalt dieser Ausgabe:

Seite 2

Klartext: Die irreführende Suche nach der nächsten Krise

Warnungen über eine unmittelbar bevorstehende Krise gibt es inzwischen wie Sand am Meer, unabhängig davon, ob es um Börsenkurse, die Wirtschaftsentwicklung, die Gesellschaft, den Klimawandel oder technische Veränderungen geht. Hierbei handelt es sich aber zumeist um stark übertriebene Katastrophengeschichten, die nur darauf abzielen, durch Erschrecken Aufmerksamkeit zu erzeugen. 10 Jahre nach der Finanzkrise gibt es besonders viele Warnungen vor dem nächsten Finanzmarktkollaps. Bei näherer Betrachtung sind diese jedoch zumeist entweder völlig unbegründet oder maßlos übertrieben. Und selbst wenn eine Krise kommt, sollte man hiervor keine Angst haben, da die Weltwirtschaft widerstandsfähiger geworden und ihre grundlegende Wachstumsdynamik intakt ist.

Seite 8

Café statt Kneipe, besonderes Erlebnis statt Besitz – Millennials verändern die Konsum-Welt –

In den vergangenen Jahren hat die Generation der Millennials angefangen, die globalen Konsumtrends zu bestimmen. Mit Globalisierung und Digitalisierung aufgewachsen, haben junge Menschen heute teilweise grundlegend andere Erwartungen an Konsumgüter als noch vor wenigen Jahren. Insbesondere in den Schwellenländern Asiens gewinnen Millennials rasch an Bedeutung.

Die Konsumgüterindustrie hat auf den Wandel bisher sehr unterschiedlich reagiert. Z. B. die Kosmetikbranche hat sich zumeist gut an die veränderten Kundenwünsche angepasst und wird derzeit mit hohen Zuwachsralten belohnt. In der Kfz-Branche gibt es hingegen bisher wenig Verständnis für die neuen Kunden, die Zukunft erscheint gerade für bisherige Premium-Anbieter sehr schwierig.

Seite 17

Anhang: Quellen, Impressum, rechtliche Hinweise

Seite 21

Disclaimer

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Klartext: Die irreführende Suche nach der nächsten Krise

Liebe Langfristanleger,

es ist Oktober, und die Kurse fallen wieder einmal steil nach unten.

Kein Wunder, dass die Stimmung so schlecht ist: Seit Monaten unterliegen wir einem medialen Dauerbeschuss von Expertenwarnungen, die jedes tatsächliche oder auch nur eingebildete Problem zur Schicksalsfrage hochstilisieren: Der Handelskrieg Donald Trumps bedroht die Globalisierung, den Wachstumsmotor der Weltwirtschaft, und damit unser aller Wohlstand. Zinssteigerungen in den USA werden eine gigantische internationale Verschuldungsblase zum Platzen bringen und die nächste Finanzkrise auslösen. Und dies alles geschieht vor dem Hintergrund der menschengemachten Klimaerwärmung, einer Überalterung der westlichen Gesellschaften sowie zunehmender geopolitischer Spannungen überall auf der Welt.



Nicht selten wird gleichzeitig sowohl vor einem Zuviel wie auch vor einem Zuwenig gewarnt; wie z. B. beim Digitalisierungstempo in Deutschland. Sowohl Wirtschaftsvertreter wie auch Technologie-Spezialisten beklagen zumeist einen kaum noch aufholbaren Rückstand und sehen uns auf dem Weg zum virtuellen Entwicklungsland. Viele Intellektuelle – wie z. B. der Essayist Hans Magnus Enzensberger oder der TV-Philosoph Richard David Precht – beschwören hingegen wortgewaltig die möglichen destruktiven Folgen einer allgegenwärtigen Interkonnektivität. Egal, welcher Meinung man sich anschließt, die Katastrophe scheint vorprogrammiert.

Hinter all diesen Warnungen ist ein Muster erkennbar: Bestimmte Fehlentwicklungen werden als Indikation für einen allgemeinen Niedergang genommen; positive Entwicklungen oder ein differenzierteres Gesamtbild hingegen ignoriert. Dies ist allerdings kein neues Phänomen, es gibt eine lang etablierte Tradition des Schwarzsehens in Wissenschaft und Publizistik.

“You scare the shit out of them first” – das Geschäftsmodell Alarmismus

„Es können keine fünf Jahre vergehen, ohne dass irgendein Buch oder Pamphlet publiziert wird, welches so geschrieben ist, um in der Öffentlichkeit glaubwürdig zu erscheinen, und welches vorgibt zu zeigen, dass der Wohlstand der Nation abnimmt, das Land entvölkert, die Landwirtschaft vernachlässigt, die Industrie zerfällt oder der Handel benachteiligt wird.“ So empörte sich bereits Adam Smith 1776 in seinem Ökonomie-Klassiker „Der Wohlstand der Nationen“ über die Neigung, öffentliche Aufmerksamkeit durch die Verbreitung von übertriebenen Katastrophenwarnungen zu erreichen.

Seitdem sind nicht nur die Weltbevölkerung und ihr Wohlstand dramatisch angewachsen, sondern auch die Anzahl der Untergangspropheten. Im Gegensatz zu Adam Smith Zeiten haben wir heute eine weit schnellere Publikationsfrequenz, der Abstand zwischen neuen Katastrophengeschichten ist eher 5 Tage als 5 Jahre. Weiterhin wurden die möglichen Apokalypse-Szenarien um die Umweltthematik erweitert, was das Spektrum der potenziellen Schrecken stark ausgeweitet hat.

Der Politikwissenschaftler Daniel W. Drezner hat in seinem 2017 erschienenen Buch „The Ideas Industry“ eine tief gehende Analyse darüber vorgelegt, wie im Moment die öffentliche Meinung von

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

einer ganzen Industrie von professionellen Meinungsmachern – Journalisten, Beratern, Professoren, Forschungsinstituten, Think Tanks etc. – beeinflusst wird. Hierbei hat er u. a. beschrieben, dass viele dieser öffentlichen Denker gerne einfache und aufschreckende Narrative konstruieren, um die Aufmerksamkeit auf sich zu ziehen. Dies ermöglicht, mit potenziellen Kunden, Spendern oder anderen Geldgebern ins Gespräch zu kommen. „*You scare the shit out of them first. That's what gets the clients through the front door (Man muss sie erst zu Tode erschrecken. So bekommt man die Kunden zu sich ins Büro.)*“ zitiert Drezner in seinem Buch einen dieser „Experten“.

1982 stellte Andre Kostolany in einem Fernsehinterview fest: „*Es sind viele Leute, die an einer Panik Interesse haben. Die Panik ist ein gutes Geschäft.*“ Damals hatten die Untergangsgurus nach den Öl-krisen-Jahren wieder Hochkonjunktur. Wer ihre Bücher kaufte und ernst nahm, machte nicht nur die Warner wohlhabend, sondern verpasste auch einen der größten Bullen-Märkte bei Aktien.

Das Finanzkrisen-Jubiläum war wieder Anlass für einige neue Krisenwarnungen

Jüngster Anlass für eine neue Flut an Krisenwarnungen war das 10te Jubiläum des Zusammenbruches von Lehman-Brothers und der darauf folgende Fast-Kollaps des globalen Finanzsystems. Eine Unzahl von Gedenkartikeln reflektierte die vergangenen Ereignisse und kam zumeist zu den gleichen Schlüssen: Diese Krise war die Urkatastrophe des modernen Kapitalismus und verantwortlich für aktuelle gesellschaftliche Probleme wie den aufkommenden Populismus oder die steigende Ungleichheit. Die Aufarbeitung der Krise war unzureichend und ursächliche Risikofaktoren sind nicht entschärft. Die Gefahr einer neuen und noch katastrophaleren Finanzkrise sei hoch.

Mir allerdings scheint die Verwendung der Finanzkrise als Universal-Sündebock für Probleme wie die wachsende Ungleichheit, das Brexit-Votum oder die Wahl Donald Trumps als viel zu simpel. Die Ursachen hierfür liegen tiefer und sind viel komplizierter. Hingegen muss zugegeben werden, dass die Aufarbeitung der Finanzkrise durch Justiz, Politiker, Regulatoren und auch Ökonomen mangelhaft war. Zwar wurden Kapitalisierungsnormen und viele Verhaltensregeln verschärft; Fehlanreize blieben aber zumeist bestehen (ich bin darauf vor 5 Jahren in meinem Klartext: „[Der Triumph des Moral Hazard](#)“ ausführlich eingegangen). Die meisten der Verantwortlichen für die Krise sind ohne Strafe davongekommen und konnten sich teilweise mit riesigen Abfindungen zur Ruhe setzen. Und für die akademische Ökonomie sind es immer noch große Rätsel, wie der Finanzsektor tatsächlich funktioniert bzw. wie er und die Realwirtschaft miteinander interagieren.

Insofern erscheint es vorprogrammiert, dass wir irgendwann wieder wenig vorbereitet in eine nächste Finanzkrise hineinstolpern – die Frage scheint nur, wann sie kommt und wie schlimm sie wird. Doch müssen wir wirklich sehr große Angst hiervor haben?

Der längste Bullen-Markt der Neuzeit ... oder der bisher kürzeste?

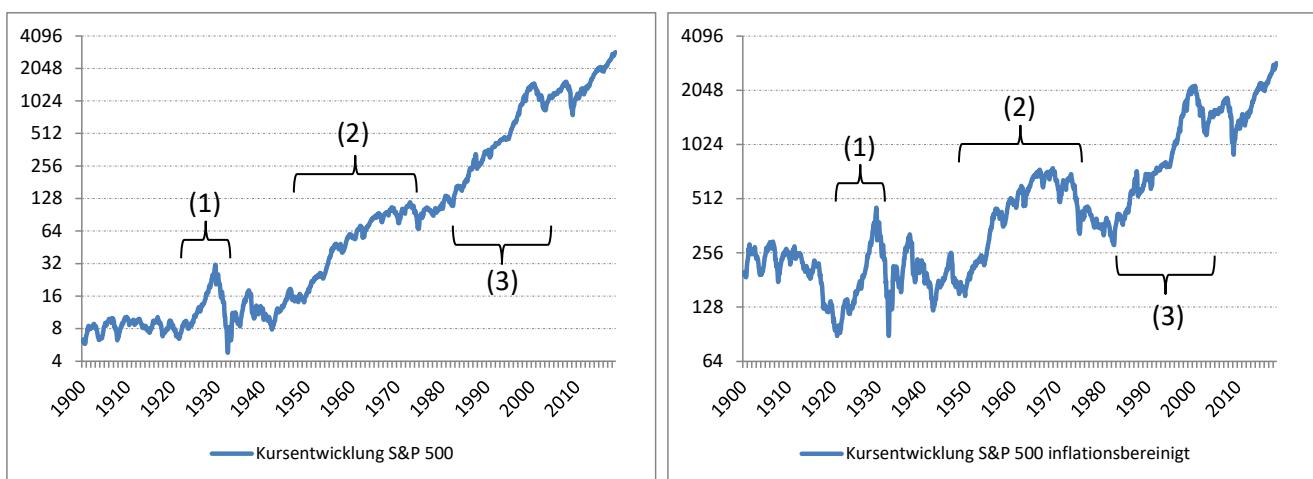
Seit der Finanzkrise sind unzählige Publikationen erschienen, die begründen wollten, warum der gerade laufende Börsenaufschwung auf tönernen Füßen steht und es mit den steigenden Kursen keinesfalls so weitergehen kann. Insbesondere in den vergangenen Wochen sind vermehrt Beiträge mit dem Thema: „der längste Bullen-Markt“ erschienen, die zeigen wollten, dass der jüngste Aufschwung bald enden sollte: Nach neun Jahren fast ununterbrochener Kursgewinne von inzwischen mehr als 300% im S&P 500 müsste doch nun endlich Schluss sein mit steigenden Notierungen.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Allerdings ist die Definition von „fast ununterbrochenen Kursgewinnen“ entscheidend dafür, wie lange man den aktuellen Bullen-Markt terminiert. So gab es z. B. in den Sommern 2011 und 2014 sowie im Frühjahr 2016 heftige Kursverluste, die nicht gezählt werden, weil ihr Minus weniger als 20% ausmachte. Nur stärkere Rückgänge als -20% in Bullen-Märkten früherer Perioden (wie z. B. der Oktobercrash 1987) zählen für die Vertreter der These des „längsten Bullen-Marktes“ hingegen als eigenständiger Bären-Markt.

Der Blick auf die Langfristcharts des durch Robert Shiller zurückgerechneten S&P 500-Index ergibt ein besseres Bild als reine Zahlenvergleiche nach willkürlichen Trennlinien (wie hier -20% als Unterscheidungen zwischen „normaler“ Korrektur und Bären-Markt). Sie zeigen, dass es seit 1900 drei bedeutende Bullenmärkte gab, die sich zum Vergleich mit der heutigen Situation anbieten.



Der Krise ab 1929 ging ein ca. 10 Jahre dauernder Bullen-Markt (1) voraus, welcher der aktuellen Aufschwungphase stark ähnelt. Hier gibt es eine Parallele bezüglich der Dauer, wenn auch noch nicht ganz vom Umfang der Gewinne (nominale Verfünffachung, reale Vervierfachung des Kurs-Index-Niveaus bis Krisenausbruch). Zudem war die globale Lage damals völlig anders: Die Situation in Europa war auch nach dem Ende des Ersten Weltkrieg sehr instabil geblieben; Russland und China stagnierten durch Revolutionen und Bürgerkriege. Wertpapierbetrug und Bilanzfälschung waren vor dem Crash an der Tagesordnung und wurden später als Ursache für viele Kursmanipulationen entlarvt. Die Wirtschaftspolitik war nach Ausbruch der Krise prozyklisch und verschärfte sie. Der Börsen-Einbruch fiel entsprechend heftig aus und radierte die vorherigen Gewinne komplett wieder aus.

Beim Bullen-Markt (2) nach der Weltwirtschaftskrise ist nicht ganz klar, wann man den Anfang terminieren soll: beim Tiefststand 1932 oder beim Start der Nachkriegs-Rallye 1946. Klar ist lediglich, wann er endete: Ende der 60er Jahre. Und ähnlich wie heute wurde die Börse in der Endphase von wenigen, extrem hoch bewerteten Wachstumsaktien dominiert – den sogenannten „Nifty Fifty“- was von vielen Marktbeobachtern als unträgliches Warnzeichen interpretiert wird. Aber unabhängig davon, wann man den Beginn festlegt, so war dieser Bullen-Markt deutlich länger und die Gewinne stärker ausgeprägt als derzeit: Seit 1932 war der Zuwachs bis 1969 im S&P 500 + 1.800% (inflationsbereinigt: + 930%). Seit 1946 betrug der Kursgewinn bis 1969 + 610% (inflationsbereinigt: + 340%).

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Der nächste Bullen-Markt (3) begann 1978 mit dem Tiefststand während der zweiten Ölkrise. Es folgte einer Hinwendung der US-Wirtschaftspolitik zu mehr Marktwirtschaft und konsequenter Inflationsbekämpfung. Zudem intensivierte sich die Globalisierung mit dem Niedergang des Sozialismus. Hier ist nicht ganz klar, wann er endete; mit der Internetblase 2000 oder mit dem Börsentop 2007. Trotzdem war auch dieser Bullen-Markt ebenfalls deutlich länger und die Gewinne auch stärker ausgeprägt als derzeit: Bis 2000 war der Zuwachs im S&P 500 + 1.550% (inflationsbereinigt: + 510%). Bis 2007 war der Kursgewinn + 1.630% (inflationsbereinigt: + 430%).

Verglichen mit den vergangenen Bullen-Märkten macht der aktuelle Börsenaufschwung noch keinen vollendeten Eindruck. Gerade wenn man bedenkt, dass der Trend zu Aktienrückkäufen den aktuellen Kursaufschwung etwas überzeichnet, erscheint das Potenzial noch nicht ausgeschöpft.

Weiterhin ist die operative Rentabilität börsennotierter Unternehmen hoch wie noch nie: In den USA sind die Nettomargen im Schnitt schon fast 12% - weit mehr als die 6%-9%, die in früheren Börsenzyklen üblich waren. In Japan schwankten die Bruttomargen von 1954 bis 2015 zwischen 1% und 4,5%; sind aber inzwischen auf 7,7% gestiegen. Europäische Unternehmen – deren Profitabilität laut Berechnungen von Ernst & Young im Schnitt um ca. 1/3 geringer ist als bei US-amerikanischen, sind hier zwar noch Nachzügler, stehen jedoch zumindest im Vergleich zu der eigenen Historie gut da.

Für eine Fortsetzung des Aufschwungs spricht insbesondere das in Folge der allgemeinen Krisenangst nach wie vor sehr negative Sentiment für Aktien. Es steht im auffälligen Gegensatz zur sehr optimistischen Marktstimmung, die für alle Endphasen der bisherigen Bullen-Märkte dokumentiert ist. IPO's finden derzeit kaum noch Abnehmer. Skeptische Privatanleger sind weltweit seit 10 Jahren Nettoverkäufer von Aktien; im Gegenzug sammeln Staatsfonds und Unternehmen auf Akquisitionskurs die Titel auf. Einige Finanz-Kommentatoren sprechen deshalb vom „meistgehassten Bullen-Markt aller Zeiten“, wobei sie sich allerdings genauso wenig wie ich an das Sentiment in den 1950ern erinnern können. Hingegen kann ich mich noch gut an die Euphorie 2000 und die Risikoignoranz 2007 erinnern. Beide Stimmungslagen unterscheiden sich deutlich von der ausgeprägten Negativität der meisten heutigen Anleger und Marktkommentatoren.

Antifragilität, Resilienz und Innovation: Warum eine Krise nicht zur Katastrophe führen muss

„Seit einigen Monaten, Wochen, und speziell die letzten Tage wird nur von einer Sache gesprochen: Dass wir in einer Situation, einer Lage sind, die sehr nahe steht dem berühmten 29er Krach – Crash. Also ich möchte sagen: Das ist der größte Unsinn! Und jeder Nationalökonom, Journalist eventuell, oder Industrielle, Geschäftsmann, der davon spricht, der weiß nicht, was 1929 war. Den Vergleich zu machen mit 1929 und der Krise von damals in Deutschland und speziell in Amerika ist ein purer Unsinn.“ Mit diesen Worten regte sich Andre Kostolany in dem bereits erwähnten Fernsehinterview von 1982 über die vielen Krisenpropheten auf, die damals den allgemeinen Niedergang beschworen.

Die Krise in den 70er Jahren war weniger schlimm als die mit anhaltender Massenarmut verbundene Weltwirtschaftskrise in den 30er Jahren. Die Finanzkrise ab 2008 war weniger schlimm als die von Inflation, Massenarbeitslosigkeit und Industriesterben geplagte Ölkrisenzeit. Die nächste Krise wird zwar auch schlimm, aber vermutlich erneut wieder weniger als in den zurückliegenden Perioden.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Allerdings empfinden wir dies aktuell aufgrund der zeitlichen Nähe der jüngsten Krisen-Ereignisse nicht so – ein Phänomen, dass die Verhaltensökonomie als „Gegenwarts-Bias“ bezeichnet. Zudem ist es für oberflächliche Publizisten sehr einfach, die Finanzkrise als „Universal-Sündenbock“ für ihr jeweiliges Thema zu präsentieren – so spart man sich eine gründliche und aufwendige Analyse.

Politiker, Regulatoren, Wissenschaftler und Manager haben trotz aller ihrer Fehlleistungen in Hinblick auf die Bewältigung bisheriger Krisen jeweils zumindest ein bisschen was gelernt – auch deswegen wurde die jüngste Finanzkrise besser bewältigt als vorherige Wirtschaftseinbrüche. Viele grobe Politikfehler der 30er Jahre (prozyklische Geldpolitik, hohe Handelsschranken) oder 70er Jahre (Verstaatlichungen, Inflationierung) wurden vor 10 Jahren nicht (oder zumindest nicht so gravierend) wiederholt – und werden dies auch in Zukunft sehr wahrscheinlich nicht. Und das Finanzsystem wurde aufgrund der unlängst erhöhten Kapitalanforderungen für den Finanzsektor viel widerstandsfähiger (bzw. „resilienter“, wie es neuerdings heißt) gemacht, was zumindest die negativen Folgen der nächsten Krise deutlich mindern wird.

Zudem gibt es in der Marktwirtschaft Selbststabilisierungs- und Selbstheilungskräfte, die gerade in einer Krisensituation einen Wiederaufschwung einleiten und Neues schaffen. Nassim Taleb hat in seinem in Reaktion auf die Finanzkrise entstandenen Buch „Antifragilität“ beschrieben, dass sich gerade aus Situationen von Unbeständigkeit und Unsicherheit produktive und positive Konsequenzen ergeben. Der von ihm geprägte Begriff Antifragilität beschreibt hierbei die Eigenschaft oder Fähigkeit, sich unter Unsicherheit, Volatilität, Störungen und Stress zu verbessern. Im Gegensatz dazu verbreiten Katastrophenwarner den Eindruck, dass es immer nur negative und destruktive Folgen gibt.

Gerade die letzte Krise hat einige kreative Kräfte freigesetzt, die sich im aktuellen Technologie-Boom und Börsenaufschwung widerspiegeln. Die Antifragilität des heutigen Kapitalismus hat sich gegenüber früheren Krisenphasen deutlich verbessert. Sie wird mit zunehmender Digitalisierung und Globalisierung weiter steigen, da beide Entwicklungen Entstehung sowie die schnelle und breite Verbreitung guter Ideen stark begünstigen – und damit Gegengift zu einer Krisendynamik verbreiten.

Dies ist nicht selbstverständlich, wie die Forschungen des aktuellen Wirtschaftsnobelpreisträgers Paul Romer gezeigt haben: Nur wenn die rechtlichen und institutionellen Voraussetzungen stimmen, kann ein Marktplatz von Ideen entstehen, der Innovationen voranbringt. Diese Voraussetzungen haben sich in den vergangenen Jahren eher noch weiter verbessert als verschlechtert. Silicon Valley hat sich nicht nur als Fortschrittsmotor etabliert, sondern ist weltweit Vorbild für viele andere Innovationszentren geworden. Vor allem aber in Süd-Ost-Asien wurde diese Botschaft begriffen: China hat sich vom Kopisten westlicher Technik zu einer aus sich selbst heraus innovativen Nation gewandelt. Süd-Korea hat in den vergangenen Jahrzehnten den Sprung vom Schwellenland zur technologiegetriebenen Industrienation geschafft.

Die nächste Krise kommt bestimmt ... na und?

Warnungen von Wissenschaftlern oder Journalisten vor möglichen Fehlentwicklungen können ihre Berechtigung haben, wenn sie verdrängte oder unterschätzte Missstände aufdecken. Dies ist jedoch nur äußerst selten der Fall, stattdessen werden zumeist bekannte Probleme überdramatisiert.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Seit den Kommentaren von Andre Kostolany in 1982 zu den damals populären Schwarzmalern haben wir einige Katastrophen, Krisen und mehrfach Börsen-Kräche gesehen. Trotzdem hat sich z. B. der DAX im Wert mehr als verzwanzigfacht. Es werden auch weitere Katastrophen, Krisen und Börsen-Kräche folgen, der DAX, S&P 500 und die anderen Börsenindizes werden nichtsdestotrotz weiter zu legen. Solange die grundlegende Dynamik des Kapitalismus der letzten 250 Jahre anhält, die von Innovation, steigendem Lebensstandard und sich wandelnden Konsumentenbedürfnissen getragen ist, wird sich hieran nichts ändern. Dies gilt insbesondere, weil Asien mit seinen ca. 4,5 Milliarden Einwohnern – von denen viele immer noch in sehr einfachen Verhältnissen leben – nach wie vor erst am Anfang dieser Entfaltung positiver Wechselwirkungen steht.

Der unabhängige US-Ökonom Ed Yardeni hat in seiner kürzlich erschienenen Autobiografie darauf hingewiesen, dass die Berufspessimisten für jede Phase eines Konjunkturzyklus typische Krisenwarnungen von sich geben, die ich hier (relativ frei übersetzt) wiedergeben möchte:

- 1) „*Man muss vorsichtig sein, weil die guten Zeiten nicht anhalten werden. Die Inflation wird wieder anziehen, und in der Folge alles durch hohe Zinsen abgewürgt.*“ (Expansions-Phase)
- 2) „*Man muss vorsichtig sein, weil es viel zu viel unbegründeten Optimismus gibt. Das kann nur schlecht enden.*“ (Boom-Phase)
- 3) „*Haben wir es doch gesagt. Nur eine schmerzhafte Anpassungsphase und die Abstrafung aller Schuldigen kann die Grundlage für einen neuen Aufschwung legen.*“ (Abschwung-Phase).
- 4) „*Man muss vorsichtig sein, weil die Erholung sehr fragil sein könnte. Es kann immer noch zu einem erneuten Abschwung kommen.*“ (Erholungs-Phase).

Diese Warnungen sind entweder unbegründet oder dramatisieren zyklische Übertreibungen innerhalb der langfristigen Aufwärtsbewegung der Wirtschaft. Die zwischenzeitlichen Abschwünge sind schmerhaft – speziell für diejenigen, die in der positiven Stimmung einer Boomphase überoptimistisch werden. Insofern ist es zwar angebracht, gerade in gut scheinenden Zeiten wachsam zu bleiben, grundsätzliche Skepsis ist fehl am Platz.

Zwar werden die Favoriten wechseln und es immer wieder mehr oder weniger starke Korrekturen geben; die positive Grundtendenz sollte jedoch anhalten. „Buy on Dips“ („Kaufen bei Rückschlägen“) ist und bleibt deswegen eine der am meisten Erfolg-versprechenden Anlagestrategien für langfristig denkende Anleger. Vielleicht ändert sich dies irgendwann einmal, wenn in Zukunft alle Bedürfnisse befriedigt und alle Innovationen ausgereizt sein werden, aber soweit sind wir noch sehr lange nicht.

Gewinner werden diejenigen sein, die sich an veränderte Bedingungen anpassen können – und insbesondere diejenigen, die bei Rückschlägen schnell die richtigen Konsequenzen ziehen. Auf diese sollten Anleger setzen und speziell bei Börseneinbrüchen in sie investieren ... sowie Krisenwarnungen lieber als Variation der Horrorliteratur ansehen, anstelle sie zu ernst zu nehmen.

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



Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Café statt Kneipe, besonderes Erlebnis statt Besitz – Millennials verändern die Konsum-Welt –

Von Karl-Heinz Thielmann



Als „Millennials“ (andere Bezeichnungen: „Generation Y“; „Jahrtausender“) wird heutzutage die Generation bezeichnet, die im Zeitraum der frühen 1980er bis in die frühen 2000er geboren wurde. Diese Altersgruppe wird die Konsumtrends der nächsten Jahrzehnte entscheidend bestimmen.

Für Anbieter von Produkten und Dienstleistungen im Konsumbereich – und hierzu gehören ebenfalls viele der börsennotierten Unternehmen – ist es derzeit eine Schicksalsfrage, ob ihr Angebot Millennials anspricht bzw. ob sie sich an die gewandelten Bedürfnisse dieser Generation anpassen können. Allerdings haben einige der traditionellen großen Konsumgüterkonzerne bisher keine wirkliche Vorstellung darüber, was Millennials anders haben wollen. Zum einen sind Produktprogramme und die Marketing-Tools vielfach noch vor allem auf Zielgruppen aus der „Generation X“ (Geburtsjahre ca. 1965-79) oder der „Baby-Boomer“ (Geburtsjahre ca. 1946-64) ausgerichtet. Zum anderen sind auch die Managements und ihre Wertvorstellungen durch die Erfahrungen ihrer eigenen Altersgruppen geprägt, weshalb die Millennials und der Wandel ihrer Bedürfnisse für viele heutige Entscheidungsträger unverständlich sind.

Die erste durch Globalisierung und Digitalisierung geprägte Generation

Die Altersgruppe der Millennials ist durch zwei entscheidende Entwicklungen geprägt, die sie von vorangegangen Generationen maßgeblich unterscheiden:

- Das Ende des Kalten Krieges und die folgende Globalisierung haben einerseits eine bisher ungeahnte politische Stabilität sowie die Ausweitung eines vorher nur in Westeuropa und USA bekannten Wohlstandes auf weite Teile der Welt gebracht. Hohe Mobilität, offene bzw. durchlässige Grenzen sowie Internationalität sind zur Selbstverständlichkeit geworden. Andererseits haben der globale islamistische Terrorismus, die Finanzkrise und der Klimawandel ein neues – oftmals sehr diffuses – Unsicherheitsgefühl bei vielen Millennials entstehen lassen.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

- Millennials sind die ersten „Digital Natives“, d. h., sie sind die ersten mit dem Internet aufgewachsenen Menschen. Für sie ist es nichts Neues, sondern eine Selbstverständlichkeit, dass das Internet die kostengünstige Erstellung, Verbreitung und Verarbeitung von Information ermöglicht. Die Interaktion mit anderen Menschen über soziale Netzwerke ist zum zentralen Bestandteil des modernen Lebens geworden.

Das Aufwachsen der Vorgängergenerationen war mehr oder minder stark durch materiellen Nachholbedarf, Geschlechterdiskriminierung, autoritäre politische Strukturen bzw. restriktive religiöse Vorschriften geprägt. Sie standen in ihrer Jugend oftmals vor der Alternative, entweder gegen die Zwänge anzukämpfen – und damit ein hohes persönliches Risiko einzugehen – oder sich stark anzupassen. Im Gegensatz dazu müssen Millennials sich weder „freischwimmen“ noch „unterordnen“; ihre Ausgangsposition ist völlig anders: Wohlstand, individuelle Freiheiten und vielfältige Informationen sind zumeist selbstverständlich und müssen kaum noch erkämpft werden. Stattdessen erscheinen sie manchmal sogar als im Überfluss vorhanden. Millennials leben heutzutage in einer „Multi-Options-Gesellschaft“: Es kommt für sie vor allem darauf an, aus einer Vielzahl von möglichen Lebensgestaltungsangeboten das für sich passende zu finden; und sich nicht zu sehr durch unpassende Angebote ablenken zu lassen.

Millennials werden in den kommenden Jahren zu den Hauptverdienern – und ihre Konsumgewohnheiten damit für die Gesellschaft in dem nächsten Vierteljahrhundert hauptbestimmend. Weltweit gibt es derzeit ca. 2 Mrd. Millennials. In den entwickelten Ländern machen sie aktuell ca. 20-25% der Bevölkerung und der Beschäftigten aus. Da sich die meisten noch am Beginn ihrer beruflichen Laufbahn befinden, sind ihre Einkommen oftmals noch vergleichsweise gering. Sie sind damit für die Bestimmung des allgemeinen Konsumverhaltens derzeit noch eine Minderheit, aber ihre Bedeutung ist in den vergangenen Jahren schnell gestiegen und wird kontinuierlich weiter anwachsen: Ihr Anteil an den Einkommen wird sich in den nächsten beiden Jahrzehnten auf über 50% erhöhen.

In den meisten Schwellenländern wird ihr Anteil am Erwerbseinkommen sogar noch viel größer werden, da dort aufgrund der höheren Geburtenraten sowie der niedrigeren Lebenserwartung die älteren Generationen noch schneller an Bedeutung verlieren.

Im Verhältnis zu den Millennials in den alten Industrienationen Nordamerikas und Westeuropas dominieren die Altersgenossen aus Schwellenländern eindeutig: So gibt es alleine in China und Indien jeweils über 400 Millionen Millennials – zusammen 11mal soviel wie in den USA. Mit dieser Konsumentengeneration verstärkt sich die Bedeutung von Süd-Ost-Asien als neuem globalen Wirtschaftszentrum weiter. Konsumentrends kommen jetzt schon zunehmend aus dem Fernen Osten – dies wird sich weiter verstärken.



Millennials in Asien: bald die wichtigste Konsumentengruppe

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

In Hinblick auf die digitale Durchdringung des Alltags sind chinesische Millennials sogar noch viel weiter vorangeschritten als ihre Altersgenossen in der übrigen Welt. Ob es um Online-Handel, Freizeitgestaltung, Bezahlung oder Nutzung sozialer Plattformen geht – die Nutzungsrationen liegen durchweg deutlich höher als in den alten Industriestaaten und selbst in anderen asiatischen Nationen. Gerade China hat deshalb eine Schlüsselrolle bei der Weiterentwicklung der Millennial-Konsum-Kultur.

Herausforderung „Millennials“ – nur wer die Generation versteht, kann in Zukunft erfolgreich sein

Die Millennials sind keine homogene Gruppe mit einheitlichen Bedürfnissen, ganz im Gegenteil. Als Resultat der „Multi-Options-Gesellschaft“ ist die Aufsplitterung in Subgruppen mit teilweise sehr unterschiedlichen Ansprüchen deutlich ausgeprägter als bei Vorgängergenerationen – ein weiterer Grund, warum diese Altersgruppe für viele Konsumunternehmen so schwer fassbar ist.

Trotz aller Unterschiede und Widersprüche lassen sich dennoch einige grundsätzliche Trends ausmachen, die für Konsumgüteranbieter eine hohe Bedeutung besitzen:

- Millennials haben eine hohe Affinität zum Internet und sozialen Medien. Zum Verständnis von Konsumwünschen sowie zur Kommunikation mit Kunden ist deshalb das Internet von zentraler Bedeutung. Weiterhin ist die Internetpräsenz eines Produktes verbunden mit Interkonnektivität ein Teil der von Millennials erwarteten Produktleistung. Asiatische Konsumenten schätzen es zudem besonders, wenn die virtuelle Präsentation von Produkten mit Entertainment-Angeboten (z. B. Musik-Videos) verbunden wird.
- Die hohe Verfügbarkeit von Informationen im Internet hat dazugeführt, dass eigene Recherchen zu Konsumerfahrungen anderer, Angaben zur Nachhaltigkeit, Lieferketten etc. für Millennials zum Konsumerlebnis mit dazugehören. Allerdings sind aufgrund der Neigung zum Selbstrecherchieren viele Millennials anfällig für Halbwahrheiten und Informationsmanipulationen, während sie Ratschlägen von etablierten Experten oftmals wenig aufgeschlossen gegenüberstehen. Sie gelten daher nicht selten als „Besserwisser“ und treffen ihre Entscheidungen oftmals auf der Basis eines verzerrten bzw. irreführenden Halbwissens.
- Es gibt einen Trend vom passiven zum aktiven Konsumenten: Für Millennials ist es oft zu wenig, Produkte einfach zu kaufen und zu konsumieren. Sie mögen Produkte, die ihnen die Möglichkeit geben oder erleichtern, etwas selbst zu machen bzw. zu gestalten. Eigene Kreativität gehört im steigenden Maße zum Konsumerlebnis dazu. Allerdings mögen es Millennials ebenfalls bequem: Sie bevorzugen eindeutig Produkte, die sehr benutzerfreundlich gestaltet sind und es ihnen erlauben, ihre Ziele schnell und ohne großen Aufwand zu erreichen.
- Wie jede Generation vor ihr grenzen sich auch die Millennials gegenüber ihren Eltern ab, indem sie bestimmte Konsumgewohnheiten der Älteren ablehnen. Insbesondere der Wandel von Statussymbolen spielt für die Abgrenzung zwischen den Altersgruppen eine entscheidende Rolle. Für Anbieter von Status-Marken, deren Angebote nicht zu den veränderten Ansprüche und Lebensgewohnheiten der Millennials passen, birgt der Generationswandel die Gefahr eines strukturellen Niedergangs, gegen den sie sich nur schwer stemmen können.
- Der Besitz von Dingen ist für eine in gefestigtem Wohlstand aufgewachsene Generation nicht mehr so wichtig wie bei ihren Vorläufern: Dies hat zu einer Umwertung der Bedeutung der

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Konsumerfahrung geführt: Ein „besonderes Erlebnis“ sowie die dazugehörige Selbstinszenierung in sozialen Medien werden von Millennials i.d.R. höher geschätzt als der Besitz von Dingen. Dies wird gerade in der veränderten Einstellung zu Statussymbolen besonders deutlich: Diejenigen der Vorgängergenerationen (z. B. Premium-Autos) werden teilweise deutlich abgelehnt. Neue Statussymbole sind hingegen besondere persönliche und einmalige Erfahrungen, die in sozialen Netzwerken präsentiert werden können. Gerade dieser Wandel hin zu virtuellen und teilweise selbst gemachten Statussymbolen wird derzeit in der traditionellen Konsumgüterindustrie noch oft stark missverstanden bzw. unterschätzt.

- Freizeit, Fitness, Gesundheit sowie Körperpflege sind für Millennials wichtiger als bei früheren Konsumentengenerationen. Hier ist der Wandel gerade bei Männern überdeutlich: Sie leben gesundheitsbewusster und legen mehr Wert auf Körperpflege. Im Gegensatz zu Vorgängergenerationen wird hingegen „Draufgängertum“ – cooles, selbstsüchtiges und auch ein leicht fahrlässiges Verhalten – sehr kritisch gesehen, insbesondere wenn es mit Sexismus verbunden ist. Macho- oder Rebellentum als Attitüde werden zumeist abgelehnt. Vorgängergenerationen empfinden diese neue Biederkeit oftmals als langweilig, weshalb Millennials von Älteren manchmal spöttisch als „Generation Gähn“ („Generation Yawn“) bezeichnet werden.
- Am deutlichsten wird die veränderte Lebenseinstellung von Millennials im schon seit einigen Jahren zu verzeichnenden Niedergang des „Nachtlebens“. Während junge Leute früher in Scharen in Nightclubs, Kneipen und Bars strömten und sich dort mit viel Alkohol, Zigaretten und manchmal auch illegalen Drogen vergnügten, macht dies heute nur noch eine kleine Minderheit. Entsprechend sinkt die Anzahl der Angebote: In Deutschland halbierte sich zwischen 1994 und 2016 die Zahl der Kneipen. In Großbritannien ging die Anzahl der Nightclubs alleine zwischen 2005 und 2015 um 45% zurück. Millennials treffen sich lieber zuhause, bei besonderen Events (z. B. Musikfestivals), virtuell im Internet oder in einem Café. Vor allem Cafés sind für Millennials zum zentralen alltäglichen Anlaufort geworden: Man kann sich dort mit Freunden treffen, in Ruhe die Kontakte in sozialen Netzwerken pflegen oder nur einen Frühstückskaffee auf dem Weg zur Arbeit mitnehmen.
- Die Glaubwürdigkeit von Marken ist für viele Millennials besonders wichtig. Sie resultiert nicht mehr nur aus dem Konsumerlebnis, sondern gleichfalls aus einem sozial und ökologisch verträglichen Produktionsprozess sowie einem emotional ansprechenden Markennarrativ. Traditionellen globalen Konsumgüterkonzernen wird deshalb oft mit Misstrauen begegnet, da ihnen



Das Café: sozialer Mittelpunkt für viele Millennials

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

diese Glaubwürdigkeit zumeist fehlt bzw. durch althergebrachte Kommunikationsmethoden selbst untergraben wurde. Stattdessen ist „Authentizität“ gefragt, weshalb regionale Produkte kleiner Hersteller oft bevorzugt werden, selbst wenn sie deutlich teurer sind. „Mikrobrands“, d. h. kleine Marken, die nur an bestimmten geografischen Orten oder von Verbrauchern in bestimmten Nischenmärkten anerkannt werden, haben durch Millennials in den vergangenen Jahren einen deutlichen Aufschwung erlebt.

- „Geiz ist geil“ gilt für Millennials i.d.R. nicht. Bei den für sie glaubwürdigen Marken sind die Zahlungsbereitschaft und die Loyalität besonders hoch. Daher sind diese Marken für ihre Inhaber langfristig sehr lukrativ, weil sie dauerhaft hohe Margen durchsetzen können.
- Gegenüber Luxusartikeln besteht eine zwiespältige Einstellung: Einerseits werden sie oftmals abgelehnt, wenn sie als reine Statussymbole der Vorgängergenerationen empfunden werden. Andererseits herrscht eine große Aufgeschlossenheit gegenüber Luxusartikeln und damit verbunden eine hohe Zahlungsbereitschaft. Laut verschiedenen Umfragen geben Millennials sogar einen deutlich höheren Anteil ihres Einkommens für Luxusartikel aus als die Vorgängergenerationen. Allerdings müssen diese die eigenen Werte widerspiegeln. Dies ist insbesondere dann der Fall, wenn Luxusunternehmen auf qualitätsbewussten Familienbetrieben basieren. Damit besitzen sie von vornherein einen zu den Millennial-Werten passenden Markennarrativ und erscheinen „authentisch“.
- Traditionelle Werbung mit Anzeigen oder Werbespots in Radio und Fernsehen, die oft aufdringlich und klischeeverhaftet ist, wird von Millennials weitgehend abgelehnt und hat stark dazu beigetragen, die Glaubwürdigkeit vieler großer Konzernmarken zu untergraben. Aber Werbung wird nicht grundsätzlich zurückgewiesen: So gibt es eine große Aufgeschlossenheit gegenüber maßgeschneiderter Werbung, wenn zum Beispiel Algorithmen bisherigen Konsum auswerten und daraufhin neue Produktvorschläge machen. Weiterhin sind „Influencer“ beliebt, die in ihren Internet-Videos scheinbar authentische Konsumerfahrungen vermitteln.
- In Hinblick auf ihre Lebenseinstellung unterscheiden sich Millennials in den einzelnen Regionen der Welt deutlich. In Nordamerika, Westeuropa und auch Südamerika sind die meisten Millennials relativ pessimistisch und haben nur sehr wenig Vertrauen in Politik, gesellschaftliche Institutionen und Konzerne. Kaum ein Millennial in diesen Regionen erwartet in der Zukunft eine Verbesserung des Lebensstandards gegenüber der Elterngeneration. In den Schwellenländern Süd-Ost-Asiens ist dies völlig anders: Geprägt von der Erfahrung wirtschaftlicher Verbesserung während der Jugend erwarten Millennials zumeist, dass sich die positiven Entwicklungen weiter fortsetzen. Sie sehen ihrer Zukunft daher zumeist eher optimistisch entgegen und sind daher Konsumangeboten gegenüber grundsätzlich positiver eingestellt. Auffällig und anders als in der übrigen Welt ist insbesondere in China ein sehr großes Vertrauen in Online-Plattformen.

Millennials führen zu einem Umbruch in der Konsumgüterindustrie

Nach einer Analyse von der Boston Consulting Group haben von 2011 bis 2016 große Konsummarken in the USA 3% ihrer Marktanteile an kleinere Unternehmen abgegeben und damit ca. 22 Mrd. US\$ Umsatz verloren. Damit wurde ein jahrzehntelanger Prozess umgekehrt: Vorher sind große und be-

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

kannte Marken auf Kosten kleiner lokaler Marken gewachsen. Dies ist jetzt anders: Größe und breite Bekanntheit sind zum Nachteil geworden. Individualisierung ist anstatt Massenware gefragt.

Die Konsumgüterkonzerne sind in den vergangenen Jahren gezwungen gewesen, Lösungen dafür zu finden, dass ihr traditionelles Produktprogramm von der aktuellen Konsumentengeneration teilweise abgelehnt wird. Hierbei sind sie sehr unterschiedliche Wege gegangen:

- Millennial-gerechte Produktvariationen von etablierten Produkten, die von dieser Generation ansonsten zurückgewiesen werden: Johnson und Johnson z. B. reagierte auf die steigende Ablehnung von Babyprodukten, indem Rezeptur und Testverfahren veränderte wurden. Darüber hinaus werden sie jetzt unter dem neuen Slogan „chose gentle“ vermarktet. ConAgra entfernte künstliche Inhaltsstoffe aus fast allen Snacks und Fertigmahlzeiten.
- Veränderung des Markenportfolios durch Zukäufe von neu entstandenen, bei Millennials besonders beliebten Marken: Unilever beispielsweise hat seit 2015 mehr als 9 Mrd. € für 20 Akquisitionen ausgegeben, u. A. für „Dollar Shave Club“, „Pukka“ Biotees oder umweltfreundliche Waschmittel von „Seventh Generation“.
- Veränderung des Produktpportfolios: Danone erweiterte 2017 mit dem Zukauf von „The WhiteWave Foods Company“ die Produktpalette um vegetarische und vegane Lebensmittel. Coca Cola gab unlängst die Akquisition der Kaffeehauskette „Costa Coffee“ für 5,1 Mrd. US\$ bekannt und geht damit noch einen Schritt weiter. Denn hiermit verlagert sich nicht nur der Fokus von stagnierenden Softdrinks zu wachsenden Kaffeehäusern. Auch das Geschäftsmodell ändert sich vom Produktions- und Marketingunternehmen hin zur serviceorientierten Restaurantkette.
- Schrumpfung durch Verkauf oder Stilllegung schwächer werdender Marken: Procter & Gamble, bislang der größte Konsumgüterkonzern in den USA, hat z. B. die Anzahl der Marken seit 2015 radikal von 170 auf 65 vermindert. Darüber hinaus wurden die Werbeausgaben stark gekürzt.
- Repositionierung und Umbenennung: Weight Watchers hat vor Kurzem eine Umfirmierung in WW bekannt gegeben sowie eine Überarbeitung des Geschäftsmodells angekündigt. Damit wird auf die zunehmende Ablehnung von Diäten durch Millennials reagiert, die das Wechselspiel zwischen ungesunder Ernährung und kurzfristigen Gewichtsverlusten durch Diäten in der Lebensweise ihrer Vorgängergenerationen kritisch sehen. Sie sind vorwiegend an einem ganzheitlich gesunden Lebensstil interessiert, auf den sich WW jetzt ausrichten will.
- Fokus auf zielgruppengerechte Internet-Werbung: Swatch beispielsweise verpflichtete gezielt asiatische Internet-Stars als Markenbotschafter und spricht damit speziell Millennials in China sehr gut an. Bei Kosmetik ist die Vermarktung durch „Influencer“ inzwischen Standard.
- Zertifizierung und Offenlegung von Lieferketten: Z. B. Henkel hat schon seit Längerem ökologische und soziale Prinzipien für die Lieferketten festgelegt. Bei der Auswahl und Entwicklung der Lieferanten und Vertragspartner werden deren Leistungen in Bezug auf Sicherheit, Gesundheit, Umwelt, soziale Standards und faire Geschäftspraktiken bewertet und berücksichtigt.
- Angebot von besonderen Erlebnissen: LVMH bietet Themenreisen an, die besondere Erfahrungen vermitteln, die jeweils mit Produkten des Konzerns verknüpft sind. Dies reicht von Besuchen von eigenen Weingütern bis hin zu Südpolexpeditionen inklusive Champagnerseminar.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Im Gegensatz zu anderen Sektoren wie Informationstechnologie, Biotech oder Finanzen spielen Venture Capital sowie Versuche von Millennial-tauglichen Eigenentwicklungen bisher so gut wie keine Rolle, obwohl der Kapitalbedarf von neuen Konsum-Marken vergleichsweise gering ist. Es scheint für viele der bisher führenden Konzerne zu schwierig zu sein, die neue Konsumentengeneration von sich aus zu verstehen und hierauf mit wirklich ansprechenden Neuentwicklungen zu reagieren.

Obwohl sie auf Zukäufe von neu entstandenen Millennial-Marken angewiesen sind, fällt es Konsumgüterkonzernen wie Nestlé oder Unilever momentan leichter, sich an die veränderten Konsumtrends durch Umbau ihres Marken- und Produktportfolios anzupassen. Sie sind Änderungen gewohnt, weil sie traditionell international ausgerichtet und in mehreren Produktsegmenten mit verschiedenen Marken tätig sind. Unternehmen hingegen, die auf eine Marke und ein Produkt festgelegt sind – wie z. B. Heinz Ketchup – sind nur schwer wandlungsfähig und geraten zunehmend in Schwierigkeiten. Auch Unternehmen, die zwar viele Marken, aber einen engen Fokus auf bestimmte Produkte haben, sind im Moment größtenteils überfordert. Der Brauereikonzern AB InBev hat beispielsweise in Reaktion auf die Millennials zwar das Markenportfolio um einige Craft-Biere erweitert, findet jedoch keine überzeugende Lösung dafür, dass Bier bei dieser Generation grundsätzlich an Beliebtheit verliert.

Die Kraftfahrzeugindustrie: absehbarer Hauptverlierer des Generationswandels

Während die Generation X (Geburtsjahre ca. 1964-79) fest etabliert ist und sich kaum noch verändert, befindet sich die Generation der „Baby-Boomer“ (Geburtsjahr 1946-64) im Übergang zur Rente. Aus teilweise sehr gut verdienenden Konsumenten werden vielfach Transferempfänger, die sich aus finanziellen oder gesundheitlichen Gründen zunehmend einschränken müssen. Damit sind Produkte, die von dieser Konsumgeneration besonders bevorzugt werden, in naher Zukunft von einem stetigen Nachfragerübergang bedroht.

Dies ist ein besonderes Problem für Industrien, die gleichzeitig bei Millennials an Ansehen verlieren. Hierunter ist unter den Branchen mit maßgeblicher Börsenpräsenz die Kraftfahrzeugindustrie stark betroffen. Für die Nachkriegsgenerationen war das eigene Auto bzw. Motorrad ein zentrales Element sowohl zur Selbstverwirklichung wie auch zur Darstellung des sozialen Status. Für viele Millennials ist das Auto hingegen ein notwendiges Übel: Es wird gebraucht, um mobil zu sein; insbesondere wenn man beruflich pendeln muss. Staus, Parkplatzsuche, Umweltbedenken oder hohe Kosten stören die Konsumfreude jedoch erheblich. Die neuen Käufer erwarten vor allem von ihren Fahrzeugen, dass sie praktisch und umweltfreundlich sind. Die Faszination ausgefeilter Technik, Spaß beim Fahren oder Statusüberlegungen spielen für Millennials hingegen keine oder nur eine geringe Rolle. Sie kaufen deswegen nach wie vor Autos, aber in geringerem Umfang und bevorzugen kleinere Modelle ohne aufwendige Sonderausstattungen. Stadtbewohner sind zunehmend gegenüber Carsharing-Angeboten aufgeschlossen; bzw. nutzen gerne App-basierte Fahrdienste wie Uber.

Gerade Fahrzeugmarken, die besonders mit dem Lifestyle der vorangegangenen Generationen verbunden sind, bekommen zunehmend Schwierigkeiten. Beispielsweise für die Motorrad-Marke Harley Davidson – die für viele Baby-Boomer durch den Film „Easy Rider“ mit Peter Fonda eine ikonenhafte Bedeutung als Symbol von Unabhängigkeit und Freiheit bekommen hat – interessieren sich Millennials kaum noch. Umsätze und Gewinne sind dementsprechend seit 2014 rückläufig.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Auch für deutsche Auto-Premium-Marken wird der Generationswechsel langfristig zum Problem: Denn ihr Geschäft hängt stark am Statussymbol „Dienstwagen“, welches aktuell noch für die Generation X sehr wichtig ist. Für kommende Führungskräfte aus der Millennial-Gruppe ist ein leistungsstarker Dienstwagen einer Premium-Marke aber kein besonderer Anreiz mehr. Hinzu kommt, dass speziell die deutsche Autoindustrie in der Markenkommunikation ein in Hinblick auf die Zielgruppe Millennials grundfalsches Verhalten zeigt. Das Marketing stellt nach wie vor Status und Technik in den Vordergrund und richtet sich somit primär an Baby-Boomer und Generation X. Die für Millennials wichtigen Faktoren Umweltverträglichkeit und Bedienfreundlichkeit werden hingegen kaum betont. Zudem haben sich die Firmen durch den Diesel-Skandal, mangelnde Aufarbeitung und die anschließende Blockade von Hardware-Nachrüstungen zur leichten Zielscheibe von Kritikern gemacht. Sie bestätigen die Vorurteile von grundsätzlich Konzern-skeptischen Millennials, machen somit ihre bisher starken Marken unglaubwürdig und vergraulen eine ganze zukünftige Käufergeneration.

Marken, mit denen Millennials aufgewachsen, haben einen (manchmal unverdienten) Vertrauensvorschuss

Paradoxe Weise bezieht sich die Skepsis der Millennials gegenüber globalen Marken nicht auf diejenigen, mit denen die Generation groß geworden ist und die ihnen von Anfang an eine Verwirklichung ihrer Lebensvorstellungen ermöglichte: Partizipation an besonderen Erlebnissen, Erleichterung eigener Kreativität und Selbstdarstellung verbunden mit Interkonnektivität. Hierzu gehören vor allem Technologimarken wie Apple, Amazon, Google (incl. YouTube), Facebook (incl. Instagram und WhatsApp) oder auch Tencent und Alibaba in China. Computerspiele-Anbieter wie Electronic Arts oder Activision Blizzard hatten seit ihren Anfangstagen Millennials als Hauptzielgruppe und entwickelten sich mit ihren Kunden weiter.

In traditionelleren Branchen sind heute insbesondere diejenigen Firmen erfolgreich, die ihr Angebot frühzeitig auf Millennials und ihre Bedürfnisse ausgerichtet haben. Hierzu zählen der Modekonzern Inditex mit seiner Hauptmarke Zara oder die niederländische Finanzgruppe ING mit ihrer in mehreren Nationen sehr gut angenommenen Internetbank. Ganz besonders gilt dies aber für Kaffeehäusern wie Starbucks, deren Cafés quasi die Infrastruktur für die Millennials-Kultur bilden.

In Hinblick auf die Einhaltung von sozialen Standards und Nachhaltigkeit sind Millennials gegenüber von ihnen bevorzugten Unternehmen deutlich weniger kritisch als bei den von den Eltern und Großeltern bevorzugten Markenartiklern wie BMW, Nestlé oder Coca Cola. Nicht-recycelbare Becher bei Starbucks werden anscheinend gerne toleriert, wenn sich hierin „fair gehandelter“ Kaffee befindet. Mit Kinderarbeit gewonnenes Kobalt befindet sich auch in vielen Smartphones, die trotzdem zur Grundausstattung jedes noch so konzernkritischen Millennials gehören.

Beispiel Kosmetik: Millennials eröffnen Wachstumschancen ... wenn man sie richtig anspricht

Für die Kosmetikindustrie eröffnet die steigende Nachfrage nach Körperpflegeprodukten und Make-up sowie die steigende Aufgeschlossenheit junger Männer gegenüber Kosmetika eine bedeutende Wachstumschance. Millennials fühlen sich in diesem Segment interessanterweise auch durch viele altbekannte Marken wie Clinique oder Maybelline stark angesprochen. Allerdings hat sich das Kaufverhalten gegenüber älteren Generationen verändert: Millennials gehen i.d.R. seltener in Kosmetik-

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

geschäfte, die deshalb an der gestiegenen Nachfrage kaum partizipieren. Direktvertriebe wie z. B. Avon werden zumeist stark abgelehnt.

Millennials kaufen lieber im Internet und lassen sich dabei von YouTube-Videos inspirieren. Einige Anbieter wie Estée Lauder und L'Oréal haben sich inzwischen hierauf gut eingestellt: Für sie bietet der Vertrieb über das Internet nicht nur höhere Umsätze, sondern ebenfalls die Gelegenheit, bessere Margen durchzusetzen. Im Internet ungenügend präsente Firmen wie Avon hingegen stehen zunehmend unter Druck und verlieren Marktanteile.



Kosmetik und Hautpflege: bei Millennials auch Männerache

Eine Erneuerung der Kommunikation ist eine notwendige, aber manchmal nicht hinreichende Bedingung für das Überleben etablierter Konsumunternehmen

Die Erfahrung der Kosmetikbranche zeigt relativ deutlich, dass etablierte Unternehmen für Absatzserfolge bei Millennials nicht unbedingt neue Produkte oder andere Marken benötigen. Stattdessen ist vor allem eine neue Kommunikation notwendig, die auf die Bedürfnisse der jungen Konsumentengeneration eingeht. Unternehmen, die dieses verstanden haben, bieten die nächsten Jahre große Chancen auf hohes profitables Wachstum.

Nahezu unüberwindbare Probleme bekommen hingegen diejenigen Firmen, bei denen wie bei Harley Davidson nicht nur die Kommunikation unzeitgemäß ist, sondern auch das Produktprogramm nicht zu den neuen Kundenwünschen passt. Hier wären radikale Schnitte notwendig, die sich i. d. R. aber kaum umsetzen lassen. Gerade die großen früheren Erfolge sind zum Bremsklotz für Veränderungen geworden: Stolz auf bisher Erreichtes sowie die Angst, bisherige Kunden zu verprellen, verstehen den Blick auf die Erfordernisse der Zukunft – bis es zu spät ist.

Diese Gefahr besteht insbesondere für viele bisher führende Unternehmen der Automobilindustrie sowie bei Anbietern alkoholischer Getränke. In diesen Branchen ist die Ignoranz gegenüber der Millennials-Kultur besonders ausgeprägt, was sich in den nächsten Jahrzehnten rächen wird.

Wesentlich differenzierter sind die Branchen Nahrungsmittel und Haushaltswaren zu bewerten. Sie wurden früher unter dem Oberbegriff „stabile Konsumgüter“ („Consumer Staples“) als relativ sichere und homogene Gruppe angesehen, was sich jedoch mit den Millennials ändert: Die Sektoren zerfallen in Subgruppen. Unternehmen, die sich an die neuen Anforderungen anpassen können, stehen Firmen, die sich als zu wenig wandlungsfähig erweisen, gegenüber. Hier kommt es für den Anlagerfolg auf starke Selektivität an.

Freizeitbranche, Kosmetikindustrie, Luxusanbieter sowie konsumorientierte Technologieunternehmen werden in den nächsten Jahren überproportional von den neuen Gewohnheiten der Millennials profitieren. Sofern sie einen guten Zugang zu den neuen Konsumenten gefunden haben, bieten sie langfristigen Investoren derzeit einige der besten Anlagemöglichkeiten.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Anhang

Quellen:

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

Spezielle Quellen für diese Ausgabe:

Quellen zu „**Klartext: Die irreführende Suche nach der nächsten Krise**“:

1. Das Zitat von Adam Smith lautet im Original: “Five years have seldom passed away in which some book or pamphlet has not been published, written too with such abilities as to gain authority with the public, and pretending to demonstrate that the wealth of the nation was fast declining, that the country was depopulated, agriculture neglected, manufactures decaying, and trade undone.” Quelle ist: Adam Smith (1776): **“An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations”**; Book 2 Chapter 3
2. Drezner, Daniel W. (2017): **“The Ideas Industry: How Pessimists, Partisans, and Plutocrats Are Transforming the Marketplace of Ideas”** OXFORD University Press 3. April 2017
3. Zum Kostolany-Zitat vgl. 3nach9-Talkshow (1982); http://www.youtube.com/watch?v=5kH_1xBc2QE (zuletzt abgerufen 11.10.2019)
4. Bullock, Nicole (2018): **“US Profit Margins look close to peak”**; FT Europe 13.8.18; S. 13
5. Lewis, Leo (2018): **“Tokyo Investors immune to proof of rising profitability”**; FT Europe 13.9.18; S. 11
6. Taleb, Nassim Nicholas (2012): **„Antifragile: Things that Gain from Disorder”**; Random House (27. November 2012)
7. Yardeni, Edward (2018), **“Predicting the Markets: A Professional Autobiography”** Kindle Edition (15. März 2018)

Quellen zu „**Café statt Kneipe, besonderes Erlebnis statt Besitz – Millennials verändern die Konsum-Welt**“:

1. KPMG (2018): **„Growing Pains – 2018 CEO Outlook”**; kpmg.com Mai 2018
<https://home.kpmg.com/content/dam/kpmg/us/pdf/2018/05/kpmg-ceo-outlook-2018.pdf> (zuletzt abgerufen 11.10.2018)
2. KPMG (2017): **„Me, my life, my wallet”**; kpmg.com November 2017
<https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/xx/pdf/2017/11/me-my-life-my-wallet-full-report.pdf> (zuletzt abgerufen 11.10.2018)
3. Bauer Media (ohne Datum): **“Marketing to millennials - the importance of experiences”** thedrum.com;
<https://www.thedrum.com/bauer/marketing-millennials-importance-experiences> (zuletzt abgerufen 11.10.2018)
4. Bain, Marc (2017): **„Millennials are making it luxe to be more ethical and environmentally aware”**; qz.com 19. Juni 2017 <https://qz.com/999207/millennials-are-making-it-luxe-to-be-more-ethical-and-environmentally-aware/> (zuletzt abgerufen 11.10.2018)
5. Neil Howe (2016): **“Millennials Gone Mild”**; forbes.com 16 März 2016;
<https://www.forbes.com/sites/neilhowe/2016/03/16/where-the-wild-things-arent/#348a894042a1> (zuletzt abgerufen 11.10.2018)
6. Sda. (Abk.) (2017): **„Millennials fordern Nestlé heraus“** Tagblatt online vom 26.9.2017
<http://www.tagblatt.ch/nachrichten/wirtschaft/nestle-will-mehr-profit;art253651,5097013> (zuletzt abgerufen 06.10.2017)
7. Gapper, John (2018): **„Millennial Moment“** FT Europe 7. Jun 2018 S. 7
8. Deloitte (2018), **„2018 Deloitte Millennial Survey“**,

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

9. Daneshkhu, Schererazade (2017), "Millennials seek to slake thirst for authenticity", FT Europe 20. Jun 2018 S. 13
10. Atkins, Ralph (2017), "Millennials power Swatch profit surge", FT Europe vom 19.7.2018 S. 14
11. Barton, Christine; Koslow, Lara; Beauchamp Christine (2014), „How Millennials Are Changing the Face of Marketing Forever“ <https://www.bcg.com/de-de/publications/2014/marketing-center-consumer-customer-insight-how-millennials-changing-marketing-forever.aspx>
12. The Economist (2018): "Millennial longing"; The Economist 6. Oktober 2018; S. 55

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/>). Die Zeitreihen zur langfristigen Kursentwicklung des S&P 500 basieren auf den von Robert Shiller auf seiner Website zur Verfügung gestellten historischen Daten (<http://aida.wss.yale.edu/~shiller/data.htm>).

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Impressum:

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

Vorstand: Karl-Heinz Thielmann, Oliver Clasen

Aufsichtsrat: Dr. Gregor Seikel (Vorsitzender)

Weinbrennerstr. 17, 76135 Karlsruhe

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

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

Inhaltlich verantwortlich: Karl-Heinz Thielmann

Weinbrennerstr. 17, D-76135 Karlsruhe

Bildnachweis: Seite 2 Karl-Heinz Thielmann. Seiten 1, 8, 9, 11, 16 Shutterstock

Für den regelmäßigen Bezug von „Mit ruhiger Hand“ können Sie sich unter www.Mit-ruhiger-Hand.de anmelden.

Rechtliche Hinweise:

Hinweise gemäß FinAnV:

Die LONG-TERM INVESTING Research AG – Institut für die langfristige Kapitalanlage erstellt Finanzanalysen im Sinne der „Verordnung über die Analyse von Finanzinstrumenten (Finanzanalyseverordnung - FinAnV)“.

Hinweis gemäß § 4 FinAnV:

- 1) Wesentliche Informationsquellen: siehe Seite 17.
- 2) Finanzanalysen werden vor ihrer Veröffentlichung dem Emittenten normalerweise nicht zugänglich gemacht und danach geändert. Abweichungen von dieser Praxis werden gesondert gekennzeichnet.
- 3) Zur Erstellung genutzte Bewertungsgrundlagen und Methoden: siehe Abschnitt „Systematik der Anlageempfehlungen“ auf Seite 20.
- 4) Das Datum der ersten Veröffentlichung unserer Analysen ist – sofern nicht anders gekennzeichnet – der auf der ersten Seite angegebene Erscheinungstag von „Mit ruhiger Hand“; für diese Ausgabe also der 15.10.2018.
- 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: **Nestlé**
- 2) in den vergangenen 12 Monaten an Transaktionen beteiligt: **Nestlé, PepsiCo, InDiTex**
- 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, Zinsensensitivität, 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.