

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Nummer 19, 4. November 2013

Die Eskalation der US-Haushaltskrise in den vergangenen Monaten hat auch das Grundverständnis von Staatsanleihen als sicheren Geldanlagen erschüttert. In „**Klartext: Die gefährliche Illusion der Sicherheit**“ wird hinterfragt, was es eigentlich bedeutet, wenn von Sicherheit gesprochen wird. Was ist überhaupt sicher?

Unsere Vorstellung von Sicherheit beruht darauf, dass man sich bestimmte zukünftige Entwicklungen nicht vorstellen kann oder will. Hierbei wird aber i.d.R. unterschätzt, dass Menschen aufgrund von unüberlegtem oder irrationalen Verhalten massive Schäden anrichten können. Vor allem fehlgeleitete Weltverbesserer haben sich bisher als besonders destruktiv erwiesen. Das Verlangen nach Sicherheit bei Investments beruht deswegen auf einer „heilen Welt“-Phantasie. Wer seine Kapitalanlage an ihrer vorgeblichen Sicherheit ausrichtet, kann deshalb nur enttäuscht werden.

Der Beitrag „**Bröckelnde BRICs**“ beschäftigt sich mit den Entwicklungen und Perspektiven in den großen Schwellenländern Brasilien, Russland, Indien und China. Diese Länder standen im vergangenen Jahrzehnt als Wachstumslokomotiven der Weltwirtschaft im Fokus des Interesses vieler Anleger. Nach einer langen Aufschwungphase haben sich bei allen Nationen wirtschaftliche Schwierigkeiten eingestellt, die sich aber sehr unterschiedlich auswirken. China kommt relativ gut durch die Schwächeperiode, während sich Indien wirtschaftspolitische Fehler häufen. Brasilien kämpft mit gravierenden Strukturproblemen, in Russland gibt es vor allem langfristige Gefahren.

Ökonomen vermitteln heute oftmals den Eindruck, dass sie weltfremd und zerstritten sind. Das Essay „**Glanz und Elend der Ökonomie**“ geht den Gründen hierfür nach und setzt sich mit dem inneren Zustand sowie dem öffentlichen Erscheinungsbild der Wirtschaftswissenschaften auseinander.

Vier Hauptursachen werden beschrieben, die für das zweifelhafte Image verantwortlich sind: 1. der mangelnde Austausch mit anderen Wissenschaftsrichtungen und der Wirtschaftspraxis; 2. die einseitige Ausrichtung des Wissenschaftsbetriebes auf amerikanische Spitzenuniversitäten; 3. die unnötige Zerstrittenheit der Ökonomen in wirtschaftspolitischen Fragen; sowie 4. die verzerrte mediale Aufmerksamkeit für ökonomische Aussagen.

In der Analyse „**Wandlungskünstler**“ geht es um Unternehmen, die in ihrer Vergangenheit gezeigt haben, dass sie den Technologiewandel erfolgreich meistern können. Im „**Teil 1: BASF & GKN**“ werden zwei Gesellschaften vorgestellt, die auf 148 bzw. 254 Jahre Firmengeschichte zurückblicken. Beide Firmen waren bereits mehrfach damit konfrontiert, dass ihre bisherigen Kerngeschäftsfelder durch technischen Fortschritt infrage gestellt wurden. Es wird analysiert, wie diese Unternehmen auf die entstandenen Herausforderungen reagiert haben und heute in Hinblick auf die Anforderungen der Zukunft positioniert sind.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Klartext: Die gefährliche Illusion der Sicherheit

Liebe Langfristanleger,

seit einigen Tagen quält eine Horrorvision viele Anleger: Die als am sichersten geltende Anlagen der Welt, „US-Staatsanleihen“, sind ins Gerede gekommen. Die Eskalation im amerikanischen Haushaltsstreit hat das bisher Undenkbare möglich erscheinen lassen: einen Zahlungsausfall des amerikanischen Staates. Ist denn nichts mehr sicher?

Zum einem muss man festhalten, dass sich der bisherige Ruf von Staatsanleihen als „sicher“ vor allem auf das Ausfallrisiko und auf das Liquiditätsrisiko bezog. Ge-



ringe Kursrisiken ging man auch mit ihnen schon immer ein, allerdings in vernachlässigbaren Dimensionen.

Insbesondere in Hinblick auf Inflationsrisiken sind Staatsanleihen aber bereits seit Längerem das Gegenteil von sicher. Man muss schon unter chronischer „Geldillusion“ leiden, um die aktuellen Magerzinsen von Treasuries, Bundesanleihen und britischen Gilts übersehen zu können. Sie werden kaum ausreichen, um die Kaufkraftverluste durch Inflation auszugleichen.

Jetzt ist aber die Sicherheit auch in Hinblick auf das Ausfallrisiko infrage gestellt. Dies hat dramatischere Auswirkungen, als man es sich auf Anhieb denken kann. Nicht nur der Ruf der USA ist in Gefahr. Dass es risikofreie Anlagen gibt, ist eine Grundannahme der

modernen Finanzierungstheorie. Der „risikofreie Zins“ ist ein unverzichtbarer Bestandteil in ökonomischen Modellen, die mit Bewertungen zu tun haben.

Sicherheit ist die Abwesenheit von Überraschungen in der Zukunft. Meistens wird sie mit dem Ausschluss von Negativereignissen verbunden, und deswegen positiv empfunden. Effektiv bedeutet sie aber auch, dass sich nichts verbessern kann.

Grundsätzlich kann man in Hinblick auf die Zukunft vier verschiedene Arten von möglichen Ereignissen unterscheiden:

- Sichere Ereignisse, die auf jeden Fall so wie prognostiziert eintreffen; wie z. B. dass es jeden Morgen wieder hell wird.
- Riskante Ereignisse, bei denen man zwar nicht weiß, ob sie eintreten, denen man aber eine bestimmte mathematische Eintrittswahrscheinlichkeit zuordnen kann; wie z. B. beim Lottogewinn.
- Unsichere Ereignisse, die man sich vorstellen kann, denen man aber keine Eintrittswahrscheinlichkeit zuordnen kann; wie z. B. in negativer Hinsicht Meteoriteneinschläge. Positive Beispiele wären technische Innovationen wie z. B. die Erfindung des Flugzeugs, das schon von Leonardo da Vinci als Möglichkeit gesehen wurde. Allerdings wurden noch 400 Jahre technischen Fortschritts benötigt, bis seine Vision umgesetzt werden konnte.

Inhalt:

Seite 4: Bröckelnde BRICs

Seite 7: Glanz und Elend der Ökonomie

*Seite 13: Wandlungskünstler
Teil 1: BASF & GKN*

Seite 19: Impressum, Anhang

Seite 22: Disclaimer

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

- Ereignisse, die man nicht von vornherein erahnt und die völlig überraschend sind. Negativbeispiele waren z. B. die Terroranschläge vom 11.9.2001. Beispiele in positiver Hinsicht hierfür wären viele unbeabsichtigte medizinische Innovationen wie z. B. die Entdeckung von Penicillin; die aus einer beim Aufräumen vergessenen Schimmelkultur resultierte.

Der Unterschied der vierten Gruppe und den übrigen ist vor allem mit den Grenzen menschlicher Vorstellungskraft begründet. Der Grund dafür, dass wir bestimmte Dinge nicht vorhersehen können – und uns deswegen „sicher“ vor ihnen fühlen – ist schlicht und einfach unsere begrenzte Phantasie. Und insbesondere in einer Hinsicht versagt diese immer wieder: In Voraussagen über destruktives oder dummes Verhalten anderer Menschen. Viele Dinge, die sicher erscheinen, tun dies nur, weil ihre Sicherheit vom rationalen Handeln der beteiligten Personen abhängt. Hiervon automatisch auszugeben wäre aber fatal. Schon Albert Einstein hatte erkannt: „Zwei Dinge sind unendlich, das Universum und die menschliche Dummheit, aber bei dem Universum bin ich mir noch nicht ganz sicher.“ Der Budgetstreit in den USA hat wieder einmal gezeigt, wie recht er hatte.

Alan Greenspan hatte einmal postuliert, dass US-Staatsanleihen deswegen sicher sind, weil der Staat das Geld, mit dem sie zurückgezahlt werden, im Notfall selbst drucken kann. Womit Greenspan nicht gerechnet hatte, war, dass eine kleine Gruppe ideologisch verborderter Gestalten den Staat total blockieren kann. Dabei ist die Geschichte voll von Beispielen, dass fehlgeleitete Weltverbesserer enormen Schaden anrichten, wie z. B. die Terrorwelle von islamistischen Fundamentalisten unlängst eindrücklich demonstriert hat. „Der Weg zur Hölle ist mit guten Vorsätzen gepflastert“ sagt schon ein altes Sprichwort. Gerade diejenigen, die sich im Besitz der absoluten Wahrheit für eine bessere Welt wähnen, sind fast völlig lernunfähig, was sie zur Gefahr für jede Vorstellung von „Sicherheit“ macht.

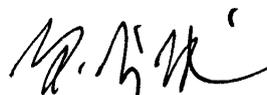
Vor ein paar Jahren konnte man sich keine Selbstmordterroristen vorstellen. Inzwischen hat man sich daran gewöhnt. In den vergangenen Wochen mussten wir uns daran gewöhnen, dass auch in urdemokratischen Staaten gewählte Volksvertreter bereit sind, zur Durchsetzung ihrer Prinzipien alles zu riskieren. Die Wahrnehmung von Sicherheit resultiert vor allem daraus, dass wir uns Irrsinnstaten nicht vorstellen können.

An dieser Stelle sollte man auch nicht vergessen zu erwähnen, dass wir uns 68 Jahre nach Hiroshima zwar auch keinen Atomkrieg mehr vorstellen können, dieser aber nach wie vor möglich ist. Die Arsenale der ehemaligen Supermächte sind aber nach wie voll mit Waffen, welche jede über primitive Bakterien hinausgehende Form des Lebens auf dieser Erde vollständig vernichten könnten. Dass dies bisher nicht passiert ist, hängt nur damit zusammen, dass sich die Politiker der Atomkräfte bisher „vernünftig“ verhielten.

Sicherheit ist eine Illusion. Ihre Idee beruht auf unserer mangelnden Vorstellungskraft; insbesondere in Hinblick auf Handlungen dummer oder irrationaler Menschen. Deswegen muss man nicht paranoid werden und aufgrund der Gemengelage von Klimawandel, Atomwaffen, Islamisten, Tea Party etc. den baldigen Weltuntergang erwarten. Allerdings darf man die Unwägbarkeiten dieser Welt nicht verdrängen. Wer sich der Gefahren bewusst ist, kann Gegenmaßnahmen ergreifen; nur wer sich in Sicherheit wiegt, wird böse überrascht.

Die Suche nach Sicherheit gleicht der Jagd nach einem Phantasma. Sichere Investments gibt es nur im Friede-Freude-Eierkuchen-Land. Wer sie verlangt, investiert falsch und wird zwangsläufig enttäuscht: Bestenfalls durch zu schlechte Renditen, schlimmstenfalls aufgrund von hohen Verlusten durch versteckte Risiken.

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



Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Bröckelnde BRICs

Von Karl-Heinz Thielmann

Vor drei Jahren braute sich an den internationalen Kapitalmärkten ein Gewitter zusammen. Das Schlimmste der Finanzkrise schien zwar überstanden, aber für die westlichen Volkswirtschaften verdüsterten sich die Aussichten schon wieder. In Europa war Griechenland quasi bankrott; Irland gerade unter den Rettungsschirm geschlüpft, und bei Portugal war klar, dass das Land bald folgen musste. In den USA hatte Obama seine Gesundheitsreform durchgedrückt, aber leider die Gegenfinanzierung vergessen. Zudem hatte im Mai der sogenannte „Flash Crash“ für zusätzliche Verunsicherung gesorgt, als der US-Aktienmarkt innerhalb von 10 Minuten um mehr als 10% einbrach, ohne dass im Nachhinein überzeugend geklärt werden konnte, warum.

Schon damals gab es viele Pessimisten, aber es ist noch viel schlimmer gekommen, als sie damals geahnt haben: In Europa rutschen auch mit Spanien und Italien zwei ökonomische Schwergewichte tief in die Rezession. Die Uneinigkeit der europäischen Spitzenpolitiker blockierte eine abgestimmte Krisenpolitik, nur die EZB verhinderte mit ihren Interventionen Schlimmstes. In den USA führte der Konflikt um die Gesundheitsreform zu einer ideologischen Verhärtung der politischen Fronten, die bis heute eine Lösung der Defizitproblematik unmöglich macht.

Dass die Lage für die Weltwirtschaft nicht aussichtslos wurde, hatte vor allem mit einem Faktor zu tun: die anhaltende Stärke der großen Schwellenländer Brasilien, Russland, Indien und China, die gerne mit dem Kürzel BRIC zusammengefasst werden. Trotz aller Unterschiede hatten diese Länder folgende Gemeinsamkeiten: Sie profitierten wirtschaftlich von der immer weiter voranschreitenden Globalisierung; und Triebkraft für ihr Wachstum war vor allem der Nachholbedarf gegenüber den etablierten Industrienationen. Und weil beide positiven Faktoren lange weiter gültig sein sollten, schien kein Ende dieser Entwicklung abzusehen.

Die Konsequenz für viele Anleger schien klar: Kapital wurde aus den USA und Europa abgezogen und in den Finanzmärkten der Schwellenländer investiert. In den Jahren danach erlebten diese Investoren jedoch eine böse Überraschung: Während sich die etablierten Börsen trotz schlechter Nachrichtenlage wieder berappeln konnten, enttäuschten die BRICs gleich zweifach: Einerseits konnten sie die Wachstumserwartungen nicht erfüllen; andererseits gaben auch die Kurse bei den Aktien wieder nach. Insbesondere in Indien und Brasilien, wo es vorher hohe Kursgewinne gegeben hatte, brachen die Notierungen ein.

	Kaufkraftadjustiertes BIP pro Kopf *)		Börsenperformance netto in € (**)	
	2012 in % des deut. Wertes	Zuwachs seit 2002 in US\$	31.12.2002 bis 31.12.2010	31.12.2010 bis 31.10.2013
USA	124%	9%	40%	42%
Schweden	127%	19%	209%	28%
Deutschland	100%	13%	125%	23%
Schweiz	113%	9%	104%	37%
Brasilien	30%	30%	473%	-28%
China	23%	177%	192%	-11%
Indien	10%	86%	499%	-27%
Russland	44%	67%	167%	-13%

*) Quelle: tradingeconomics.com für US\$-Werte; eigene Umrechnung in €

***) berechnet auf Basis der STOXX® Total Market € Net Return Indizes; Quelle stox.com

Der erste ganz banale Grund hierfür ist, dass auch für Schwellenländer, die aufgrund von Nachholbedarf überdurchschnittlich wachsen, der Konjunkturzyklus genauso funktioniert wie in anderen Nationen auch. Nach der starken Aufschwungphase ist es ganz normal, wenn das Wachstum mal Pause macht.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Dennoch gibt es einige Faktoren, die die Situation verschärfen und längerfristige Gefahren mit sich bringen:

- Alle Länder haben schwerwiegende Corporate Governance Probleme, was sich u.a. darin ausdrückt, dass die BRIC-Staaten im Korruptionsindex von Transparency International relativ schlecht abschneiden. Diese Schwierigkeiten haben vor allem zwei Ausprägungsformen: a) soziale Konflikte, weil die Länder von korrupten Eliten dominiert werden, die die Früchte des Aufschwungs vor allem sich selbst zugeschanzt haben; sowie b) fehlende Rechtssicherheit für Investoren. Insbesondere Ausländer werden immer wieder massiv diskriminiert, sowohl Direktinvestoren als auch Minderheitsaktionäre von börsennotierten Gesellschaften.

	Korruptionsranking 2012 *)	Leistungsbilanz- saldo in % BIP **)	Verbaucherpreise ggü. Vorjahr aktuell ***)
USA	19	-3,0%	1,50%
Schweden	4	7,2%	0,10%
Deutschland	13	6,3%	1,40%
Schweiz	6	13,5%	-0,10%
Brasilien	69	-2,4%	6,10%
China	80	2,3%	3,10%
Indien	94	-4,6%	10,80%
Russland	133	4,8%	6,40%

*) CPI Corruption Perception Index, Quelle Transparency International

**) Quelle: tradingeconomics.com

***) neueste offizielle Zahl, entweder Juli, Aug. oder Sep. 2013; Quelle IWF

- Die Leistungsbilanzen haben sich bei allen Ländern in den vergangenen Jahren deutlich verschlechtert. In Russland und China war dies relativ gut zu verkraften, da beide Länder vorher hohe Überschüsse hatten. Brasilien und Indien hingegen rutschten in eine Defizitposition und sind von ausländischen Kapitalimporten abhängig. Insbesondere bei Indien hat die Negativdynamik durch eine fortschreitende Verschlechterung der Außenhandelsposition bedenklich zugenommen.
- In allen Ländern ist die Inflation hartnäckig, lediglich China konnte die Preissteigerungen in den vergangenen Jahren erfolgreich eindämmen.
- Mit Ausnahme von China haben die BRIC-Staaten während des Aufschwungs den Aufbau der Infrastruktur sträflich vernachlässigt. Dies rächt sich jetzt, weil das Wachstum unnötig behindert wird.

Lichtblick unter den vier Staaten ist vor allem China. Die chinesische Regierung hat bisher relativ erfolgreich versucht, die nachlassende Wirtschaftsdynamik aufzufangen. Sie hatte sich schon rechtzeitig auf ein schwächeres Wachstum eingestellt und den Fokus ihrer Politik von der Exportförderung zur Binnenkonjunktur verschoben. Dennoch darf nicht übersehen werden, dass die Staatsinterventionen in China auch ein mikroökonomisches Problem geschaffen haben: Durch Subventionen wurden massive Anreize für eine Fehlallokation der Ressourcen kreiert. Es ist völlig unklar, in welchem Umfang Banken aus politischen Gründen unrentable Projekte finanziert haben und ob dies zu faulen Krediten führen wird. Nichtsdestotrotz scheint das „Soft-Landing“ für die Konjunktur bisher zu gelingen.

Trotz einer führenden Position im Bergbau und bei der Produktion von Sojabohnen hat Brasilien in den letzten Jahren erstaunlich wenig vom globalen Rohstoffboom profitiert. Engpässe bei der Infrastruktur, soziale Unruhen in Zusammenhang mit dem Confederations Cup sowie der Kollaps des Industrieimperiums von Milliardär Eike Batista wegen Überschuldung zeigen, dass hier nach wie vor grundlegende strukturelle Probleme bestehen, die von der Politik bisher nicht angegangen wurden. Grundlegende Reformen sind notwendig, auch wenn diese einen schmerzhaften Anpassungsprozess mit sich bringen. Ansonsten ist ein Abgleiten in eine größere Krise nicht auszuschließen.

Russland hat von allen BRIC-Ländern kurzfristig die besten Aussichten, ist längerfristig aber am stärksten gefährdet. Gegenwärtig geben die hohen Einnahmen aus Rohstoffexporten dem Land ein sicheres Polster, um mögliche Turbulenzen durchzustehen. Diese Gelder werden aber nicht investiert, sondern im Wesentlichen konsumtiv vergeudet. Ein Teil fließt als Fluchtgeld ins Ausland zurück und wird auf Offshore-Konten geparkt.

Mit ruhiger Hand

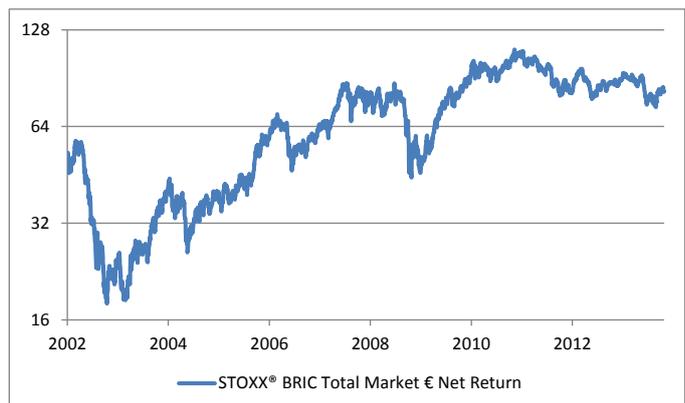
Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Hinzu kommt noch der „Brain Drain“: ein nicht enden wollender Exodus von russischen Fachkräften, Intellektuellen und Unternehmern, die im Westen bessere Chancen für sich erhoffen. Risikofaktor für Russland ist vor allem, wenn durch Fracking die USA und andere Länder mit billigem Erdgas zur Konkurrenz auf dem Energiemarkt aufsteigen.

Relativ desolat ist die Situation in Indien. Zwar gilt das Land aufgrund des hohen Bevölkerungswachstums, des noch größten Nachholbedarfs und eines relativ hohen Bildungsstandes als dasjenige mit dem höchsten langfristigen Potenzial. Kurzfristig jedoch ist das Bild düster: Ca. 2/3 der Bevölkerung leben von weniger als 2 US\$ am Tag und sind damit sehr arm. Ohne hohe Wachstumsraten wird diesen Menschen nicht zu helfen sein. Dennoch hat sich in den letzten Jahren eine populistische Wirtschaftspolitik durchgesetzt, die durch willkürliche Interventionen geprägt war und insbesondere ausländische Investoren angriff. Die Folgen sind fatal: Die Inflation ist außer Kontrolle, die Infrastruktur verkommt noch mehr, der an sich schon defizitäre Staatshaushalt wird durch Wahlgeschenke belastet. Eine Strukturanpassungskrise erscheint unvermeidlich.

Alles in allem spricht derzeit wenig für ein langfristiges Engagement in den Aktienmärkten der BRIC-Staaten. Lediglich in China scheint die Wirtschaftslage einigermaßen unter Kontrolle zu sein. Allerdings haben gerade hier ausländische Aktionäre lernen müssen, dass hohes Wirtschaftswachstum in einem Land mit schlechter Corporate Governance nichts mit Aktienperformance zu tun haben muss, ganz im Gegenteil.

In Russland und Brasilien ist die Situation bestenfalls als unklar zu bezeichnen. Indien ist schwer angeschlagen, hier muss man mit einem größeren Einbruch rechnen. Problematisch könnte sich an den Börsen auswirken, wenn globale Aktienfonds, die auf der Suche nach Schwellenländeranlagen in dem letzten Jahrzehnt die Kurse nach oben getrieben haben, wieder auf die Idee kommen, auszusteigen. Vielleicht ergibt sich dann auch wieder die eine oder andere antizyklische Kaufgelegenheit, heutzutage ist es dafür aber noch viel zu früh.



Soll man jetzt die BRIC-Staaten für Aktien-Investments ganz vergessen? Nein, man sollte die Möglichkeit nutzen, die auch in den letzten Jahren relativ erfolg versprechend war: Anlagen in europäischen oder nordamerikanischen Unternehmen, die gerade in Schwellenländern besonders erfolgreich tätig sind und sich auf die regionalen Besonderheiten eingestellt haben. Hierzu zählen beispielsweise viele Titel aus Deutschland, Schweden oder der Schweiz. Dann hat man wenig Probleme mit schlechter Corporate Governance, anderen Störfaktoren wie Politik, Inflation etc. betreffen nur indirekt.

Eines sollte man aber immer bedenken: Hohe Wachstumserwartungen, wie sie sie vor Jahren für die BRICs formuliert wurden, sind immer Begleiterscheinung von Spekulationsblasen, und die kehren gerade in Schwellenländern in erschreckender Regelmäßigkeit wieder. Erstmalig geschah dies 1825; vor der aktuellen Misere gab es in den 80er Jahren eine Schuldenkrise in Lateinamerika und in den 90ern die Russland- und Asienkrise. Nur wenn Länder wie z. B. Süd-Korea nach dem Einbruch 1998 tief greifende marktwirtschaftliche Reformen durchführen, haben sie langfristig eine Chance, aus dem „Boom-Bust-Zyklus“ auszubrechen. Ob die BRIC-Staaten hierzu auch bereit sind, wird sich erst zeigen.

Glanz und Elend der Ökonomie

Von Karl-Heinz Thielmann

Wirtschaftswissenschaftler haben heutzutage einen schlechten Ruf. Nicht nur, dass fast alle mit ihren Konjunkturprognosen ständig schief liegen. Sie haben weder die Finanzkrise noch die Eurokrise vorhergesehen. Die meisten haben diese schwerwiegenden Probleme noch nicht einmal erahnt. Auch andere Entwicklungen wie der Aufstieg der Schwellenländer wurden zumeist erst nachträglich zur Kenntnis genommen.

Aber nicht nur, dass es mit den Prognosen nicht so richtig klappen will, bei der Analyse von Ursachen und Konsequenzen von wirtschaftlichen Entwicklungen zeigen die Vertreter der Zunft ein selten zerstrittenes Bild. Ein neutraler Beobachter kann schnell den Eindruck bekommen, dass die Ökonomie ein Panoptikum ist, aus dem sich Interessengruppen oder Vertreter bestimmter Ideologien die richtigen Argumente aussuchen können, aber keine objektive Wissenschaft.

Unterstützt wird der negative Eindruck von noch der Rolle, die man den Ökonomen in der modernen Medienwelt zudedacht hat: diejenige der Spaßbremse. Falls in Informationssendungen ein mahnender Experte gebraucht wird, der glaubwürdig versichert, dass alles Böse enden wird, nimmt man einen Ökonomen. Wenn man in Fernsehtalkshows einen völlig humorfreien Teilnehmer braucht, der ständig den belehrenden Zeigefinger hebt, lädt man einen Ökonomen ein. Wenn man will, dass sich in einer Talkshow zwei Diskutanten gegenseitig der kompletten Inkompetenz bezichtigen, lädt man zwei Ökonomen unterschiedlicher Lager ein.

Woran liegt dieses augenscheinliche Elend der heutigen Ökonomie? Ist der Zustand dieser Wissenschaft wirklich so erbärmlich oder unterliegt die Öffentlichkeit einem Zerrbild?

Vor wenigen Jahrzehnten jedenfalls war die Ökonomie noch eine hoch angesehene Wissenschaft, deren Vordenker als herausragende Menschen bewundert wurden. Adam Smith, John Maynard Keynes, Nikolai Kondratjew, Friedrich von Hayek, Joseph Schumpeter und viele andere mehr; sie alle galten als bewundernswerte Geistesgrößen, die Grundlegendes zum Verständnis von Wirtschaft und Gesellschaft beigetragen haben. Was hat dann den beispiellosen Absturz der Wirtschaftswissenschaften in der öffentlichen Wahrnehmung bewirkt?

Für mich hat das fragwürdige Erscheinungsbild der Ökonomie heutzutage vor allem vier Ursachen:

1. der mangelnde Austausch mit anderen Wissenschaftsrichtungen und der Wirtschaftspraxis;
2. die einseitige Ausrichtung des Wissenschaftsbetriebes auf amerikanische Spitzenuniversitäten;
3. die unnötige Zerstrittenheit der Ökonomen in wirtschaftspolitischen Fragen;
4. die verzerrte mediale Aufmerksamkeit für ökonomische Aussagen.

1. Die Ökonomie, die Praxis und die übrige Wissenschaft

Eine viel beklagte Ursache für das große Elend der Ökonomie ist die Mathematisierung dieser Wissenschaft. Sie begann in den 50er Jahren getrieben von einer zunehmenden Orientierung an den scheinbar so präzisen Naturwissenschaften: Eine Formalisierung sollte den Aufstieg zur seriösen Wissenschaft bewirken. An sich wäre gegen die Verwendung der Mathematik nichts einzuwenden, sollte doch der Umgang mit mathematischen Formeln das logische Denken schärfen. Eine Nebenwirkung der Mathematisierung war aber auch eine zunehmende Abgrenzung zu anderen Sozialwissenschaften, die auf einmal zu unpräzise erschienen. Ökonomen begannen alles, was sich nicht in Formeln pressen ließ, nicht mehr ernst zu nehmen. Damit unterlief ih-

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

nen aber ein entscheidender Fehler: Indem die Formalisierung wichtiger wurde als die Inhalte, bewegte die Ökonomie sich unaufhaltsam von der Realität weg. Dies wiederum bewirkte, dass eine Abkoppelung weiter Teile der Forschung von der wirtschaftlichen Praxis stattfand und die Wissenschaftler sich im Elfenbeinturm isolierten.

Als besonders fatal hat sich dabei das Postulat von Milton Friedman erwiesen, dass in ökonomischen Modellen unrealistische Annahmen erlaubt sind, wenn dies zu aussagekräftigen Ergebnissen führt. Dies hat dann als perfekte Ausrede für allen möglichen Kokolores gedient, mit dem viele Ökonomen ihre Wissenschaft dann vor allem als „l'Art pour l'Art“ betrieben.

Inzwischen ist die Entwicklung teilweise umgekehrt. Durch Behavioural Finance und experimentelle Ökonomie hat insbesondere die Psychologie Einzug in die ökonomische Forschung gehalten. Andere Richtungen, wie z. B. die Wirtschaftssoziologie, werden aber nach wie vor von den meisten Ökonomen naserümpfend ignoriert, obwohl gerade hier Fortschritte in Hinblick auf ein tieferes Verständnis von konkreten wirtschaftlichen Problemen wie z. B. der letzten Finanzkrise zu erwarten sind.

Verbesserungsfähig ist insbesondere auch der Gedankenaustausch mit der Praxis. Kontakte zwischen Wissenschaft und Praxis finden heute vor allem statt, wenn der Vertreter einer Interessengruppe einen Ökonomen sucht, der sowieso schon die erwünschte Meinung vertritt. Die meisten Wissenschaftler selbst haben ein auffälliges Desinteresse an Gesprächen mit Praktikern, es sei den, sie vermuten einen Sponsor für Forschungsgelder. Dass diese Konstellation einer objektiven und innovativen Wissenschaft nicht gerade förderlich ist, versteht sich von selbst.

2. Der amerikanische Herrenklub der Spitzenökonomien

Wenn alljährlich der Nobelpreis für Ökonomie vergeben wird, sind die Namen zwar ungewiss, eine Prognose hat sich aber bisher als relativ sicher erwiesen: Es handelt sich um einen älteren Herren weißer Hautfarbe, der an einer amerikanischen Spitzenuniversität entweder tätig ist oder tätig war.

Wie in keiner anderen Wissenschaft gibt es in der Ökonomie eine Dominanz von Forschern einiger weniger amerikanischer Universitäten. Kurioserweise bezieht sich diese Dominanz nicht nur auf den Mainstream. Selbst die wichtigsten originellen Denker, die vom Mainstream abweichen (wie z. B. Steven D. Levitt mit seinen Freakonomics), sind an einer führenden US-Institution beschäftigt.

Diese Entwicklung hängt nicht zuletzt damit zusammen, dass heutzutage der Erfolg eines Wissenschaftlers daran gemessen wird, ob er in renommierten Fachzeitschriften publiziert und wie oft er dann zitiert wird. Die Auswahl der Artikel erfolgt in einem sogenannten Review-Verfahren, in dem etablierte Wissenschaftler die eingehenden Beiträge bewerten und gegebenenfalls Revisionen fordern. Insofern scheint vor allem ein Rezept Erfolg versprechend, um Karriere zu machen: Man muss a) Artikel veröffentlichen, die von einem bereits relativ breit erforschten Thema handeln; denn sonst ist die Gefahr zu groß, dass man keinen Reviewer findet und später zu selten zitiert wird; und b) der Artikel muss so formuliert sein, dass er potenziellen Reviewern möglichst gut gefällt. Da die Reviewer i.d.R. etablierte Ökonomieprofessoren sind, wird Letzteres dadurch erreicht, dass sich der Beitrag weitestgehend am bereits veröffentlichten ökonomischen Mainstream orientiert, also am besten nicht mit neuen Ideen eine Zurückweisung riskiert. „Keine Experimente“ ist aber ein offensichtlich ungeeignetes Motto für Forscher. Fachidioten hingegen, die bereits bekannte Inhalte neu verpacken, sind hingegen die Gewinner eines solchen Mechanismus.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Eine Veröffentlichung abseits des Mainstreams kann sich eigentlich nur ein Forscher leisten, der bereits eine etablierte Position hat und deshalb gedruckt wird, egal was er schreibt. Dies sind aber i. d. R. nur Forscher an den US-Topunis. Insofern erscheint logisch, dass US-Bildungsinstitutionen sowohl den Mainstream wie auch den Nichtmainstream beherrschen.

Ein weiterer innovationsfeindlicher Faktor in der Ökonomie ist, dass sich viele Universitäten und Forschungseinrichtungen zu kafkaesken Systemen mit sinnentleerten bürokratischen Ritualen entwickelt haben. Viele Professoren streben ihr Amt nur an, um die Privilegien von Berufsbeamten genießen zu dürfen. Wenn diese dann darüber entscheiden, was wissenschaftlicher Fortschritt ist und was nicht, ist klar, dass nichts Originelles dabei herauskommen kann. Gegenwärtig gilt insbesondere interdisziplinäres Arbeiten (also gedanklicher Austausch zwischen unterschiedlichen Wissenschaftsrichtungen) noch als Karrierekiller, da es die klare Einordnung in fachspezifische Denkschemata erschwert. Auch hier werden Fachidioten bevorzugt, die vor allem schon bekannte Inhalte reproduzieren, weil sie sich so schön einfach einordnen lassen.

Konsequenz ist, dass nur das als Fortschritt eingestuft wird, was in bisherige Denkmuster hineinpasst; aber nicht, was neu und innovativ ist. Ausnahmen sind auch hier wieder einige englischsprachige Eliteunis, deren relativ offene Diskussionskultur es doch manchmal ermöglicht, kreative Querdenker hervorzubringen. Auch dies ist ein Grund, warum gerade die Denkfabriken des Mainstreams auch die Vordenker des Nichtmainstreams hervorbringen.

3. Ökonomie als Hahnenkampf

Raghuram Rajan, heute Chef der Notenbank Indiens und davor Finanzprofessor in Chicago, beklagte sich im August dieses Jahres in einem weit beachteten Artikel über den „paranoiden Stil“, der in ökonomischen Debatten Einzug gehalten habe. Als Beispiel führte er die verletzende persönliche Kritik des Nobelpreisträgers Paul Krugman an Ken Rogoff und Carmen Reinhart an, bei denen in einen vormals als bahnbrechend angesehenen Artikel schwere statistische Mängel bemerkt worden waren.

Raghuram Rajan hat recht: Gerade Ökonomen, die von der Öffentlichkeit stark wahrgenommen werden wie Paul Krugman, vermitteln immer mehr den Eindruck von paranoiden Egozentrikern. Dies gilt auch für den Kontrahenten Rogoff, der sich inzwischen gerne öffentlich als Opfer einer Verschwörung selbst bemitleidet. Vielleicht hängt dies mag mit den Mechanismen des Medienbetriebes zusammen, nach denen nur noch derjenige mit Aufmerksamkeit bedacht wird, der am lautesten „Skandal“ schreit. Hierzu mehr im folgenden Abschnitt. Wenn sich Ökonomen auf der Jagd nach Publicity zum lauten Poltern verführen lassen, schadet dies aber letztlich nur dem Ruf der Wissenschaft und ihrer Vertreter. Dies ist insbesondere bei Paul Krugman sehr schade, dem wir schon viele wichtige und auch innovative Einsichten verdanken.

Als insbesondere ärgerlich hat sich das Gezänk der Ökonomen in Hinblick auf die richtige Wirtschaftspolitik bei den jüngsten Problemen erwiesen, wie unlängst wieder bei der Eurokrise. Marktliberale und keynesianisch geprägte Ökonomen bekämpften sich erbittert im Streit um die richtige Therapie. Jeder hatte ein Patentrezept, und dieses war anders als die anderen. Insofern wurden auch diejenigen, die eine andere Meinung hatten, immer als komplette Idioten dargestellt.

Bei dem ganzen Streit war leider in den Hintergrund getreten, worum es bei guter Wirtschaftspolitik eigentlich geht: um Vertrauen in die Zukunft. Denn das Vertrauen von Investoren und Konsumenten in die Zukunft ist zentral für die wirtschaftliche Entwicklung. Nur wer das richtige Maß an Vertrauen hat, investiert produktiv und konsumiert die angemessene Menge an Gütern. Zuviel Vertrauen ist allerdings genau so schädlich wie zu

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

wenig. Übermäßiger Optimismus verleitet zu exzessiven Ausgaben und Überschuldung, zu starker Pessimismus hat ein Verharren in der Depression zur Folge.

Der Kerngedanke liberaler Wirtschaftspolitik von Adam Smith bis zu von Hayek ist, dass der Staat Vertrauen durch einen stabilen Rahmen schafft, in dem die Bürger frei ihren wirtschaftlichen Aktivitäten nachgehen können. Insbesondere von Hayek thematisierte die Konsequenzen, wenn der Staat z. B. durch lockere Geldpolitik zu viel Vertrauen erzeugt. Der Kerngedanke keynesianisch geprägter interventionistischer Wirtschaftspolitik ist, dass der Staat Vertrauen schafft, indem er dann eingreifen soll, wenn der Markt versagt, d. h. nicht von selbst zu optimalen Ergebnissen kommt. Beide Grundideen stehen für mich nicht im Widerspruch, da sie offensichtlich unterschiedliche Sachverhalte beschreiben: Die Liberalen behandeln die Fragestellung, wie man zu optimalen Ergebnissen kommt, wenn die Bedingungen für freie Marktwirtschaft erfüllt sind, die Interventionisten behandeln die Frage, was man machen muss, wenn die Erfolgsvoraussetzungen für freie Märkte verletzt sind. Warum also das wutentbrannte aneinander vorbeireden?

Leider tragen zerstrittene Ökonomen nicht gerade zur Vertrauensbildung bei. Trotzdem tobt der Kampf der Anhänger beider Lager nach wie vor erbittert. Dies mag mit zwei Faktoren zusammenhängen:

- Beide Richtungen lassen sich prima für die Zwecke von Sonderinteressengruppen zweckentfremden. Wer Marktmacht hat und diese missbraucht, singt gerne das Loblied des freien Marktes, selbst wenn dieses in seinem Fall unzutreffend ist. Bürokraten hingegen haben ein großes Interesse an Interventionen, selbst wenn diese im Gesamtergebnis eher schaden, und bemühen die Ökonomie gerne als Ausrede für überflüssige staatliche Eingriffe. Leider lassen sich Ökonomen immer wieder gerne für die eine oder die andere Sache instrumentalisieren.
- Die Anhänger beider Lager haben eine verzerrte Wahrnehmung bezüglich der Vorteile und Nachteile der jeweiligen Konzepte. Dabei vergessen sie, dass ökonomische Aussagen immer nur in Zusammenhang mit bestimmten Annahmen gelten. Wer als Ökonom aber darauf beharrt, dass die von ihm vertretene Richtung nicht nur situationsspezifische Lösungen liefert, sondern als Patentrezept für alle Weltprobleme propagiert, macht sich insgesamt unglaubwürdig.

Wenn die Streitereien der Ökonomen überhaupt zu etwas beigetragen haben, dann dazu, dass das Vertrauen in die Zukunft eher noch weiter abgenommen hat. Während die ersten beiden Gründe für den Niedergang der Ökonomie vor allem als Effizienzmängel angesehen werden können, ist das Gezänk regelrecht gefährlich; sowohl für die Wissenschaft wie auch für die Gesellschaft: Den eine nicht mehr Ernst genommene Ökonomie wird selbst dann nicht mehr beachtet, wenn sie einmal recht hat; was dann sogar Schaden anrichten kann.

4. Ökonomie als Medieninszenierung

Die vorangegangenen Zeilen mögen vielleicht den Eindruck vermittelt haben, dass es keinen Fortschritt in der Ökonomie gegeben habe. Dies wäre jedoch zu undifferenziert. Es hat gerade in den letzten Jahren viele interessante Entwicklungen in den Wirtschaftswissenschaften gegeben, nur hat kaum jemand davon etwas bemerkt. Dies hängt einerseits damit zusammen, dass sich zwar die meisten Ökonomen dem Mainstream und den Mechanismen des Wissenschaftsbetriebes unterordnen, aber beileibe nicht alle. Abseits des Einheitsbreis der Top-Journals gibt es viele bemerkenswerte Forschungsergebnisse, man muss nur intensiv suchen, um sie zu finden.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Viel schwerwiegender für das öffentliche Zerrbild dürfte allerdings sein, dass sich das Medieninteresse sehr einseitig auf die „Kampfökonom“ konzentriert, die versuchen, mit extremen Aussagen Publicity zu generieren. In einer Mediengesellschaft, in der Wettstreit um öffentliche Aufmerksamkeit eine differenzierte Berichterstattung immer weiter zurückdrängt, brauchen Journalisten Lieferanten von Schockeffekten. Seriös aussehende Experten mit verstörenden Prognosen eignen sich besonders gut für diese Rolle. Beliebt hierfür sind Volkswirte, die Katastrophenszenarien entwerfen wie z. B. „Dr. Doom“ Nouriel Roubini. Seine deutschen Kollegen, die in den letzten Jahren die Eurokrise zur Entwicklung von apokalyptischen Visionen genutzt haben, möchte ich an dieser Stelle nicht namentlich erwähnen. Großes Medienecho finden aber auch diejenigen Wissenschaftler, die sich bei der Kritik gegenüber ihren Berufskollegen oder Politikern im Ton vergreifen, wie in dem schon angesprochenen Beispiel Paul Krugman gegenüber Ken Rogoff und Carmen Reinhart.

Wenn dann in der Öffentlichkeit das Bild von Ökonomen als geifernden Besserwissern entsteht und keiner sie mehr für seriöse Wissenschaftler hält, ist es nicht erstaunlich, aber sehr schade. Jeder Volkswirt, der sich zum Komplizen eines auf Sensationsgier ausgerichteten Medienbetriebs macht, sollte bedenken, was er anrichtet.

Doch was müsste sich ändern?

In der Presse war schon öfters die Forderung nach einer „neuen Ökonomie“ zu lesen. George Soros hat eigens zu diesem Zweck das „Institute for New Economic Thinking“ (INET) gegründet. Ich halte ehrlich gesagt wenig von diesem Ansatz. Keiner weiß, wie eine neue Ökonomie tatsächlich aussehen soll. Zudem hat die „alte Ökonomie“ ja auch vieles Gute hervorgebracht. Wer auf die Website des INET geht, stößt auf das bekannte Problem: Ein kleiner Kreis von Forscher dominiert, die von englischsprachigen Eliteunis geprägt sind, ihre Texte sind Variationen bereits hinlänglich behandelter Themen. Die neue Ökonomie von George Soros ist lediglich anders verpackte alte Ökonomie. Dies ist aber keine Lösung für die angesprochenen Probleme.

Edward Fullbrook, Direktor der World Economics Association und prominenter Kritiker der etablierten Ökonomie, hat schon vor Längerem die Forderung erhoben, dass die Wirtschaftswissenschaften eine Methodenvielfalt wie in der modernen Physik zulassen. Diese begnügt sich damit, dass ihre Theorien keine Weltbilder vermitteln, sondern jeweils nur ganz konkrete Probleme erklären, während akzeptiert wird, dass diese Ansätze sich nicht zur Klärung anderer Sachverhalte eignen. Fullbrocks Vorschlag erscheint auf den ersten Blick als logischer Schritt, ist aber durchaus tückisch. Denn die Orientierung an den Naturwissenschaften ist eine zweischneidige Sache. Dort gibt es auch einen fragwürdigen Wettbewerb um Anerkennung durch Veröffentlichungen in Top-Journals, allerdings mit anderen Konsequenzen. Zwar wird nicht immer wieder das Gleiche in neuer Form reproduziert. Dafür werden zunehmend Skandale durch gefälschte oder nicht nachvollziehbare Forschungsergebnisse bekannt. Möglicherweise wird dieser Missbrauch durch die Methodenvielfalt stark begünstigt.

Die Ökonomie braucht aber dringend eine Erneuerung durch Entideologisierung und das Aufbrechen der verkrusteten Strukturen. Ökonomen müssen lernen, dass, wenn sie Ideen haben, die sie für richtig halten, diese deswegen nicht immer und unter allen Umständen richtig sind. Wenn sie in den Medien auftreten, wäre es sicher auch hilfreich, wenn sie weder die Wiedergeburt von Nostradamus noch den verbohrten Weltverbesserer spielen würden, sondern sich auf ihre Rolle als seriöse Forscher zurückbesinnen.

Des weiteren sollten sie sich vom Mainstream-Wiederkäuer als Ideal abkehren. Wenn man wissenschaftliche Bedeutung nur über Publikationen in etablierten Zeitschriften definiert, ist klar, dass neue Ideen nur auf der Strecke bleiben können.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Vor allem aber müssen Ökonomen lernen, dass auch Nichtökonomien gute Ideen zur Wirtschaft haben können und sollten sich für Anregungen aus andern Sozialwissenschaften und der wirtschaftlichen Praxis öffnen. Was heutzutage oft vergessen wird: Viele der Stammväter der modernen Ökonomie kamen von anderen Wissenschaftsrichtungen oder aus der Praxis bzw. hatten zumindest engen Kontakt mit der wirtschaftlichen Realität: Adam Smith war Moralphilosoph, David Ricardo war Börsenspekulant, John Maynard Keynes arbeitete parallel als Fondsmanager. Gerade weil diese Leute mit einem unverstellten Blick an ökonomische Sachverhalte herangingen, waren sie in der Lage, die herrschenden Dogmen infrage zu stellen und die Wissenschaft voranzubringen.

Auch die Geldgeber des Wissenschaftsbetriebes, das heißt Bildungspolitiker, Stifter und andere Verteiler von Forschungsmitteln sollten überlegen, was sie eigentlich finanzieren. Sie, wie übrigens die Ökonomen selbst auch, sollten sich die Frage stellen: Was ist eigentlich der Zweck der Ökonomie? Laut Lehrbüchern besteht der Zweck darin, zu klären, wie eine optimale Allokation von Ressourcen funktioniert. Bereits Adam Smith hatte herausgefunden, dass unter bestimmten Bedingungen freie Märkte die effizienteste Form des Wirtschaftens sind. Allerdings gelang es bisher nicht wirklich zu erklären, wie Märkte als Schauplätze der Wirtschaft funktionieren.

Auch 240 Jahre nachdem Smith sein Modell der „unsichtbaren Hand“ als Wirtschaftslenker vorgestellt hat, versteht man in der Ökonomie den Mechanismus hinter diesem Modell immer noch nicht richtig: Was treibt Märkte wirklich an; wie kommen Preise zustande? Wenn man aber nicht richtig versteht, wie Märkte funktionieren, hat man insbesondere dann Schwierigkeiten, wenn Märkte einmal versagen. Weder gelingt eine aussagekräftige Analyse des Problems noch kann man aufzuzeigen, was besser zu machen wäre. Gerade die Finanzkrise hat erneut deutlich gemacht, wie diese Ratlosigkeit gegenüber realen Märkten die Ökonomie ins Abseits befördert.

Friedrich von Hayek hatte schon vor Jahrzehnten erkannt, dass das Problem der Wissenskoordination die „zentrale Frage“ hierbei ist: „Wie kann das Zusammenwirken von Bruchstücken von Wissen, das in den verschiedenen Menschen existiert, Resultate hervorbringen, die, wenn sie bewusst vollbracht werden sollten, aufseiten des lenkenden Verstandes ein Wissen erfordern würden, das kein einzelner Mensch besitzen kann?“ Von Hayeks Meinung, dass die unbeeinflusste Marktwirtschaft irgendwie schon alles richten werde, erscheint heute im Zeitalter von Globalisierung, Moral Hazard und bewusst geschaffenen Informationsasymmetrien allerdings als zu einfach. Doch wie könnte eine Lösung aussehen, die auch in einer komplexen Welt gilt?

Dabei werden uns nur neue Erkenntnisse darüber, wie Konsumenten, Unternehmer und Investoren mit ihrem Wissen bzw. Nichtwissen über die Zukunft umgehen, weiterhelfen, wenn wir die Fehlentscheidungen, die zur nächsten großen Krise führen können, vermeiden wollen. Sowohl empirische Sozialforschung und Verhaltenspsychologie wie auch Physik und Evolutionsbiologie können hier der Ökonomie wertvolle Anregungen geben.

Es gibt durchaus Ökonomen, die derzeit in viele interessante Richtungen forschen, auch wenn sie keine Chance haben, damit in die American Economic Review zu kommen. Aber vielleicht wird sich das ja einmal ändern. Und möglicherweise wird sogar einmal ein Nobelpreis dafür verliehen, vielleicht sogar (und jetzt geht meine Phantasie mit mir durch) an eine nichtenglischsprachige Wissenschaftlerin, die an einer deutschen Universität forscht. Dann könnte ganz eventuell sogar die Chance bestehen, dass die Ökonomie wieder zu ihrem alten Glanz als Profession herausragender Denker zurückfindet. Schön wäre es!

Wandlungskünstler Teil 1: BASF & GKN

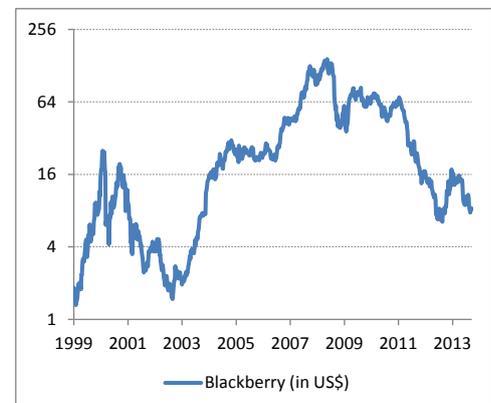
- Wie Unternehmen erfolgreich den Technologiewandel managen -

Von Karl-Heinz Thielmann

Technologie ist Fluch und Segen zugleich für Anleger. Neue Technologien erschließen neue Märkte und eröffnen damit für viele Unternehmen Wachstumsmöglichkeiten, die bei Erfolg auch zu steigenden Aktienkursen führen. Der Traum jedes Anlegers ist es, in ein Technologieunternehmen zu investieren, das ganz am Anfang eines Innovationszyklus steht und in seinem Bereich eine führende Stellung erobert. Wer in Nokia vor dem Siegeszug des Mobiltelefons oder in Apple vor der Einführung des iPod investierte, konnte extrem hohe Renditen erzielen. Leider sind solche Erfolge aber im Voraus nur sehr schwer zu erahnen; von den vielen gescheiterten Konkurrenten spricht heute keiner mehr. Insbesondere diese vielen erfolglosen Firmen haben aber bei Anlegern mit falschen Hoffnungen große Verluste verursacht. Gerade deutsche Anleger konnten erst kürzlich bei der Solarindustrie solche schmerzvollen Erfahrungen machen.

Technischer Fortschritt kann aber auch dazu führen, dass etablierte Unternehmen ihre Marktposition innerhalb kürzester Zeit verlieren. Dies kann dann auch eher defensive Anleger betreffen, die sich in relativer Sicherheit wähnen, weil sie auf große Namen vertrauen. Einstmals global in ihren Märkten führende Konzerne wie z. B. Eastman Kodak (analoge Fotografie) oder Digital Equipment (Großrechner) sahen hilflos zu, wie ihre Produkte innerhalb weniger Jahre von neuen Technologien wie digitalen Kameras bzw. Personal Computern verdrängt wurden. Der Albtraum für Investoren ist deshalb, auf Marktführer zu setzen, kurz bevor der Markt sich verschlechtert. Fürchterliche Verluste sind zumeist die Folge.

Wie schnell Aufstieg und Fall gehen können, zeigte in jüngster Vergangenheit das Beispiel des Mobiltelefonherstellers BlackBerry. Nachdem das Unternehmen zur Jahrtausendwende begann, mit seinen Geräten die damals führende Technologie für die erweiterte Nutzung der mobilen Kommunikation erfolgreich zu vermarkten, stieg der Aktienkurs um mehr als das 70fache. Nach der Einführung von Smartphones durch Apple gelang es BlackBerry aber nicht mehr, Anschluss an die neusten Entwicklungen zu finden, die Erfolgsstory wandelte sich jäh in das Gegenteil um.



Wie Warren Buffet einmal festgestellt hat, kommt es nicht nur darauf an, Wettbewerbsvorteile zu haben, sie müssen auch dauerhaft sein. Für den langfristigen Erfolg eines Unternehmens ist daher nicht ausreichend, ob es in einer bestimmten Technologie führend ist. Entscheidend ist, dass die Herausforderungen durch den Technologiewandel erkannt werden und die Strategie kontinuierlich und konsequent darauf reagiert.

Thema dieses Beitrags und eines weiteren Artikels in der folgenden Ausgabe sind deshalb langjährig aktive und erfolgreiche Unternehmen, bei denen Innovationen ihre bisherigen Geschäftsmodelle zwischenzeitlich infrage gestellt hatten. Wie diese Firmen auf neue Entwicklungen reagierten und nicht nur ihr Überleben sicherten, sondern auch zeigten, wie man sich unter veränderten Rahmenbedingungen durchsetzen kann, soll analysiert werden. Darüber hinaus erfolge eine aktuelle Einschätzung der Aktien dieser Unternehmen als potenzielles Langfristinvestment.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

BASF			
Website: www.basf.com/group/	Kurs 1.11.2013: 76,58 €	Börsenwert (Mrd.€): 70,3	
Hauptbörse: Xetra	Land: Deutschland	WKN: BASF11	ISIN: DE000BASF111

1865 gründete Friedrich Engelhorn, bereits Besitzer einer Fabrik für Leuchtgas in Mannheim, die Aktiengesellschaft "Badische Anilin- & Soda-Fabrik". Seine Idee war, die zu dieser Zeit aufkommende Technologie zur Gewinnung von synthetischen Farbstoffen aus Steinkohleteer industriell zu nutzen.

1868 wurde der Chemiker Heinrich Caro als erster "Forschungschef" eingestellt. In Zusammenarbeit mit den Berliner Professoren Carl Graebe und Carl Liebermann gelang ihm ein Jahr später die erste Synthese eines natürlichen Farbstoffs: Alizarin, der rote Farbstoff der Krappwurzel, wurde hauptsächlich in der Baumwollfärberei eingesetzt und zum ersten weltweiten Verkaufserfolg. Weitere neue Farbstoffe folgten und waren dafür verantwortlich, dass die Ludwigshafener Produktionsstätten bis 1900 mit über 6000 Mitarbeitern zur größten chemischen Fabrik der Welt aufstiegen.

1908 ließen Forschungsarbeiten des Chemie-Professors Fritz Haber eine technische Synthese von Ammoniak aus Stickstoff und Wasserstoff möglich erscheinen. Weitere Experimente führten 1910 dazu, dass aktiviertes Eisen als der ideale Katalysator für die Ammoniaksynthese identifiziert wurde. Aufgrund weiterer Innovationen in der Produktionstechnik gelingt es 1913, die Stickstoff-Düngemittelproduktion auf der Basis der Ammoniaksynthese aufzunehmen.

Mit Ausbruch des Ersten Weltkriegs 1914 wurde die BASF-Produktion ganz den Kriegsinteressen des Deutschen Reiches untergeordnet. Insbesondere die Ammoniakanlagen wurden zentral für die Munitionsproduktion genutzt, aber auch andere Teile der Fertigung z. B. für die Chemiewaffenproduktion genutzt. Nichtsdestotrotz gelang 1916 die Entwicklung des ersten synthetischen Tensides, das die Oberflächenspannung des Wassers reduzierte und damit die Entwicklung moderner Spül- und Waschmittel ermöglichte.

Das Ende des Krieges 1918 traf BASF besonders, weil Produktionsstätten und Tochtergesellschaften im Ausland beschlagnahmt und alle außerhalb von Deutschland angemeldeten Patente konfisziert wurden. Zudem musste für Reparationsforderungen der Siegermächte aufgekomen werden. Für mehrere Monate war BASF von französischen Truppen besetzt und vom rechten Rheinufer abgeschnitten.

Das bei der Ammoniaksynthese gewonnene Know-how ermöglichte der BASF allerdings als erstem Unternehmen den Einstieg in die der Hochdrucktechnik und damit in die für die Großchemie in den folgenden Jahrzehnten bestimmende Technologie. 1923 gelang erstmals die Methanolsynthese und damit ein Durchbruch in der Treibstofftechnik.

1925 folgte die BASF dem Trend der Zeit, sich durch den Zusammenschluss zu sogenannten „Trusts“, also marktbeherrschenden Großunternehmen, vor Wettbewerb zu schützen. Die Gesellschaft fusionierte mit fünf weiteren deutschen Chemiefirmen, darunter Hoechst und Bayer, zur "Interessengemeinschaft Farbenindustrie Aktiengesellschaft" (IG Farben).

Die IG Farben hat in den 20 Jahren ihrer Existenz eine besonders unrühmliche Geschichte entwickelt, da sie in besonderem Maße mit dem Aufstieg des Nationalsozialismus verbunden war, von dessen Politik profitierte und in die Kriegs- und Menschenvernichtungsmaschinerie eingebunden war. Die bisherige BASF bestand nur noch als „Werk Ludwigshafen“ fort und wurde aber innerhalb des Konzerns immer mehr auf einen Lieferanten von Grundprodukten und Hersteller von Hochdruckapparaten reduziert. Dennoch wurden nach wie vor bahn-

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

brechende Innovationen entwickelt, wie z. B. die Tonbandtechnik, durch die erstmals Aufnahmen und Reproduktion von Tonaufnahmen in hoher Qualität möglich wurden.

Im Verlauf des Zweiten Weltkriegs werden die Produktionsanlagen entweder schwer beschädigt oder komplett zerstört. Nach dem Kriegsende stand die chemische Industrie in Deutschland als vormals kriegswichtig unter besonderer Kontrolle der Siegermächte. Erst 1952 wurde die IG Farben wieder aufgespalten und die bisherigen Bestandteile konnten als unabhängige Gesellschaften wieder ihren Geschäftsbetrieb aufnehmen. In Ludwigshafen wählte man die Traditionsbezeichnung „Badische Anilin- & Soda-Fabrik“ als Firmierung. Zum raschen Wiederaufstieg zu einem führenden globalen Chemiekonzern trug die Entwicklung von Styropor maßgeblich bei, das bis heute eine große Bedeutung sowohl als Isolier- wie auch als Verpackungsmaterial hat.

Seit den 60er Jahren setzte BASF in besonderem Maße auf die Expansion im Ausland mittels des Aufbaus eigener Produktionsstätten vor Ort. Seit den 80er Jahren wurde durch Joint Ventures mit lokalen Partnern eine Pionierrolle bei der Expansion in Schwellenländern eingenommen. Die Struktur des Geschäftes hat sich dabei aber relativ stark verändert: Seit den 60er Jahren war die Strategie auf die Verstärkung von höherwertigen Chemieprodukten ausgerichtet. Farben, Magnetbänder, Pharma und Pflanzenschutz standen dabei im Vordergrund der Expansionsbemühungen. Im Laufe der Jahre wurden diese Geschäftsbereiche aber auch wieder verkauft, wenn ihre Zukunft infrage stand; sei es, weil sie wie die Magnetbandtechnologie durch den Technologiewandel gefährdet war oder wie im Pharmabereich keine ausreichenden Wettbewerbsvorteile hatten.

Gegenwärtig ist BASF in folgenden Geschäftsbereichen tätig (Zahlenangaben sind Außenumsatzanteile im Zeitraum Januar-September 2013; ohne sonstige Aktivitäten, die ca. 6% ausmachen):

- Chemicals (23%): Basischemikalien und Zwischenprodukte. In diesem Bereich entstehen auch viele Vorprodukte für die übrigen Konzernteile.
- Performance Products (21%): Vorprodukte, die bei der Herstellung von Gütern des täglichen Bedarfs die Produkteigenschaften (z. B. Pharmazeutika, Körperpflege und Kosmetik etc.) oder Produktionsprozesse verbessern (z. B. zur Wasseraufbereitung; der Gewinnung von Öl, Gas und Erzen etc.).
- Functional Materials & Solutions (24%): spezifische Systemlösungen, Dienstleistungen und Produkte für die Automobil-, Elektro-, Chemie- und Bauindustrie sowie für Anwendungen in Haushalt, Sport und Freizeit.
- Agriculture (8%): Pflanzenschutz.
- Oil & Gas (19%): Exploration und Produktion von Erdöl und –gas.

Mit einem Umsatz von voraussichtlich ca. 80 Mrd. € in 2013 ist BASF inzwischen der größte Chemiekonzern der Welt. Vergleicht man das Unternehmen mit anderen Wettbewerbern, fallen folgende Besonderheiten auf:

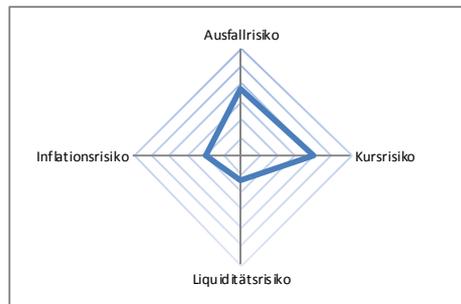
- Die gleichberechtigte Definition von mehreren Kerngeschäftsfeldern, die wiederum durch eine Vielzahl von unterschiedlichen operativen Gesellschaften bedient werden.
- Alle Unternehmensteile sind durch die Verbundproduktion miteinander verknüpft. Dies widerspricht grundsätzlich der modernen Tendenz zur Fokussierung. An den Produktionsstandorten spielen Grundchemikalien und Zwischenprodukte eine Schlüsselrolle, da sie für unterschiedliche Synthesen in vielen Bereichen angewendet werden können. BASF verfügt im Vergleich mit Wettbewerbern über die größte Bandbreite klassischer Chemikalien. Konsequenzen sind sowohl ein Risikoausgleich zwischen den einzelnen Geschäftsbereichen wie die Erzielung von Synergien.
- Das Beteiligungsportfolio ändert sich regelmäßig, wodurch die Konzernstruktur einem permanenten Anpassungsprozess unterliegt. Es erfolgt eine kontinuierliche Suche nach Akquisitionsobjekten sowie die an-

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

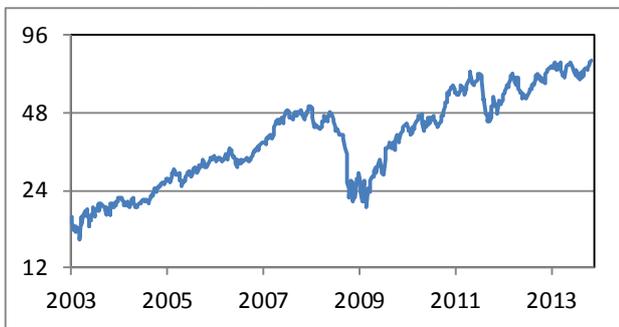
dauernde kritische Überprüfung von bestehenden Konzernteilen in Hinblick auf ihre ökonomische Attraktivität. So wurden in den letzten Jahren wesentliche Teile des ursprünglichen Farbengeschäfts sowie die Düngemittelproduktion in mehreren Schritten verkauft. Seit 2000 hat BASF Unternehmen mit einem Umsatz von 10 Mrd. € abgegeben und Beteiligungen mit einem Gesamtumsatz von 15 Mrd. € gekauft.

Gewinnänd. bis 2015e Ø p.a.		4%
Bewertungskennziffern		
KGV	KGV	KBV
2013e	2014e	aktuell
14,3	13,1	2,6
Divrend.	Divrend.	Unt.wert
2013e	2014e	zu Umsatz
3,5%	3,7%	1,3

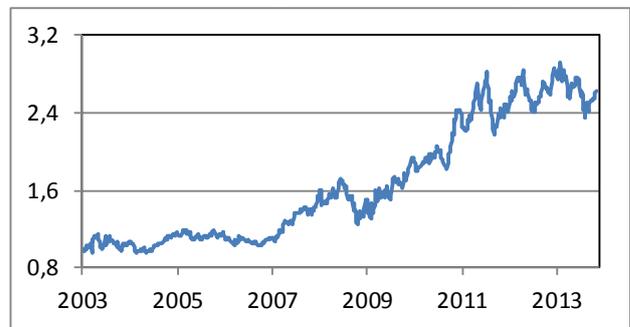


Nachhaltigkeit: gut	
Risikokennziffern	
Ausfallrisiko	Liquiditätsrisiko
3,7	1,3
Kursrisiko	Inflationsrisiko
4,0	2,0

Langfristige Kursentwicklung (€):



Kursentwicklung relativ zu Aktien Europa:



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

Die Aktie von BASF hat sich in den vergangenen Jahren deutlich besser entwickelt als der Gesamtmarkt. Dies geschah, obwohl das Unternehmen als Chemiekonzern relativ stark von konjunkturellen Schwankungen abhängig sein sollte. Ausschlaggebend hierfür waren vor allem drei Faktoren:

- BASF ist innerhalb des Konzerns breit diversifiziert und hat darüber hinaus durch das Verbundprinzip einen „eingebauten“ Risikoausgleich. Zusammen mit soliden Finanzen ist das Unternehmen damit sehr viel defensiver aufgestellt als Wettbewerber.
- Die Steuerung der Beteiligungen in einer Art „Portfoliomanagement“.
- Das Unternehmen hat schon sehr frühzeitig auf die aktuellen Wachstumsmärkte (vor allem China) gesetzt und sich dort eine gute Marktposition gesichert.

Die Kombination aus relativ defensiver Positionierung in Hinblick auf Produktion und Finanzen sowie einer offensiven Ausrichtung in Hinblick auf die Marktposition hat sich augenscheinlich bewährt. Gegenwärtig erscheint die Aktie noch relativ moderat bewertet und ist damit nach wie vor für langfristige Anleger sehr interessant. Sie erscheint insbesondere für chancenorientierte Anleger als Kerninvestment (4%-8% Portfoliogewicht) und für risikobewusste Investoren als Basisinvestment (2%-4% Portfoliogewicht) geeignet. Aufgrund des relativ defensiven Charakters kann sie aber auch für konservative Investoren als Beimischung (0%-2% Portfoliogewicht) interessant sein.

Empfehlungshistorie: bisher keine Empfehlungen.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

GKN			
Website:	http://www.gkn.com/	Kurs 1.11.2013: £3,70	Börsenwert (Mrd.€): 7,1
Hauptbörse:	London	Land: Großbritannien	WKN: 694194
			ISIN: GB0030646508

Die Geschichte von GKN (Guest, Keen and Nettlefolds) geht direkt auf den Beginn der industriellen Revolution zurück. 1759 wurde die Gesellschaft als Dowlais Ironworks zur Errichtung einer Kohle befeuerten Eisenhütte gegründet, zur damaligen Zeit die bahnbrechende neue Technologie, welche die industrielle Revolution erst ermöglichte. 1767 stieg John Guest als Manager bei dem Unternehmen ein. Der Aufstieg der Gesellschaft begann aber erst mit seinem Sohn Thomas Guest, der 1786 die Leitung übernahm und sich durch die Bereitschaft, schnell und effektiv Innovationen zu adaptieren, Vorteile gegenüber Wettbewerbern sicherte.

Eine erste Blüte bescherte der Aufbau von Eisenbahnlinien. Dowlais stellte Schienen nicht nur für Großbritannien her, sondern exportierte auch diese auch in erheblichem Umfang in die USA, nach Russland und Deutschland. 1845 war der Hauptsitz das größte Eisen verarbeitende Werk der Welt. 1852 übernahm mit Lady Charlotte Guest nach dem Tode ihres Mannes erstmals eine Frau die Leitung eines viktorianischen Großkonzerns. Sie war für viele strategisch weitreichende Entscheidungen verantwortlich – z. B. die vertikale Integration in den Kohlebergbau – und richtete das Unternehmen in Richtung Maschinenbau aus. 1856 begann Dowlais als erstes britisches Unternehmen mit der Produktion von Stahl nach dem Bessemer-Verfahren und adaptierte damit erfolgreich eine der bisherigen Eisenproduktion neue und überlegene Technologie.

Im Jahre 1899 wurde das Dowlais von dem mit Schrauben und Muttern reich gewordenen Unternehmer Arthur Keen übernommen. 2 Jahre später wurde der Schraubenfabrikant Nettlefolds geschluckt und mit Guest, Keen and Nettlefolds eines der größten britischen Industrie-Unternehmen geschaffen. Im Ersten Weltkrieg wurde die Produktion unter staatliche Kontrolle gebracht und an die Kriegserfordernisse angepasst. In dieser Zeit wurde mit der Herstellung von Fahrzeugteilen begonnen und damit der Grundstein dafür gelegt, das GKN in den kommenden Jahren von der aufstrebenden Automobilindustrie profitieren konnte.

1951 wurde in Großbritannien die Stahlindustrie verstaatlicht. Die Gesellschaft erhielt £18,7 Mio. und konnte ihre Werke 4 Jahre später nach einem Regierungswechsel für £12 Mio. wieder zurückkaufen. 1967 wurden große Teile der Stahlaktivitäten erneut verstaatlicht. Das Hin und Her veranlasste das Unternehmen dann in den kommenden Jahren, sich ganz vom ehemaligen Kerngeschäft zu verabschieden und neue Aktivitäten zu suchen. Entscheidend für die weitere Entwicklung von GKN war vor allem der Kauf des Autozulieferers Birfield 1966, durch den die Gesellschaft zum führenden Anbieter von Antriebswellen wurde. Diese Marktposition wurde in den nächsten Jahrzehnten durch weitere Zukäufe beständig ausgebaut.

Der schrittweise Abschied von der traditionellen Schwerindustrie und der Einstieg in potenzielle Wachstumsmärkte prägten die folgenden Jahrzehnte. So stieg man 1975 mit dem Anbieter von Transportpaletten Chep in eine lukrative Marktnische des Logistik-Geschäfts ein. Ein weiterer Meilenstein war der Einstieg bei Westland Helicopters 1988 und damit in die Luftfahrtindustrie. Zwischen 2001 und 2004 kam es zu einer Reihe von Transaktionen, die GKN erneut transformierten und im Kern auch die heutige Konzernstruktur schufen. Die Gesellschaft trennte sich 2001 im Rahmen eines Börsengangs von den Logistik-Aktivitäten; die Helikopterproduktion wurde komplett an Finmeccanica abgegeben, sowie weitere Randaktivitäten bereinigt. Im Gegenzug wurde ein Werk von Boeing zur Herstellung von Flugzeugteilen in St. Louis erworben. Damit hat sich GKN inzwischen als führendes Nischenunternehmen mit einem klaren Fokus auf die Herstellung hochwertiger industrieller Komponenten im Transportsektor etabliert.

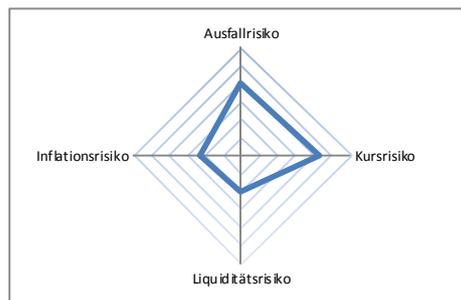
Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Der Konzern ist derzeit in vier Bereiche gegliedert:

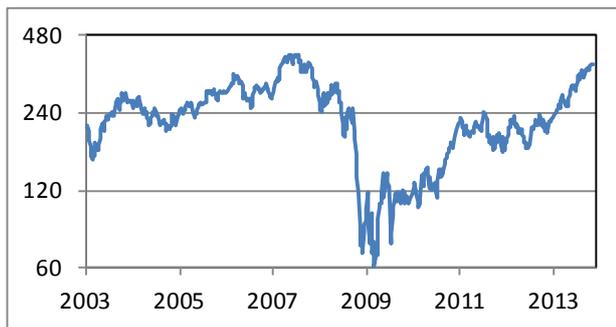
- GKN Driveline (2012 47% der Umsätze): Fertigung von Antriebswellen mit Gleichlaufgelenken, Sperrdifferentialen und Visco-Kupplungen.
- GKN Aerospace (2012 26% der Umsätze): Zulieferer für die Luftfahrtindustrie mit BAE Systems, EADS und Airbus als Hauptkunden.
- GKN Land Systems (2012 13% der Umsätze): Antriebswellen und Traktor-anbausysteme für landwirtschaftliche Anwendungen
- GKN Powder Metallurgy (2012 13% der Umsätze): Herstellung von Metallpulvern und hieraus hergestellten Produkten. In dem fragmentierten Markt gilt GKN Weltmarktführer.

Gewinnänd. bis 2015e Ø p.a.		9%
Bewertungskennziffern		
KGV	KGV	KBV
2013e	2014e	aktuell
13,5	11,7	3,3
Divrend.	Divrend.	Unt.wert
2013e	2014e	zu Umsatz
2,1%	2,4%	1,5

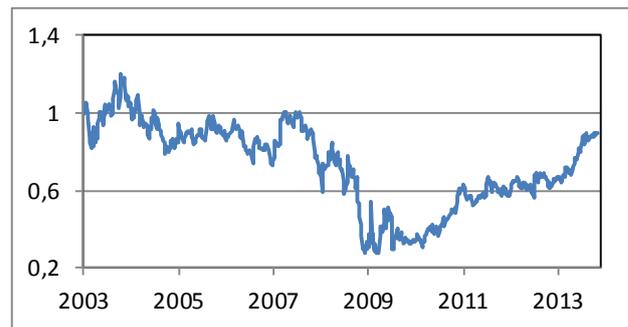


Nachhaltigkeit: gut	
Risikokennziffern	
Ausfallrisiko	Liquiditätsrisiko
4,0	2,0
Kursrisiko	Inflationsrisiko
4,3	2,3

Langfristige Kursentwicklung (p):



Kursentwicklung relativ zu Aktien Europa:



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

Die Geschichte von GKN ist auch deswegen sehr bemerkenswert, weil das Unternehmen den beispiellosen Abstieg des britischen industriellen Sektors seit den 50er Jahren nicht nur überstanden hat, sondern erfolgreich geblieben ist. Hierbei war die Bereitschaft entscheidend, sich auch relativ zügig von Unternehmensanteilen zu trennen, wenn deren Niedergang zu befürchten war. Mit der aktuellen Konzernstruktur ist die Firma zwar in teilweise sehr zyklischen und damit auch schwierigen Märkten tätig, hat sich aber innerhalb ihrer Segmente wesentliche Vorteile erarbeitet. Das aktuelle Management hat als finanzwirtschaftliche Ziele eine Marge von ca. 8-10% (abhängig vom Segment) sowie ein ROIC (Return on invested capital) von mehr als 20% angegeben. Hiermit würde GKN im Branchenvergleich sehr gute Werte erzielen, die aber angesichts der überdurchschnittlichen Wettbewerbsposition durchaus realistisch erscheinen. Die Bewertung der Aktie reflektiert dies noch nicht ganz und erscheint leicht unterbewertet.

Die Aktie von GKN ist daher vor allem für risikobewusste Anleger als Basisinvestment (2%-4% Portfoliogewicht) geeignet, kann aber auch für chancenorientierte Investoren als Beimischung (0%-2% Portfoliogewicht) interessant sein.

Empfehlungshistorie: bisher keine Empfehlungen.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Impressum:

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

Vorstand: Karl-Heinz Thielmann, Oliver Clasen

Aufsichtsrat: Dr. Gregor Seikel (Vorsitzender)

Weinbrennerstr. 17, 76135 Karlsruhe

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

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

Inhaltlich verantwortlich: Karl-Heinz Thielmann

Weinbrennerstr. 17, D-76135 Karlsruhe

Bildnachweis: Seite 2: Karl-Heinz Thielmann

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

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 β , 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.

Albert Einstein wurde zitiert nach: <http://www.zitate-online.de/sprueche/wissenschaftler/287/zwei-dinge-sind-unendlich-das-universum.html>. Das Zitat „Der Weg zur Hölle ist mit guten Vorsätzen gepflastert“ geht auf „Die göttliche Komödie“ von Dante Alighieri (1265 bis 1321) zurück. Alan Greenspan hat seine Äußerung zum 0% Ausfallrisiko bei US-Treasuries in einem TV-Interview 2012 gemacht, das unter <http://www.youtube.com/watch?v=8lStG2d50IQ> abgerufen werden kann.

Raghuram Rajan wurde zitiert nach: <http://www.project-syndicate.org/commentary/the-declining-quality-of-public-economic-debate-by-raghuram-rajan/german>; F. A von Hayek wurde zitiert nach seinem Buch: "Individualismus und wirtschaftliche Ordnung"; Salzburg (1937).

Zum Institute for New Economic Thinking vgl.: <http://ineteconomics.org/>. Zu Edward Fullbrook vgl. z. B. seinen Blog: <http://rwer.wordpress.com/author/fullbrook/>

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Zur Firmengeschichte von BASF vgl.: <http://www.basf.com/group/corporate/de/about-basf/history/index>; bei GKN vgl.: <http://www.gkn250.com/1800.html>

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.

2) Zur Erstellung genutzte Bewertungsgrundlagen und Methoden: siehe Seite 19.

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 4.11.2013.

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

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

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.