

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Nummer 24, 7. April 2014

Heute mit folgenden Themen:

- **Welchen Einfluss hat Krieg auf die Kapitalmärkte?**
- **Irlands Immobilienmarkt auf dem Weg aus der Krise**
- **Europas Aktienmärkte verbessern sich wieder**

In „**Klartext: Krieg und Frieden**“ wird der Frage nachgegangen, welchen Einfluss Krieg auf Aktien- und Rentenmärkte hat. Heutzutage wird gerne die destruktive Wirkung verdrängt, die bewaffnete Auseinandersetzungen auf die Wertentwicklung von Kapitalanlagen haben. Der Blick in die Vergangenheit zeigt aber, dass man vor Krieg und seinen Auswirkungen mehr Angst haben sollte als vor der nächsten Finanzkrise.

Denn Krieg hat im vergangenen Jahrhundert die Performance von Aktien- und Rentenmärkten entscheidend beeinflusst. Ein friedliches Umfeld schafft die Voraussetzung für prosperierende Aktienmärkte. Krieg ist zudem eine der Hauptursachen von ausufernden staatlichen Defiziten. Dies macht die Inhaber von festverzinslichen Wertpapieren zu den Hauptverlierern. Denn sie zahlen in der Regel die Zeche der Finanzierung von Kriegen, indem ihre Forderungen direkt oder indirekt (finanzielle Repression) entwertet werden.

In „**Der irische Immobilienmarkt bietet noch Möglichkeiten**“ beschreibt Karl-Heinz Goedeckemeyer die wichtigsten Entwicklungen in einem Anlagesegment, das in den vergangenen Jahren am schlimmsten von der Krise betroffen war. Aktuell gibt es attraktive Renditen, zudem zeigen wesentliche Segmente des Marktes eine deutliche Erholung. Steigende Preise und anziehende Transaktionsvolumen sprechen für eine Wiederbelebung. Die Aussichten sind im Einzelnen jedoch sehr unterschiedlich. In Spitzenlagen werden Objekte schon wieder knapp. Speziell am Wohnungsmarkt gibt noch einen Überhang von unfertigen Projekten aus der Vorkrisenzeit.

Der Beitrag „**Aktienfrühling in Europa**“ thematisiert die wieder verbesserte Performance europäischer Aktienmärkte. Seit 2007 haben europäische Dividentitel im weltweiten Vergleich eine unterdurchschnittliche Wertentwicklung gezeigt. Die relativen Abwärtstrends zu globalen Referenzindizes sind allerdings in den vergangenen Wochen gebrochen worden. Vor allem internationale Anleger kaufen seit einigen Monaten wieder verstärkt europäische Titel.

Bei den einzelnen Ländern bzw. Regionen sind deutliche Unterschiede erkennbar. Europas Krisenstaaten erleben wieder ein verstärktes Anlegerinteresse, was aber bisher kaum zulasten der bisherigen Outperformer geht. Denn der größte Aktienmarkt Europas – Großbritannien – entwickelt sich nach wie vor relativ enttäuschend.

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

## Klartext: Krieg und Frieden

Liebe Langfristanleger,

durch den Anschluss der Krim an Russland sowie die kaum verhohlene Drohung, notfalls auch in weiteren Teilen der Ukraine zu intervenieren, wurde ein lange verdrängtes Thema wieder auf die Tagesordnung gesetzt: Krieg.

Dabei sind Kriege bzw. Kriegsdrohungen heutzutage an sich gar nicht selten: Weite Teile Sudans, Afghanistans und Syriens sind nach wie vor Kampfgebiete. Länder wie Nordkorea nützen die Drohung eines Raketenangriffs regelmäßig als Druckmittel aus. In Libyen ist erst vor Kurzem ein blutiger Bürgerkrieg zu Ende gegangen.



Wenn allerdings eine Atommacht wie Russland seine Armee in Marsch setzt und Landesgrenzen neu zieht, bekommt die Kriegsgefahr eine neue Qualität.

In der öffentlichen Diskussion ist Krieg vor allem ein moralisches Thema, über die wirtschaftlichen Folgen wird kaum reflektiert. Ökonomen haben ein großes Problem mit diesem Thema und äußern sich nur sehr ungern dazu. Dies mag einerseits damit zusammenhängen, dass sich Kriege und ihre Konsequenzen unglaublich schlecht in ökonomische Modelle integrieren lassen. Andererseits wissen Ökonomen auch nicht so recht, wie sie Krieg mit ihrer Grundannahme rationalen Verhaltens vereinbaren können.

Zwar kann man Krieg bzw. Rüstungsausgaben als rationales Handeln definieren, wenn man sie als Mittel zur Sicherung oder den Erwerb von Eigentumsrechten an Land oder Wirtschaftsgütern sieht. Allerdings rüttelt man mit der Sichtweise eines möglicherweise vernünftigen Krieges heutzutage an ein gesellschaftliches Tabu.

„Krieg ist eine bloße Fortsetzung der Politik mit anderen Mitteln“ hat der preußische General Carl von Clausewitz einmal geschrieben und damit die Begründung für einen „rationalen“ Krieg geliefert. Dessen Logik basiert auf der Idee, dass man einem anderen Land etwas wegnehmen kann, wenn die eigenen Kosten hierfür geringer sind als der Zugewinn. Eine solche Denkweise beruht jedoch – einmal ganz abgesehen von den humanitären Folgen – auf einer zweifachen Illusion.

Zum einen wird in der Gesamtbetrachtung derjenige, dem man etwas wegnimmt, i.d.R. so stark geschädigt, dass am Ende weniger für alle übrig bleibt. Dies ist das typische Problem des „Moral Hazard“, der Selbstbereicherung auf Kosten der Allgemeinheit. Die Idee vom rationalen Krieg spiegelt insofern den Grundwiderspruch zwischen individueller und kollektiver Rationalität wieder.

Zum anderen sind die Kosten von Kriegen nicht annähernd kalkulierbar. Sie eskalieren, weil Gegner und die Folgen fast immer völlig unterschätzt werden. Mit dem amerikanischen Bürgerkrieg 1861-65

### *Inhalt:*

*Seite 6: Der irische Immobilienmarkt bietet noch Möglichkeiten*

*Seite 13: Aktienfrühling in Europa*

*Seite 22: Impressum, Anhang*

*Seite 25: Disclaimer*

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

wurde zudem der Krieg und damit seine Zerstörungskraft industrialisiert; seitdem gibt es Massenvernichtungswaffen. Nach dem ersten Einsatz der Atombombe 1945 wurde zudem klar, dass jede Auseinandersetzung, in die Atomkräfte in irgendeiner Form involviert sind, die Gefahr der totalen Vernichtung der menschlichen Zivilisation birgt. Die lange Friedensperiode in weiten Teilen der Welt seitdem ist nur darauf zurückzuführen, dass rationales Abwägen der Kosten und Nutzen eines Krieges bei den großen Mächten eine klare Antwort ergab.

Kriege oder Kriegsdrohungen zur Sicherung bereits bestehender Rechte mögen zu rechtfertigen sein, zumindest wenn diese Rechte nicht illegitim erworben wurden. Doch was ist ein bestehendes Recht? Russland rechtfertigt seine Aktionen in der Ukraine erstens mit dem Schutz russischer Minderheiten, zweitens mit der geostrategischen Bedeutung der Krim für die russische Schwarzmeerflotte, sowie drittens mit einer zu befürchtenden Schwächung der eigenen Machtposition durch eine verwestlichte Ukraine. Vielleicht hat die Regierung in Moskau ebenfalls Angst vor einem Überschwappen der Demokratiebewegung. Verteidigt sich Russland nur?

Verteidigung war auch in der Vergangenheit fast immer die Rechtfertigung für kriegerische Aktionen. Manchmal war dies offensichtlich vorgeschoben wie beim nazideutschen Überfall auf Polen 1939 („Seit 5.45 wird jetzt zurückgeschossen“). In den Ersten Weltkrieg hingegen stolperten die Großmächte hingegen mehr oder minder in den Krieg, weil sie glaubten, sich gegeneinander verteidigen zu müssen, wie der Historiker Christopher Clarke in seinem in letzten Jahr erschienenen Buch „Die Schlafwandler“ zeigte. So resultierte die Kriegserklärung Deutschlands aus der russischen Generalmobilmachung, die wiederum eine Reaktion auf österreichische Aufmarschpläne gegen Serbien war. Diese waren das Ergebnis eines Anschlags auf das Thronfolgerpaar in Sarajevo, in das führende serbische Politiker verwickelt schienen.

Einigen nationalistischen Feuerköpfen gelang es 1914, einen Teufelskreis von Bedrohungsgefühlen auszulösen. Schritt für Schritt eskalierte dann ein lokaler Konflikt immer weiter, bis ein Weltkrieg mit Millionen von Toten das Resultat war. Einige unangenehme Parallelen zur heutigen Situation in der Ukraine drängen sich auf. Insbesondere wenn man die Aktionen nationalistische Fanatiker betrachtet und sieht, welche Ängste sie damit auslösen und „Verteidigung“ provozieren, wirkt dies besorgniserregend.

Für einen ökonomisch denkenden Menschen völlig unverständlich sind Kriegsgründe, die im irrationalen Bereich liegen und im blanken Hass gegen andere resultieren. Diese sind zumeist religiös oder nationalistisch motiviert und damit rational nicht fassbar. Unser Wirtschaftssystem hingegen basiert auf der Einsicht, dass vor allem der friedliche und möglichst unbehinderte Austausch von Waren und Dienstleistungen Wohlstand schafft. Genau dies stellen aber blind wütende Fanatiker infrage, die sich weder um das eigene Leben noch um materielle Dinge scheren. Ihnen geht es nur um die Vernichtung des Gegners, koste es, was es wolle.

Krieg ist nicht nur die Quelle unendlichen menschlichen Leids, sondern er steckt auch hinter vielen grundlegenden wirtschaftlichen Problemen wie der Inflation. Schon die römischen Kaiser hatten eine

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Verschlechterung des Münzwertes als Mittel der Kriegsfinanzierung entdeckt. Das Budgetdefizit der USA ist in den vergangenen 100 Jahren zweimal aus dem Gleichgewicht geraten, einmal wegen des Zweiten Weltkriegs, zuletzt wegen der Intervention im Irak 2003. Das erste Defizit wurde durch niedrige Zinsen verbunden mit einer leichten Inflationierung beseitigt, was seitdem gemeinhin als finanzielle Repression bezeichnet wird. Die Zeche zahlten die Sparer. Heutzutage läuft es wieder auf finanzielle Repression heraus, wie stark die Inflation werden wird, ist allerdings noch nicht entschieden. Die Dummen werden so oder so wieder die Anleger in festverzinslichen Wertpapieren sein.

Das „Credit Suisse Global Investment Returns Yearbook“ der Forscher Elroy Dimson, Paul Marsh und Mike Staunton veröffentlicht jährlich inflationsbereinigte Performancevergleiche für verschiedene Länder und Anlageformen. Hierbei zeigt sich, dass Investoren mit Bargeld, Spargbüchern und festverzinslichen Wertpapieren im Kriegsfall praktisch immer stark benachteiligt waren. Bei Kriegsverlierern wie Deutschland 1945 ging dies bis zum Totalverlust; bei Kriegsgewinnern wie den USA oder Großbritannien gab es längere Perioden mit langfristig negativen realen Zinsen. Deutliche reale Wertgewinne bei Anleihen konnten nur in großen Renten-Bullenmärkten (wie in den letzten Jahren) erzielt werden. Die besten langfristigen Renditen bei Renten konnten nur Länder verbuchen, die sich im Kriegsfall neutral verhielten wie die Schweiz (12,3fachung 1900-2013) oder Schweden (17,7fachung 1900-2013).

Für Aktionäre hing die langfristige reale Rendite eines Aktienmarktes in der Vergangenheit sehr stark davon ab, ob ein Land Kriegsschauplatz war oder nicht. So haben sich zwischen 1900 und 2013 die realen Werte der Aktien in den Hauptschauplätzen der Weltkriege Deutschland und Frankreich um das 38fache bzw. das 35fache erhöht. Kriegsgewinner Großbritannien war vor allem von dem Luftkrieg betroffen und erzielte im gleichen Zeitraum einen Zuwachs von 372%. Am meisten konnten die USA und Australien zulegen, die an den Weltkriegen siegreich teilnahmen, Kämpfe aber von ihren Territorien fernhalten konnten. Dort stiegen die Werte der Aktien im gleichen Zeitraum um das 1.248fache bzw. um das 3.332fache.

Die Aktienmärkte der neutralen europäischen Länder Schweden und Schweiz erzielten in dieser Periode eine reale Wertsteigerung um das 601fache bzw. das 137fache. Ganz böse hingegen erging es untergegangenen Monarchien wie Österreich oder Russland. Im ehemaligen Habsburger Reich kollabierte der Wert der Aktien in den 20er Jahren derart, dass in der Gesamtperiode von 114 Jahren gerade mal eine Wert-Verdoppelung herauskam. In Russland führte die aus der Kriegsniederlage folgende Revolution 1917 zu einem Totalschaden bei allen Anlegern, egal, ob sie in Renten, Aktien oder Immobilien investiert hatten.

Man könnte jetzt natürlich argumentieren, dass man als Anleger vor allem auf Aktien in Ländern setzen sollte, die in anderen Regionen der Erde erfolgreich Krieg führen. Abgesehen vom Zynismus dieses Arguments übersieht man aber, dass in einer globalisierten und integrierten Welt mit Atomwaffen und Terrorismus eine solche Vorgehensweise nicht mehr funktioniert.

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Es gibt derzeit eine weitverbreitete Angst vor dem nächsten Finanzmarktcrash und diese ist berechtigt. Allerdings erscheinen die hieraus resultierenden Gefahren vernachlässigbar im Vergleich mit den Kosten, die ein Krieg mit sich bringen würde. Die nächste Finanzkrise wird nur das Wirtschaftswachstum um ein paar Prozent vermindern, ein zukünftiger Krieg gefährdet die Wirtschaft sich. Zwar ist derzeit die Gefahr einer direkten bewaffneten Auseinandersetzung zwischen den Großmächten praktisch auszuschließen. Die Konflikte um die Ukraine, Nordkorea, Syrien, Palästina, Afghanistan, Irak oder Iran sind Brandherde, bei denen eine weitere Ausbreitung nicht ausgeschlossen werden kann. Auch regional begrenzte Konflikte können viel Geld kosten, wie gerade die USA mehrfach erfahren mussten. Durch den Terrorismus steht zudem die Drohung eines globalen Guerilla-Krieges im Raum, dessen Folgen nicht unterschätzt werden dürfen.

Möglich ist weiterhin, dass die Großmächte „Stellvertreterkriege“ ausfechten lassen, wie zu den Hochzeiten des Kalten Krieges beispielsweise in Vietnam. Sehr wahrscheinlich ist, dass die in den vergangenen Jahren erfolgte Abrüstung zumindest teilweise wieder rückgängig gemacht wird. Abgesehen von den Fällen, in denen militärische Forschung zivile Innovationen nach sich gezogen hat, ist jede Form von Rüstung rein ökonomisch gesehen eine unproduktive Verschwendung von Ressourcen. Diese kann sich gerade ein Land wie Russland eigentlich überhaupt nicht leisten. Steigende Budgetdefizite und wieder anziehende Inflationsraten scheinen weltweit vorprogrammiert. Dies sollte insbesondere die Käufer „sicherer“ Staatsanleihen beunruhigen.

Moderne Stellvertreterkriege werden übrigens nicht nur in der 3. Welt geführt, sondern verlagern sich zunehmend in den virtuellen Raum des Internets. Die öffentliche Aufregung über die Abhöraktionen der NSA in den letzten Monaten übersieht eine viel gefährlichere Entwicklung: Hackerangriffe, hinter denen Regierungsstellen von großen Schwellenländern vermutet werden, sind längst Alltag für IT-Experten. Über diese und auch über mögliche Gegenaktionen ist noch wenig bekannt, die hieraus resultierende Gefahr für die globale wirtschaftliche Entwicklung ist jedoch immens.

Frieden ist nicht selbstverständlich. Dass Investmenterfolg nicht nur mit der Auswahl der richtigen Anlagen, sondern auch mit einem friedlichen Umfeld zu tun hat, machen wir uns alle nur ungern bewusst. Länder wie Schweden, die Schweiz oder das Nachkriegs-Deutschland haben ihren wirtschaftlichen Erfolg nicht unwesentlich der Tatsache zu verdanken, dass sie sich aus bewaffneten Konflikten weitestgehend herausgehalten haben. International agierende Konzerne, die in Friedenszeiten glänzende Geschäfte machen und deren Gewinne die Börsen in den letzten Jahren nach oben getrieben haben, können in Krisenzeiten auf einmal als Sündenböcke für nationalistische Propaganda dienen. Ihre IT kann man lahmlegen, man kann sie behindern oder sie sogar enteignen. Bei allem Ärger über Finanzkrisenverursacher wie z. B. gewisse Investment-Banker mit ihren exzessiven Boni etc. sollte klar sein, dass in der Kriegstreiberei eine viel schlimmere Gefahr für unser komplexes Wirtschaftssystem begründet liegt als in den breit diskutierten Problemen des Finanzmarktes.

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



## Der irische Immobilienmarkt bietet noch Möglichkeiten

von Karl-Heinz Goedeckemeyer

Der irische Immobilienmarkt kam als Folge der Banken- und Finanzkrise deutlich unter Druck. Während die Immobilienpreise im Zeitraum 2000 bis 2007 mit einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate um 11 % gestiegen sind, brach der Wohnimmobilienmarkt, ausgehend vom Höchststand im Jahr 2007, nach dem Ausbruch der globalen Finanzkrise um 51 % ein (s. Abb. 1). Während des Immobilienbooms wurden in Irland über 550.000 Häuser und Gebäudekomplexe gebaut, – was im Zeitraum von 1993 bis 2007 zu einer Preissteigerung von 250 % führte. Heute stehen über die Hälfte aller Objekte in Irland leer, weil ein riesiges Überangebot besteht, zu wenige Käufer Interesse zeigen oder das Geld für die Finanzierung fehlt. Die Bauindustrie hat komplett an den Bedürfnissen der Bevölkerung (und des Tourismus) vorbei gebaut. Mit dem Zusammenbruch des Bau- und Bankensektors ist die irische Wirtschaft im Jahr 2008 in eine tiefe Rezession geraten, wobei das reale BIP zwischen 2008 und 2011 um 5,4 % gesunken ist. Vor dem Ausbruch der Krise - zwischen 2000 und 2007 - ist die irische Wirtschaft durchschnittlich um 5,7 % p.a. gewachsen, weshalb Irland oft als „keltischer Tiger“ bezeichnet wurde. In diesem Kontext ist darauf hinzuweisen, dass das BIP künstlich erhöht wurde, da Gewinne von den Unternehmen aufgrund der geringen Steuersätze teils nur buchhalterisch nach Irland verschoben werden und nicht wirklich ins Land geflossen sind. Als Folge der konjunkturellen Talfahrt stieg die Arbeitslosenquote bis auf 14,7 % in 2012 an. Zum Vergleich: Zwischen 2000 und 2007 betrug die durchschnittliche Arbeitslosenquote gemäß den ILO-Kriterien 4,4 %. Damals wie auch heute ist die Entwicklung des BIP stark von ausländischen Direktinvestitionen geprägt, wobei vor allem die USA eine führende Rolle einnehmen.

Als Folge der Immobilien- und Bankenkrise hat die Regierung im September 2008 mit einer umfassenden Garantieerklärung für Einlagen und Verbindlichkeiten irischer Geldinstitute reagiert. Rund 64 Mrd. Euro – und damit weitaus mehr als zu nächst angenommen - sind bisher in die Rekapitalisierung der Banken geflossen. Die im Jahr 2009 gegründete staatliche Auffanggesellschaft „National Assets Management Agency“ (NAMA), hat darauf hin den Großteil der notleidenden Kredite von den Banken übernommen. Von den fünf größten Krisenbanken hat die NAMA 11.000 Hypothekenkredite in Nominalwert von 71 Mrd. Euro erworben - eine Summe, die knapp 45 % des irischen Bruttoinlandsprodukts entsprach. Statt die faulen Kredite der Banken in die NAMA zu überführen, hätte die

Residential Property Price Index

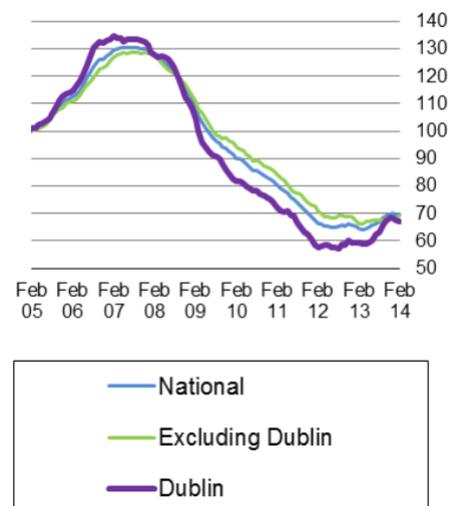


Abb. 1 Wohnimmobilienpreise:  
Februar 2005 - Februar 2014

Quelle: Central Statistics Office, Ireland

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Regierung die größten Banken verstaatlichen sollen, dann hätte man die Verluste nicht auf dem Tiefpunkt der Krise realisieren müssen.

Im Zuge der angezogenen Immobilienpreise hat sich die irische Wirtschaft wieder leicht erholt. Nach einem Anstieg von 2,2 % im Jahr 2011 legte die Wirtschaft in 2012 und 2013 nach Berechnungen der OECD lediglich um 0,1 % zu. Für 2014 und 2015 rechnet die Organisation wieder mit einem Anstieg auf 1,9 % bzw. 2,2 %, was deutlich über den Projektionen der Eurozone von 1,0 % bzw. 1,6 % liegt. Auch der private Konsum soll um 0,8 % bzw. 0,7 % zulegen. Darüber hinaus geht die OECD von einem Rückgang des Haushaltsdefizits von -7,4 % in 2013 auf -5,0 % in diesem und -3,1 % im darauf folgenden Jahr aus. Wenn man das tatsächliche Defizit um konjunkturelle Sonderausgaben bereinigt, werde das strukturelle Defizit bis 2015 sogar auf -0,1 % sinken. Gleichwohl wird die Staatsschuldenquote von 132 % in 2013 bis dahin nur geringfügig auf 129 % sinken. Positiv ist anzumerken, dass Irland Mitte Dezember 2013 als erstes Krisenland den Euro-Rettungsschirm verlassen hat und seitdem an dem Kapitalmarkt zurückkehren konnte. Zudem hat die Ratingagentur Moody's im Januar 2014 die Bonitätsnote des Inselstaates aufgrund des beschleunigten Wirtschaftswachstums sowie der anhaltenden haushaltspolitischen Konsolidierung von zuvor „Ba1“ auf „Baa3“ – also auf Investmentgrade-Status – angehoben. Als negativ ist indes die weiterhin hohe Verschuldung der privaten Haushalte und Unternehmen anzusehen, die ein besorgniserregendes Ausmaß erreicht hat. Falls die Verschuldungsquoten auf diesem Niveau verharren sollten, könnte dies einem nachhaltigen Aufschwung zuwiderlaufen.

## Investmentmarkt: Rückblick 2013

Im vergangenen Jahr verzeichnete der irische Investmentmarkt einen Umsatz von 1,9 Mrd. Euro (s. Abb. 2) und übertraf dabei deutlich das Gesamtergebnis von 2012 von 576 Mio. Euro. Diese signifikante Umsatzsteigerung ist auf das wiedererstarbte Vertrauen der Investoren in den irischen Markt

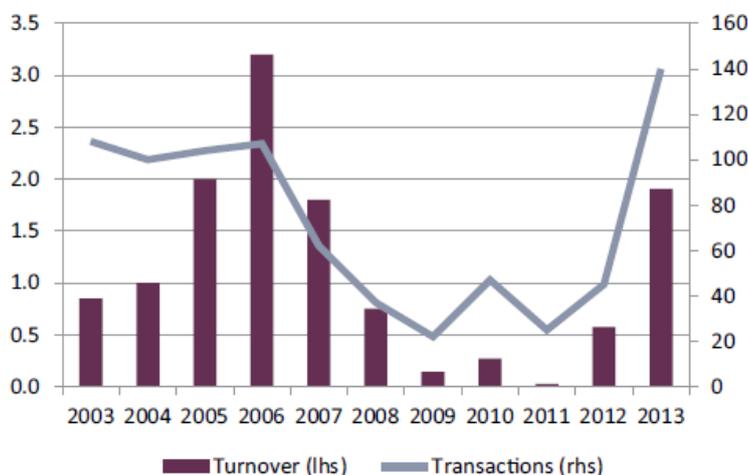


Abb. 2 Umsätze Investmentmarkt

Quelle: Savills

sowie der hohen Nachfrage ausländischer Käufer, insbesondere aus den USA zurückzuführen. 90 % des Volumens wurden in Dublin generiert, wobei vier Transaktionen 34 % des Umsatzes beisteuerten. In diesem Kontext ist anzumerken, dass insbesondere bei ausländischen- sowie Private Equity-Investoren eine verstärkte Nachfrage nach großvolumigen Transaktionen zu verzeichnen war, mit der Folge, dass die Preise im Premium-Segment spürbar anzogen. Irische Privatinvestoren zeichneten sich

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

für 47 % des Umsatzes verantwortlich, gefolgt von US-Anlegern mit 39 % des Investitionsvolumens. Innerhalb der Assetklassen steuerten Büroimmobilien rund 60 % (2012: 75 %) und das Handelssegment 16 % des Transaktionsvolumens bei. Für das laufende Jahr rechnen Experten mit einem Umsatzvolumen von 2,5 Mrd. Euro. Als Problem könnte sich jedoch das knappe Angebot an guten Objekten herausstellen sowie die Tatsache, dass durch die derzeitige Wettbewerbssituation mit einer weiteren Renditekompression bei Büro- und Mehrfamilienobjekten zu rechnen ist. Des Weiteren ist davon auszugehen, dass vermehrt Einzelhandelsobjekte auf dem Markt kommen werden.

## Renditen & Total Returns

Im vergangenen Jahr haben sich die Renditen bei Büro- und Mehrfamilienobjekten deutlich vermindert. Laut Schätzungen von Maklerhäusern sind die Renditen dieser Assetklassen im Jahr 2013 um rund 100 bis 150 Basispunkte bzw. 100 Basispunkte geschrumpft. Die Spitzenmieten im Büro- und Retailsegment lagen im Q4 2013 bei jeweils 5,5 % und damit unter dem langfristigen Durchschnitt von 6,8 % bzw. 6,2 %. Die höchsten Prime-Yields konnten im Industriesektor mit 8,0 % erzielt werden. Im Secondary-Segment hingegen lagen die Renditen bei Büro und Handel im Schnitt 1,5 % bzw. 2,0 % höher.

Im zurückliegenden Jahr erzielten irische Immobilien eine Gesamtrendite (Total Return) von 12,7 %, die sich aus einer Netto-Cashflow-Rendite von 9,2 % und einer Wertänderungrendite von 3,2 % zusammensetzt. Den höchsten Ertrag erwirtschafteten Büroimmobilien mit 18,2 % gefolgt von Industrie und Handel mit 9,8 % bzw. 5,8 %.



Abb. 3 SCS/IPD Ireland Property Index

Investoren, die in vergleichbare Assetklassen wie Aktien und Bonds investierten, konnten in dem Betrachtungszeitraum eine Rendite von 10 % bzw. 7,3 % erzielen. Gleichwohl ist festzuhalten, dass der IPD-Index von Irland im Jahr 2008 deutlich eingebrochen ist und sich seitdem wieder spürbar erholt hat, was der nebenstehenden Grafik zu entnehmen ist. Insofern kann nicht verwundern, dass der annualisierte Total Return auf 5-Jahres-Basis -3,2 % betrug.

## Treiber des Marktes – sich herauskristallisierende Trends

Wie bereits ausgeführt, hat sich die Nachfrage nach großvolumigen Transaktionen deutlich erhöht. Für dieses verstärkte Interesse waren sowohl institutionelle als auch private Anleger verantwortlich.

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Angesichts der Tatsache, dass diese Anlegergruppen viel Kapital bereithalten, dürfte die Nachfrage seitens der internationalen Käuferschaft für bestimmte Vermögenswerte und Portfolios oberhalb von 100 Milio. Euro unverändert hoch bleiben. Vor allem amerikanische Investoren dürften wie im vergangenen Jahr, wo sie in fünf der zehn größten Transaktionen involviert waren, weiterhin zu den stärksten Käufergruppen gehören. Wie der nachfolgenden Tabelle zu entnehmen ist, waren US-Investoren wie Kennedy Wilson, Brihon und PIMCO an zwei der größten Akquisitionen beteiligt.

Top-Portfolio-Transaktionen 2013					
EUR					
Portfolio	Sektor	Preis	Anfangs-Rendite	Verkäufer/Agent	Käufer / Agent
Opera Portfolio	Office & Retail	306.000.000	7,50%	CMCS/Cairn Cap.	Kennedy Wils./ Savills
Ulysses Portfolio	Office & Retail	152.000.000	8,78%	Lloyds / JLL	Brihon & Pimco/CBRE
Project Art	Office & Retail	127.600.000	8,70%	Danske / DTZ	Green Reit / JLL
Gemini Portfolio	Multi-Fam / Ret.	65.000.000	7,10%	Grant Th. /Savills	Comer Group / -
Irish Airlines Portf.	Office & Retail	50.000.000	10,72%	Irish Airlines / JLL IPUT / HWBC	

Quelle: Savills

Abb. 4 Portfoliotransaktionen

Zu den herausragenden Merkmalen des Marktes im Jahr 2013 war die Rückkehr der irischen Investoren, die mit Blick auf die erworbenen Immobilien durchaus mit internationalen Private-Equity-Investoren mithalten konnten. Die Nachfrage heimischer Investoren wurde durch die Einführung von Irlands ersten REITs, die im Laufe des abgelaufenen Jahres 202 Mio. Euro (11 % des Gesamtumsatzes) investierten, zusätzlich verstärkt. Infolge der Einführung der REIT-Gesetzgebung in 2013 wurden zwei REITs – The Green REIT ([greenpropertyreit.com](http://greenpropertyreit.com)) und Hibernia REIT ([www.hiberniareit.com](http://www.hiberniareit.com)) - erfolgreich am Markt platziert. Beide REITs sind an der Irish Stock Exchange und der London Stock Exchange gelistet. Da wohl weitere REITs folgen werden, ist damit zu rechnen, dass diese künftig eine wesentliche Rolle auf dem irischen Immobilienmarkt spielen werden.

## Büromarkt: knappes Angebot an Spitzenlagen

Da die Aktivitäten auf dem irischen Büromarkt sich zu 90 % auf die Hauptstadt Dublin konzentrieren, ist diese Stadt unter Investoren die erste Wahl. 60 % des gesamten Investmentumsatzes entfielen auf Büroimmobilien, wobei zehn Objekte 28 % des Umsatzes ausmachten, von denen sich vier in den Docklands befanden. Die Spitzenbüromiete lag bei 310 Euro pro m<sup>2</sup>. Da bei kleineren Mieteinheiten bereits höhere Mietabschlüsse durchzusetzen waren, ist davon auszugehen, dass die Mieten auch bei Großprojekten im weiteren Jahresverlauf anziehen werden. Angesichts des Mangels im „A“-Segment und der Erwartungen weiterer Mietsteigerungen könnte es im laufenden Jahr zu einer Rückkehr spekulativer Projektentwicklungen in der Innenstadt kommen.

Rund 40 % der Transaktionen sind dem TMT-Sektor zuzuordnen. In 2013 haben IT-Unternehmen wie z. B. Facebook, Qualcomm, Salesforce, Twitter oder Yahoo nach Objekten in der Hauptstadt Aus-

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

schau gehalten. Diese Unternehmen suchen nicht die traditionellen „Glaskästen“, sondern alternative, umwandelbare Objekte zu vertretbaren Kosten, die jedoch in der gewünschten Vielfalt nur eingeschränkt verfügbar sind. Neben den IT-Playern haben auch Deutsche Bank und Novartis 10.000 m<sup>2</sup> bzw. 8.000 m<sup>2</sup> in Dublin angemietet. Die Nachfrage nach Büromarktprodukten wurde nicht zuletzt durch die Erholung des Arbeitsmarktes und der Leerstandsquote, die im Laufe des Jahres von 20,2 % auf 15,3 % gefallen ist, bestimmt. Gleichwohl sind Spitzenobjekte rar, was sich daran festmachen lässt, dass z. B. die Leerstandsquote im traditionellen CBD-Bereich nur noch 4,1 % beträgt. Aufgrund des knappen Angebots an guten Qualitäten sind die Spitzenmieten im vergangenen Jahr um knapp 17 % angezogen. Nachdem die Preise für Büroimmobilien in den letzten 12-18 Monaten sprunghaft angestiegen sind, rechnen lokale Experten mit einem weiteren Anstieg um rund 10 % im laufenden Jahr. Diese Prognose geht einher mit einer Studie von JLL (Q4 2013), wonach sich Dublin am Beginn eines beschleunigten Mietpreiswachstums befindet. Auch gemäß der PWC-Studie „Emerging Trends in Real Estate Europe 2014“ ist Dublin nach München europaweit der attraktivste Immobilienmarkt (bezogen auf die Renditechancen für Bestandsimmobilien).

## Einzelhandel: deutliche Erholung, aber anfällig

In Verbindung mit der wirtschaftlichen Erholung, die sich auch in einem gestiegenen Verbrauchervertrauen und deutlich verbesserten Einzelhandelsumsätzen niedergeschlagen hat, sind die Retail Investments von 53 Mio. Euro im Jahr 2012 auf 300 Mio. Euro in 2013 deutlich angestiegen. Immerhin entfielen auf den Einzelhandelssektor über 16 % des Gesamtumsatzes im Jahr 2013, wobei fünf Objekte (Stillorgan Shopping Center, The Arena in Tallaght, The Globe Retail Park in Naas, 103/104 Grafton Street und Edward Platz Galway) 62 % der Summe von 300 Mio. Euro ausmachten. Wenngleich auch in den Top-Einkaufsstraßen die Aktivitäten mithilfe internationaler Marken gestiegen sind, können diese die Verluste aus den letzten Jahren nur zum Teil kompensieren. Positiv ist anzumerken, dass Boots, TK Maxx, Dealz, Tesco Express, Aldi und Lidl neue Geschäfte im laufenden Jahr in Dublin eröffnet haben. Neben den Einzelhandelsumsätzen (s. Abb. 5) sind auch andere Stim-



Abb. 5 Irland Einzelhandelsumsätze (%-Veränderung zum Vorjahresmonat) Quelle: Reuters/EcoWin

mungsindikatoren wie Einkaufsmanagerindex Dienstleistungen, und hier insbesondere die Geschäftserwartungen, fast auf dem Niveau wie zu den Boomzeiten. Bevor sich jedoch kein nachhaltiger Konjunkturaufschwung abzeichnet, dürften die Investments in diesem Sektor aufgrund der hohen Verschuldung der Privathaushalte begrenzt sein.

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

## **Industrie/Logistik: Flächenabsatz auf Rekordniveau**

Noch deutlicher als im Handel haben sich die Umsätze im Industriesegment erholt. Maklerberichten zufolge erreichten die Umsätze im vergangenen Jahr einen neuen Rekord, und es wird vermutet, dass sich dieser Trend im laufenden Jahr fortsetzt. Angesichts der starken Wachstumsdynamik in der verarbeitenden Industrie, in Verbindung mit der Erholung der Einzelhandelsumsätze, dürfte die Industrietätigkeit in Dublin auch im Jahr 2014 weiter zunehmen, sodass die Flächenumsätze auf ca. 225.000 bis 250.000 m<sup>2</sup> bis Ende des Jahres steigen könnten, nach 274.000 m<sup>2</sup> in 2013. Gleichwohl dürften trotz der erhöhten Nachfrage die Kapitalwerte für die Gewerbeflächen auf sehr niedrigem Niveau verharren. Per Ende 2013 beliefen sich die Entwicklungskosten auf 1.000 - 1.100 Euro pro qm (einschließlich Grundstück, Baukosten, Honorare und Gewinn) und damit deutlich über den Kapitalwerten, die bei ca. 450 - 550 Euro pro qm lagen. Die Renditen für Prime-Objekte werden mit 8,75 % beziffert.

## **Wohnungsmarkt: Trendwende, aber kein Durchbruch**

In vielen Teilen von Dublin ist die Nachfrage nach Mehrfamilienobjekten angestiegen. Das Transaktionsvolumen betrug im letzten Jahr etwa 232 Mio. Euro. Der größte Deal war der Verkauf von Clancy Quay in Dublin, einer erstklassigen Apartmentanlage in der Nähe von Heuston Station an dem US-Investor Kennedy Wilson für einen Preis von 82,5 Mio. Euro. Des Weiteren wurde das Gemini-Portfolio, welches Mehrfamilien-Objekte in Dublin und Cork enthielt, von der Comer-Gruppe für rund 65 Mio. Euro erworben. Wenngleich sich der irische Wohnungsmarkt verbessert sind die Bedingungen je nach Standort unterschiedlich. In Dublin und den umliegenden Landkreisen sowie in den wichtigsten regionalen Zentren von Cork und Galway, die sich durch ein starkes Bevölkerungswachstum in Verbindung mit einer begrenzten Bautätigkeit auszeichnen, haben sich die Preise spürbar erholt. Außerhalb dieser Standorte bleiben die Leerstandsdaten in vielen Regionen jedoch hoch, so dass die Preise auf tiefem Niveau verharren.

Obwohl eine Wende auf dem Wohnungsmarkt zu erkennen ist und die Abwicklungsbank NAMA eine Milliarde Euro zur Verfügung gestellt hat, bleibt dieser in Irland die größte Herausforderung. Da vielen halb fertigen Häusern nur wenige neue Gebäude gegenüberstehen, ist eine weitere Aufstockung des Angebots vonnöten. Gemäß des AIB/ESRI Housing Market-Index, der auf eine Umfrage unter Verbrauchern hinsichtlich des Häusermarktes und der Erwartungen, wie sich die Hauspreise entwickeln werden beruht, ist mit einer Steigerung der Hauspreise in Irland von 2,1 % in den nächsten 12 Monaten zu rechnen. Dagegen rechnen die in Dublin wohnenden Verbraucher mit einer Preissteigerung von 3,6 %. In Dublin ist der Preisanstieg wohl auch deshalb am größten, weil hier eine echte Nachfrage besteht, die der Markt nicht befriedigt. Gute Häuser sind rar, entsprechend zeichnet sich ein Preiskampf ab. Ähnlich wie im Bürosegment, wird der Häusermarkt vor allem von ausländischen Käufern – in erster Linie von Adressen aus Amerika und England – vorgetrieben. Während Irland zwischen 2009 und 2011 den letzten Platz gemessen am Global House Price Index von Knight Frank be-

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

legte, rangiert der Inselstaat aktuell auf den 19. Platz und damit noch vor Deutschland, Österreich und der Schweiz. Gemäß KF sind die Hauspreise in Irland ausgehend vom vierten Quartal 2013 im Vergleich zum Vorjahr um 6,4 % gestiegen und ungefähr auf dem Niveau dessen, was das Central Statistic Office (CSO) im Januar bekannt gab. Wie das CSO weiter ausführte, sind die Wohnungspreise im Januar 2014 um 0,7 % gegenüber dem Vorjahr gefallen, nachdem die Preise im Dezember 2013 um 0,3 % angezogen sind. Auch in Dublin sind die Wohnungspreise um 1,3 % gefallen, jedoch noch immer 13,6 % höher als im Vorjahreszeitraum. Während Maklern zufolge der durchschnittliche Preis in England derzeit bei rund 210.000 Euro liegt, kosten Immobilien in Irland hingegen nur 157.000 Euro.

## **Fazit:**

Neben der Londoner City dürften sich in Euroland-Peripherie-Ländern wie Irland die besten Ertragsperspektiven ergeben. Während weiterhin von einer starken Nachfrage nach Büro- und Mehrfamilienobjekten auszugehen ist, dürften die Aktivitäten in Bereich der Shopping-Center und Fachmarktzentren zunehmen. Da sich infolge der konjunkturellen Erholung auch die Risikobereitschaft der Anleger erhöhen sollte, werden diese bestrebt sein, ebenfalls Opportunitäten außerhalb Dublins wahrzunehmen. Investoren sollten jedoch beachten, dass Dublin im Vergleich zu europäischen Städten wie London oder Frankfurt ein kleiner Markt ist und somit die Möglichkeiten für Investments begrenzt sind.

**Karl-Heinz Goedeckemeyer** ist unabhängiger Finanzanalyst (CREA) & Wirtschaftspublizist in Frankfurt/Main. Seit knapp sieben Jahren analysiert er börsennotierte Immobilienunternehmen sowie Immobilienmärkte insbesondere im deutschsprachigen Raum. Zuvor hat er mehrere Jahre als Aktienanalyst europäische und US-amerikanische Banken analysiert und an Publikationen und Produkten zum Kapitalmarktresearch mitgewirkt.

## Aktienfrühling in Europa

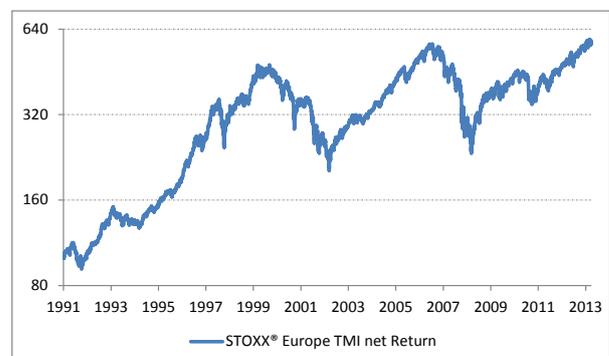
von Karl-Heinz Thielmann

Europäische Aktien waren in den letzten Jahren relativ unbeliebt. Mit dem Platzen der Internetblase 2001 sowie den Kursabstürzen während der Finanzkrise und der Eurokrise wurden in den letzten Jahren Hoffnungen auf einen Aufschwung immer wieder brutal beendet. Hinzu kam, dass sich die Schwellenländer mit ihrem hohen Wachstum als viel dynamischer erwiesen als das scheinbar erstarrte Europa. Die USA erholten sich zudem schneller von den Folgen der Krisen im vergangenen Jahrzehnt. Nach der Krise 2008 wurde die Bankensanierung schnell und konsequent vorangetrieben und damit das Finanzsystem wieder funktionsfähig gemacht. Zudem eroberten sich US-Konzerne Schlüsselpositionen in neuen Technologien wie dem Fracking, der Genomik oder dem Internet der sozialen Netzwerke.

Insbesondere die Wirtschaftspolitik verdarb europäischen Anlegern die Laune. Europas Politiker reagierten in Hinblick auf die Herausforderungen der Eurokrise zerstritten und unkoordiniert. Nationale Egoisten und ideologische Voreingenommenheiten blockierten grundlegende Entscheidungen. Lediglich in einem schienen sich alle Politiker einig: Mehr Bürokratie und mehr Regulierung sollten einen entscheidenden Beitrag zur Krisenbewältigung liefern. Die Realitätsferne dieses Ansatzes ist offensichtlich.

Zur schlechten Stimmung trugen ebenfalls viele Ökonomen und andere Wirtschaftsexperten bei, die eine Verbreitung von Weltuntergangsszenarien als Geschäftsmodell entdeckt hatten. Unzählige Krisenpropheten profilierten sich, die den Niedergang Europas beschworen und damit viele Bücher verkaufen konnten. Pessimismus ist aber eine hervorragende Grundlage für steigende Aktienkurse. Bereits in den 80er Jahren gab es schon eine weitverbreitete Europaskepsis, die Basis für einen jahrzehntelangen Bullenmarkt war. André Kostolany hatte schon 1982 vor Schwarzmalern gewarnt und in einem seiner legendären NDR-Talkshow-Auftritte erklärt: „Es sind viele Leute, die an einer Panik Interesse haben. Die Panik ist ein gutes Geschäft.“ Auch dieses Mal wurde die Angst der Anleger wieder ausgenutzt.

Das Bild eines Europas, das wachstumsschwach, leistungsfeindlich und fortschrittsskeptisch ist, steckt in vielen Köpfen fest. Doch dieses Bild ist in mehrfacher Hinsicht schief. Zwar ist Europa alles andere als problemfrei, aber auch in anderen Regionen der Welt gibt es nach wie vor gravierende Schwierigkeiten. Inkompetente und destruktive Politiker sowie absurde Bürokratien sind keine europäische Spezialität, die Wirtschaft muss überall mit ihnen leben. Die USA sind politisch gespalten und zutiefst zerstritten, was sich u.a. in der Unfähigkeit ausdrückt, eine Lösung für die Budgetproblematik zu finden und



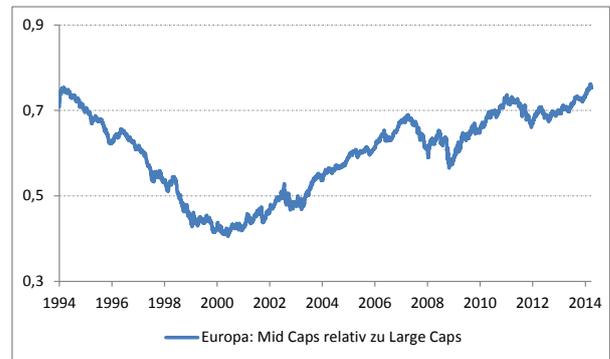
# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

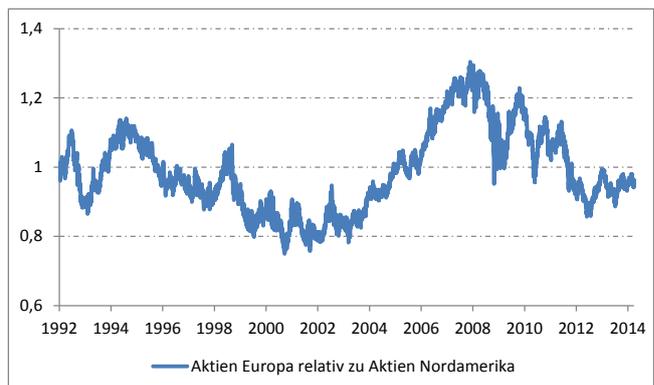
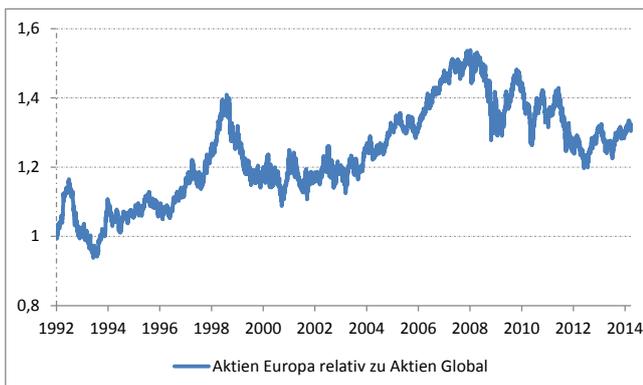
langfristige Probleme wie die mangelhafte Infrastruktur anzugehen. Die Wachstumsdynamik in den Schwellenländern hat nur in wenigen Nationen zur Schaffung wirklich wettbewerbsfähiger Unternehmen sowie zu echten Fortschritten für die allgemeine Bevölkerung geführt, in allen Regionen aber zur maßlosen Selbstbereicherung korrupter Eliten.

Tatsächlich haben gerade die vergangenen Jahre gezeigt, dass sich die Europäer an den Weltmärkten nicht verstecken müssen, ganz im Gegenteil. Denn wenn es nicht darum geht, billige Masseware, sondern hochwertige Qualitätsprodukte anzubieten, haben europäische Unternehmen meistens die Nase vorne. Zudem erwiesen sie sich gerade in den Schwellenländern oftmals als anpassungsfähiger und geschickter als US-amerikanische Wettbewerber. Insbesondere die kleinen und mittleren Unternehmen waren es, die sich international besonders erfolgreich zeigten. Deutschland mit seinem Mittelstand spielt hierbei eine tragende Rolle. Allerdings gibt es inzwischen auch in anderen europäischen Ländern viele Firmen, die typische Mittelstandstugenden verkörpern.

An der Börse spiegelt sich die überdurchschnittliche Entwicklung kleiner und mittelgroßer Unternehmen schon seit längerem in der deutlichen Outperformance von Indizes für diese Marktsegmente wieder. In der rechten Grafik wird beispielhaft die Kursperformance des STOXX® Europe Mid 200 Net Return Index relativ zum STOXX® Europe Large 200 Net Return Index gezeigt. Dieses Phänomen ist allerdings nicht nur durch überlegene fundamentale Performance begründet, sondern ebenfalls die Korrektur einer vorherigen Verzerrung: Im Aktienboom vor 2000 wurden viele hochkapitalisierte Unternehmen durch Mittelzuflüsse von Fonds einfach nur deshalb gekauft, weil sie hochliquide waren. Dies trieb die Kurse nach oben.



Auch wenn sich europäische Aktien, wie auf der vorherigen Seite gezeigt, absolut in den vergangenen Jahren gut geschlagen haben, sind sie doch in relativer Hinsicht Nachzügler. Dies zeigt der Vergleich STOXX® Europe 600 € Net Return Index mit den Vergleichsindizes STOXX® Global 1800 € Net Return für globale Aktien (Abb. unten links) sowie des STOXX® North America 600 € Net Return für nordamerikanische Aktien (Abb. unten rechts).



# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

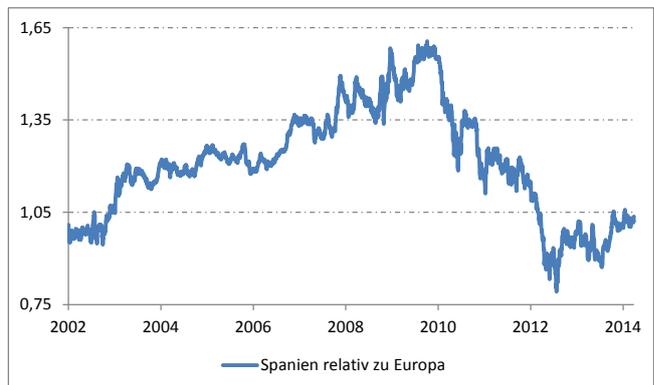
Relativ zu globalen Aktien ist zu erkennen, dass sich europäische Titel in einem eindeutigen relativen Aufwärtstrend befinden. Vor 2007 hatte es eine Akzeleration der Outperformance gegeben, die in einer nachfolgenden Abwärtsbewegung wieder korrigiert wurde.

Im Vergleich mit Nordamerika gibt es einen Zyklus, in dem sich Phasen unter- und überdurchschnittlicher Wertentwicklung abwechseln. Dieser Zyklus wird nicht unwesentlich von der Entwicklung des US\$ bestimmt, dessen Schwächeperioden ebenfalls mit einer Underperformance der nordamerikanischen Aktien einhergehen; und umgekehrt.

In beiden Vergleichen lässt sich erkennen, dass die mittelfristigen relativen Abwärtstrends für europäische Aktien seit Kurzem gebrochen sind. Dieses Chartbild reflektiert damit auch, dass seit Mitte vergangenen Jahres internationale Großinvestoren Europa wiederentdecken und massiv europäische Aktien kaufen. Eine Schlüsselrolle hierbei spielen die Kapitalmärkte der Euro-Krisenländer. Mit der Stabilisierung der Situation hat dort ebenfalls an den Aktienmärkten ein Turnaround stattgefunden, den man deutlich in den jeweiligen relativen Wertentwicklungen sieht.

## 1. Die Euro-Krisenländer: Renaissance oder Luftnummer?

### Spanien: Boom – Krise – Boom?



In keinem anderen großen europäischen Land schlug die Wirtschaftsentwicklung in den vergangenen Jahrzehnten so von einem Extrem ins andere wie in Spanien. Nach der schweren Krise 1992 konnte das Land bis 2009 mit überdurchschnittlichen Wachstumsraten und scheinbar gesunden Staatsfinanzen brillieren, nur um in Folge der hochkommenden Immobilienkrise um so schlimmer einzubrechen. Inzwischen hat Spanien von allen südeuropäischen Ländern am entschlossensten reformiert. Das Potenzial für eine kräftige Erholung ist gegeben. Langfristig wäre es aber für das Land (und auch für die Investoren) gesünder, wenn es gelingen könnte, aus dem Zyklus extremer Konjunkturausschläge auszubrechen.

### Italien: nur ein Strohofer?

Für Italien war die Eurokrise nicht wie in Spanien das böse Ende eines ökonomischen Booms, sondern die Beschleunigung eines Niedergangsprozesses, der sich in der relativ schwachen Entwicklung des Aktienmarktes seit 2005 widerspiegelt.

# Mit ruhiger Hand

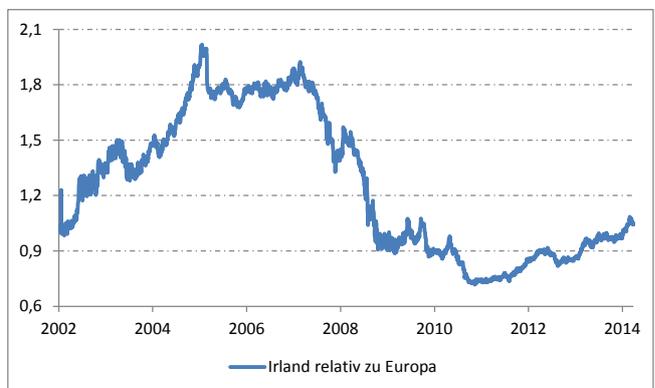
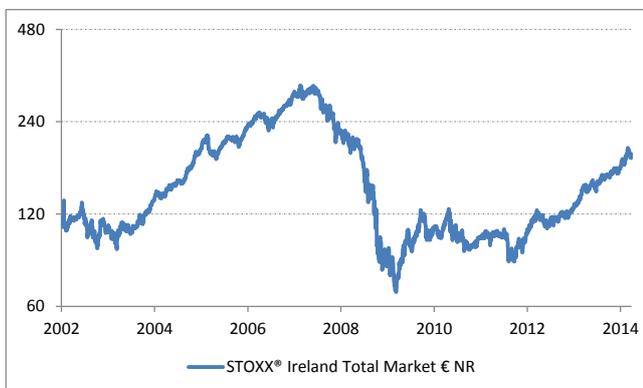
Informationen für die langfristige Kapitalanlage



Die Marktkapitalisierung an der Mailänder Börse wird nach wie vor relativ ineffizienten Großunternehmen dominiert. Politisch gesehen ist in Italien von allen Krisenländern bisher am wenigsten passiert. Seit Februar 2014 ist wieder eine neue Regierung im Amt, diesmal unter Matteo Renzi. Ob er wirkliche Veränderungen durchsetzen kann, ist noch sehr zweifelhaft.

Italien braucht eine grundlegende Modernisierung in der Gesellschaft und der Wirtschaft. Ohne diese wird der aktuelle Aufschwung an der Börse nur ein Strohfeuer bleiben.

## Irland: (Mega-)Boom – (Mega-)Krise – (Mega-)Boom?



Vor- und Nachteile der Globalisierung haben sich in keinem europäischen Land so dramatisch ausgewirkt wie beim „keltischen Tiger“ Irland. Hierfür waren nicht zuletzt Steuervorteile verantwortlich, die das Land speziell für US-Konzerne als Sprungbrett nach Europa attraktiv machten. Ca.  $\frac{3}{4}$  des Sozialprodukts werden mit Dienstleistungen erwirtschaftet, am wichtigsten sind dabei Logistik und Informationstechnik. Andererseits wurde Dublin als sehr liberal regulierter Finanzplatz vor 2008 einer der Hauptstandorte für dubiose Zockergeschäfte, was die Bankenprobleme massiv verschärfte.

Inzwischen hat sich Irland wieder als einer der beliebtesten Ansiedlungsorte für Schattenbanken etabliert. Für die dauerhafte wirtschaftliche Erholung kommt es ganz darauf an, dass ihr Geschäft strikt von der lokalen Ökonomie getrennt bleibt. Sonst besteht die Gefahr, dass der Wiederaufschwung erneut in einer Spekulationsblase endet.

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

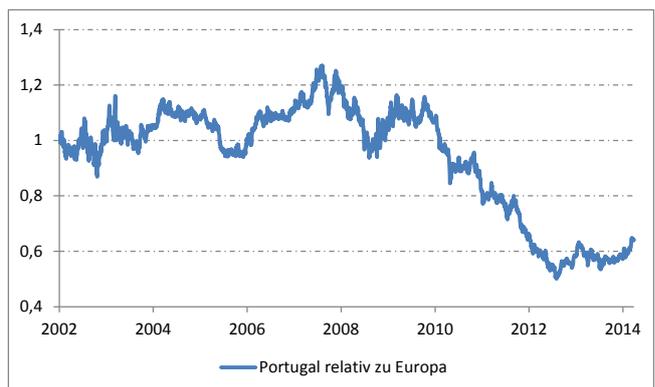
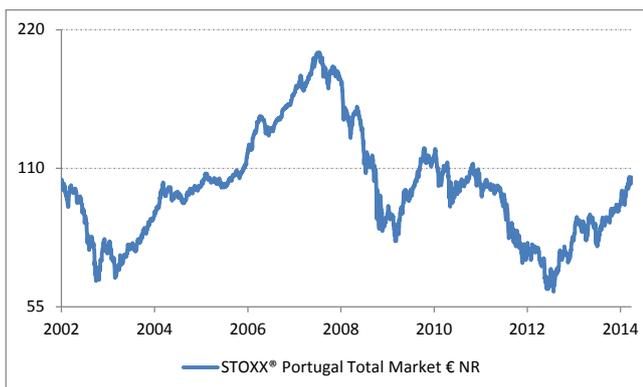
## Griechenland: nicht mehr auf der Intensivstation, aber noch lange nicht gesund



In keinem Land manifestiert sich das Elend der Eurokrise stärker als in Griechenland. Nach der Einführung des € erlebte das Land eine Scheinblüte. Zu niedrige Zinsen lösten einen Konsumboom aus, versteckte Verschuldung baute sich auf, gleichzeitig verlor das Land an Wettbewerbsfähigkeit. Als die Probleme hochkochten, wurden sie erst ignoriert, dann kleingeredet. Als das nicht mehr funktionierte, wurden Reformen beschlossen, jedoch nicht umgesetzt. Nur durch einen Schuldenverzicht konnte das Land vor dem Bankrott gerettet werden. Im Moment scheint sich die Lage zu stabilisieren, gravierende Strukturprobleme werden aber nach wie vor nicht konsequent angegangen. Insofern ist Griechenland von einer echten Wende nach wie vor weiter entfernt als alle anderen Krisenländer.

Insofern hat die griechische Börse die jüngste relative Erholung kaum mitgemacht, sondern sich lediglich stabilisiert. Ohne echten Fortschritt wird das Land weiterhin ein Nachzügler bleiben.

## Portugal: Todgesagte leben länger



Portugal hatte zu Beginn der Eurokrise ähnlich katastrophale Kennzahlen hinsichtlich Arbeitsproduktivität, Verschuldung und Wettbewerbsfähigkeit wie Griechenland. Im Gegensatz zu Griechenland wurde die Herausforderung angenommen. Es gelang, durch harte Sanierungsmaßnahmen den Rückstand zum übrigen Europa zu vermindern. Noch ist das Land nicht über den Berg, aber zumindest beginnt sich die Situation deutlich zu bessern, und eine positivere Entwicklung ist wieder denkbar.

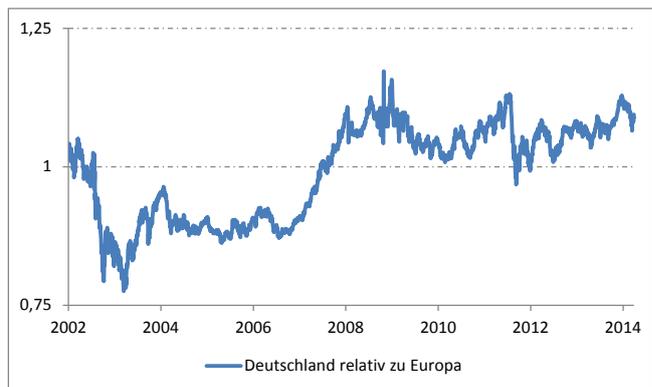
# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

## 2. Die Leistungsträger: Deutschland, Schweiz, Schweden

In den vergangenen Jahren haben sich vor allem die europäischen Länder wirtschaftlich behaupten können, bei denen eine erfolgreiche Exportindustrie dominiert. Auch wenn es dabei unter den Nationen gravierende Unterschiede gibt, insbesondere was Form und Umfang vom Staatseinfluss ausmachen, so lassen sich doch zwei gemeinsame Erfolgsfaktoren identifizieren: 1) Die bedeutsamen Unternehmen gehören i.d.R. zu den Marktführern im internationalen Qualitätswettbewerb; sowie 2) die staatlichen Haushalte sind relativ gesund bzw. befinden sich auf Konsolidierungskurs. Unter den größeren Ländern zählen hierzu insbesondere Deutschland, die Schweiz und Schweden. Bleiben diese Länder weiter auf der Gewinnerseite?

### Deutschland: „Zwei Seelen wohnen ach! In meiner Brust“



Eigentlich gibt es zwei deutsche Aktienmärkte. Einen Markt von herausragenden Industrieunternehmen, deren Erfolg denjenigen der Exportindustrie widerspiegelt. Dieser wird auch in Zukunft seinen Anlegern viel Freude machen. Und es gibt einen zweiten Aktienmarkt mit politisch beeinflussten und relativ ineffizienten Großunternehmen (beispielsweise im Versorgerbereich oder bei den Banken). Diese sind international im Grunde nicht wettbewerbsfähig und werden den Niedergang fortsetzen.

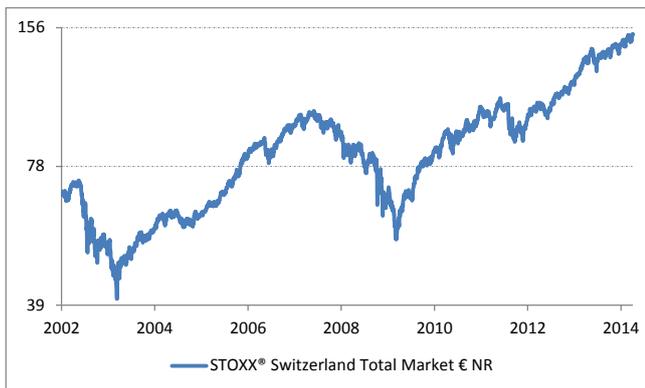
Per saldo war das Ergebnis bisher, dass sich die inhärente Stärke vieler deutscher Unternehmen vor allem in der Performance der Mid Caps (wie z. B. im MDAX) gezeigt hat, aber weniger bei den Blue-chips des DAX. Hieran sollte sich nichts ändern.

### Schweiz: Qualität ist wichtiger als Währung

Die schweizerische Börse hatte in den vergangenen Jahren mit zwei besonderen Problemen zu kämpfen: 1) Im Zuge der Eurokrise war der Schweizer Franken eine der Fluchtwährungen und wurde zu neuen Höhenflügen hochkatapultiert; sowie 2) der vorher bedeutsame Finanzsektor wurde von der Finanzkrise sowie von Steuerermittlungen außerhalb der Schweiz besonders betroffen.

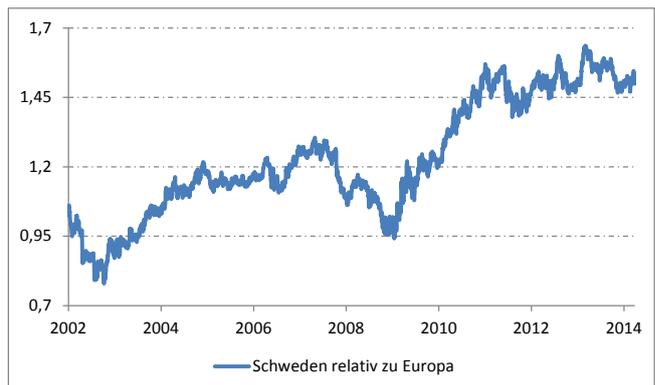
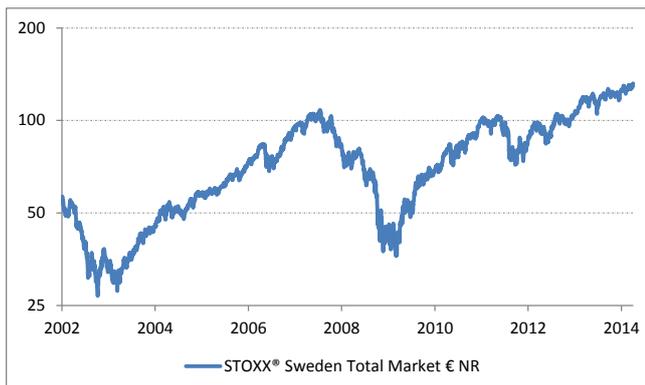
# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage



Trotzdem waren sowohl die meisten international aktiven Großkonzerne wie auch viele kleine und mittlere Firmen besonders erfolgreich. Die hängt nicht zuletzt damit zusammen, dass Produktqualität zum Markenzeichen schweizerischer Produkte geworden ist. Dieses Erfolgsrezept sollte in den kommenden Jahren weiterhin funktionieren.

## Schweden: das Hoch im Norden



Der außergewöhnlich positive ökonomische Bilanz Schwedens wurde bereits im April vergangenen Jahres in der Nummer 12 von „*Mit ruhiger Hand*“ als Schwerpunktthema behandelt. Diese ist deswegen so bemerkenswert, weil es die Skandinavier geschafft haben, weltweiten wirtschaftlichen Erfolg und ein leistungsfreundliches Steuersystem mit den sozialen Errungenschaften eines Wohlfahrtsstaates zu kombinieren.

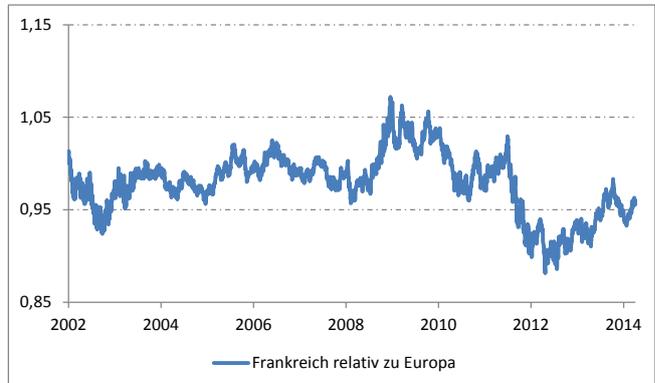
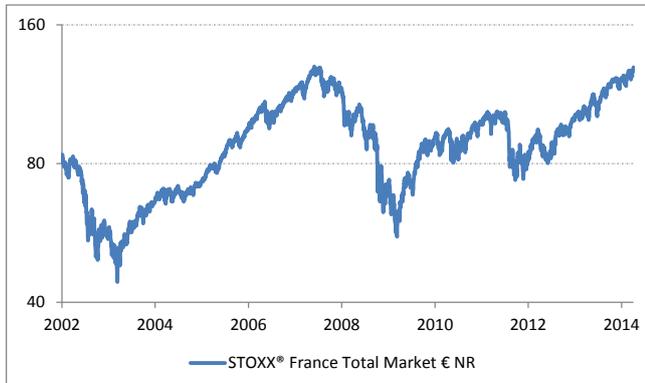
Schwedens Börse ist die Heimat vieler global erfolgreicher Nischenunternehmen. Diese haben sich als besonders prädestiniert erwiesen, Wachstumschancen an internationalen Märkten zu nutzen. Allerdings sind sie kurzfristig anfällig bei weltwirtschaftlichen Einbrüchen wie während der Finanzkrise. Deswegen sollte die Tendenz zur überdurchschnittlichen Performance anhalten, wenn auch nicht unbedingt mit der gleichen Stabilität wie in der Schweiz.

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

## 3) Mittelmaß reicht nicht mehr aus: Frankreich, Großbritannien und die Niederlande

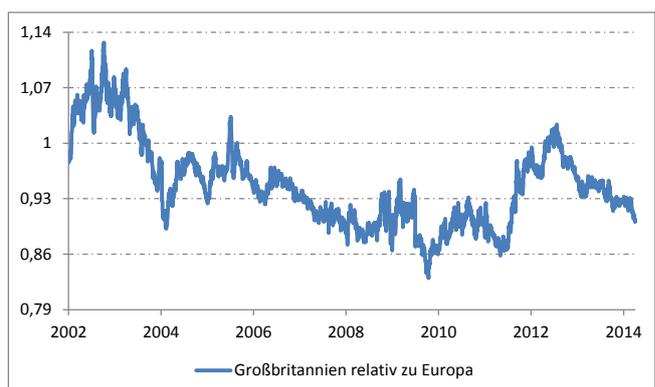
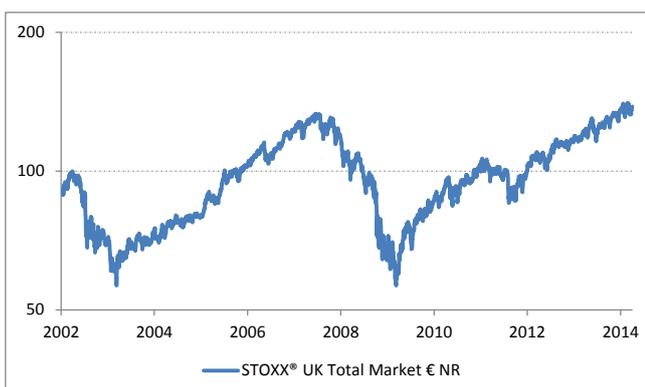
### Frankreich: im Niemandsland



Wenn man sich die Berichterstattung der Wirtschaftspresse ansieht, müsste Frankreich der nächste Absturzkandidat sein: Staatlicher Dirigismus, unkooperative Gewerkschaften etc. scheinen das Land zum Albtraum für jeden Unternehmer zu machen. Dennoch verfügt das Land über einige weltweit außergewöhnlich erfolgreiche Firmen, die diesem Negativbild widersprechen.

Ähnlich wie Deutschland ist der Aktienmarkt Frankreichs gespalten: zwischen global agierenden Top-Unternehmen und ineffizienten Zombie-Firmen, deren politisierte Strukturen nicht mehr zeitgemäß sind. In Frankreich sind die Unterschiede zwischen diesen Unternehmen aber extremer und die Balance in den Börsengewichten ungünstiger als im Nachbarland, was auch im Auseinanderdriften der Börsenentwicklungen sichtbar wird.

### Großbritannien: The Biggest Loser



Mit einer Marktkapitalisierung von derzeit ca. 4.000 Mrd. € hat Großbritannien den größten Aktienmarkt Europas. Sein Volumen ist ungefähr so groß wie bei denjenigen von Deutschland und Frankreich zusammengenommen, obwohl das Sozialprodukt deutlich geringer ist als bei einem dieser Länder. Traditionell ist das Land der Sitz vieler Großkonzerne, die jedoch vielfach die Dynamik ihrer kontinentaleuropäischen Wettbewerber vermissen lassen. Zudem kommen viele dieser Firmen aus dem

# Mit ruhiger Hand

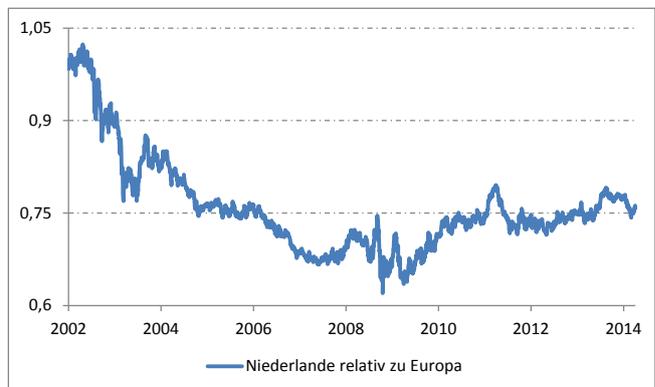
Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Rohstoffbereich, einem Sektor, der ständig steigende Rohstoffpreise für sein dauerhaftes Wohlergehen benötigen würde.

Dienstleistungen sind der Hauptmotor der britischen Wirtschaft. Insbesondere die Finanzindustrie Londons hat sich als entscheidend für das Wachstum erwiesen, was jedoch zu erheblichen Strukturproblemen geführt hat. Insbesondere belastend kann sich auswirken, dass London ein Magnet für Fluchtkapital von ausländischen Superreichen ist. Die hiermit verbundenen Kapitalimporte haben als Nebenwirkung einen hochpreisigen Immobilienmarkt und ein dauerhaft überbewertetes britisches Pfund mit sich gebracht, was den industriellen Sektor benachteiligt. Innovative Nischenunternehmen und Technologiefirmen gibt es zwar auch, sie sind aber im Vergleich zu anderen Ländern unterrepräsentiert.

Mit einer kurzen Unterbrechung durch die Eurokrise befindet sich der britische Aktienmarkt in einer relativen Abwärtsbewegung. Derzeit sieht es nicht danach aus, als ob es sich ändern könnte. Angesichts der Größe und der Tiefe des Marktes gibt viele interessante Unternehmen, die sich als Investment anbieten. Der Gesamtmarkt allerdings erscheint für die Zukunft relativ uninteressant.

## Niederlande: auf der Suche nach der verlorenen Zeit



Oberflächlich betrachtet erfüllen die Niederlande ebenfalls die Bedingungen, die besonders erfolgreiche Nationen Europas auszeichnet: eine wettbewerbsfähige Exportindustrie und relativ solide Staatsfinanzen. Es gibt allerdings zwei, aber entscheidende Unterschiede: 1) die Industriestruktur im Aktienmarktindex spiegelt im Wesentlichen große, relativ ineffiziente Großunternehmen in gesättigten Märkten wieder; sowie 2) machten die Niederlande in den vergangenen Jahren ähnlich wie Spanien oder Irland eine tief greifende Immobilienkrise durch; ohne die europäischen Partnerstaaten um Hilfe bitten zu müssen.

Die Niederlande stehen unter ähnlichem Modernisierungsdruck wie Südeuropa, auch wenn dies weniger offensichtlich ist. Bei einzelnen Unternehmen ist erkennbar, dass sie mit deutschen, schweizerischen oder schwedischen Wettbewerbern mithalten können. Für den gesamten Aktienmarkt gilt dieses jedoch noch nicht.

# 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](mailto:info@long-term-investing.de)

Inhaltlich verantwortlich: Karl-Heinz Thielmann

Weinbrennerstr. 17, D-76135 Karlsruhe

Bildnachweis: Seite 2: Karl-Heinz Thielmann

Für den regelmäßigen Bezug von „Mit ruhiger Hand“ können Sie sich unter [www.Mit-ruhiger-Hand.de](http://www.Mit-ruhiger-Hand.de) anmelden.

## Anhang:

a) Unser System der Unternehmensanalyse:

1. Mit der **qualitativen Analyse** werden Erfolgsfaktoren identifiziert, durch die Unternehmen eine anhaltende Fähigkeit zur Generierung von freiem Cashflow bzw. Überschusskapital haben: Weil sie a) aufgrund von dauerhaften Wettbewerbsvorteilen über eine überdurchschnittliche Marktposition verfügen; b) ein am langfristigen Unternehmenserfolg ausgerichtetes Management haben; c) den Erfolg nicht auf Kosten der Mitarbeiter oder der Umwelt erzielen (Corporate Governance; Nachhaltigkeit) bzw. d) von globalen Megatrends profitieren.
2. **Finanzstatusanalyse**: Bilanz, Gewinn-und-Verlust-Rechnung sowie Cashflow Rechnungen aus den aktuellsten Geschäftsberichte werden mit Bilanzkennzahlen ausgewertet.
3. Die **Bewertungsanalyse** wird auf der Basis eigener Prognosen mittels allgemein anerkannter und weitverbreiteter Methoden der fundamentalen Analyse wie dem DCF-Modell; der Kennzahlenanalyse (insbesondere Kurs-Gewinn-Verhältnis; Dividendenrendite; Kurs-Buchwert; Unternehmenswert zu Umsatz) sowie von Peergroup-Vergleichen durchgeführt.
4. Bei der technischen Analyse untersuchen wir langfristige Trendverläufe sowohl in der absoluten Kursentwicklung wie auch in der relativen Kursentwicklung zu einem Vergleichsindex. Sofern nicht anders bezeichnet, ist für europäische Aktien dieser Vergleichsindex der STOXX® Europe 600 Preisindex; für außereuropäische Aktien der STOXX® Global 1800 Preisindex.
5. Darüber hinaus erfassen wir auch die **Risikofaktoren**, die einem langfristigen Anlageerfolg entgegenstehen. Dabei werden folgende Risiken einzeln bewertet:  
Ausfallrisiko (Renten: das angelegte Geld wird nicht oder nur unvollständig zurückgezahlt; Aktien: Aufgrund von unternehmerischem Misserfolg kommt es zur dauerhaften Wertminderung der Anlage). Die Kriterien für das Ausfallrisiko sind: bei Unternehmen Bonität, Verschuldung (bilanziell und außerbilanziell), freier Cashflow, Produktvielfalt, Marktzutritt-Schranken, etc.; bei Ländern Budgetdefizite, Schattenhaushalte, Leistungsbilanzsalden, Währungssystem, Stabilität.  
Kursrisiko (eine Kapitalanlage kann aufgrund von Kursschwankungen nur zu einem ungünstigen Kurs verkauft werden). Kriterien für das Kursrisiko sind Volatilitätskennzahlen wie die Standardabweichung oder  $\beta$ , etc.

# Mit ruhiger Hand

## Informationen für die langfristige Kapitalanlage

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

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

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

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

### b) Empfehlungssystem:

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

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

Umsatz-, Gewinn- und Dividendenschätzungen basieren auf eigenen Bewertungsmodellen.

Für Kursdaten haben wir eine eigene Datenbank aufgebaut, die - sofern nicht anders angegeben – die amtlichen und um Kapitalmaßnahmen bereinigten Kurse von der jeweiligen Hauptbörse enthält. Hauptbörsen sind: Aktien Deutschland & ETF's: Xetra; Renten: Börse Stuttgart; USA: NYSE bzw. Nasdaq; Niederlande & Frankreich: Euronext; Spanien: Börse Madrid; Italien: Börse Mailand; internationale Technologieaktien: Nasdaq. Bei nicht als ETF's gehandelten Investmentfonds werden die von der KAG veröffentlichten Rücknahmekurse genommen. Volkswirtschaftliche Zeitreihen beziehen wir - sofern nicht anders angegeben - bei der Deutschen Bundesbank und beim IWF. Die Kursdaten für Gold kommen vom World Gold Council (<https://www.gold.org/>).

Finanzanalysen werden vor ihrer Veröffentlichung dem Emittenten normalerweise nicht zugänglich gemacht und danach geändert. Abweichungen von dieser Praxis werden gesondert gekennzeichnet.

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Weitere Quellen für diese Ausgabe:

Christopher Clark: „Die Schlafwandler: Wie Europa in den Ersten Weltkrieg zog“ Deutsche Verlags-Anstalt; München 2013

Die Studien von Elroy Dimson, Paul Marsh und Mike Staunton finden sich bei <https://www.credit-suisse.com/ch/en/news-and-expertise/research/credit-suisse-research-institute/publications.html>

Quellen für den Beitrag über Irlands Immobilienmarkt waren: Central Statistic Office, Ireland, Savills Ireland Investment Market Review & Outlook, März 2014, Colliers Ireland Property Snapshot, Oktober 2013, SCS/IPD Ireland Quarterly Property Index 2013; CSO residential property price index february 2014

<http://www.cso.ie/en/releasesandpublications/er/rppi/residentialpropertypriceindexfebruary2014/#.Uzwa61cVE4c>

2) Zur Erstellung genutzte Bewertungsgrundlagen und Methoden: siehe Seite 22.

3) Das Datum der ersten Veröffentlichung unserer Analysen ist – sofern nicht anders gekennzeichnet – der auf der ersten Seite angegebene Erscheinungstag von „Mit ruhiger Hand“; für diese Ausgabe also der 7.4.2014.

4) 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.

5) Aktualisierungen: Für Aktualisierungen der bestehenden Analysen aus der aktuellen Ausgabe ist kein fester Zeitrahmen vorgesehen und besteht auch keine Verpflichtung.

6) 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: nein
- 3) eine vertragliche Beziehung eingegangen: nein
- 4) an einer Emission oder Sekundärmarktplatzerung eines Finanzinstruments beteiligt: nein

# 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.