

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Nummer 15, 1. Juli 2013

In der Wirtschaftspresse wird oft über „quantitative Easing“ – die lockere Geldpolitik vieler wichtiger Notenbanken – und „finanzielle Repression“ – die strukturellen Gründe von Dauerniedrigzinsen – geschrieben. Die möglichen negativen Konsequenzen für Kapitalanlage und Wirtschaft werden oft beschworen. Doch was wären die Alternativen?

„**Klartext: Repressive Easing**“ geht dieser Frage nach. Billiges Geld wird geschaffen, und zur Staatsfinanzierung umgelenkt. Die gigantischen Budgetdefizite der großen Wirtschaftsnationen ließen sich sonst nicht durchhalten. Unpopuläre Steuererhöhungen, Leistungskürzungen oder Inflation würden andernfalls drohen. Künstlich niedrige Zinsen hingegen werden von Anlegern und Wählern akzeptiert, weil sie nicht verstehen, dass sie damit indirekt zur Staatsfinanzierung herangezogen werden.

Der Beitrag „**Die asymmetrische Welt**“ stellt den derzeit stattfindenden Übergang von der Industrie in die Wissensgesellschaft sowie die hieraus resultierenden Konsequenzen für den Anleger in den Mittelpunkt. Es wird schwieriger, mit der anschwellenden Informationsflut umzugehen. Ungleiche (asymmetrische) Information erscheint als zentrales Problem. Die richtige Organisation bzw. die richtige Ermittlung und Interpretation von Daten wird als Dienstleistung immer wichtiger.

Fünf Unternehmen werden vorgestellt, die sich unserer Einschätzung nach auf die kommenden Erfordernisse besonders gut eingestellt haben. Google als Anbieter globaler Internetdienstleistungen; Halma bei der Ermittlung sensibler Daten; LinkedIn mit seinem sozialen Netzwerk für professionelle Nutzer; SAP mit Software für die Informationssteuerung im Unternehmen; sowie die Inspektions-, Verifizierungs-, Prüf- und Zertifizierungsgesellschaft SGS.

Der dritte und letzte Teil der Reihe „**Die große Risikoverwirrung**“ thematisiert unter dem Titel „**Die Krux mit der Unsicherheit**“ die Art und Weise, wie an den Finanzmärkten mit Unsicherheit umgegangen wird, die nicht messbar ist.

Insbesondere zwei Vorgehensweisen sind zu beobachten: 1) Der Begriff Unsicherheit wird gerne gebraucht, um Unzulänglichkeiten wie Nichtwissen oder Entscheidungsschwäche zu überdecken; und 2) Unsicherheitssituationen werden oft so behandelt, als ob es Risikosituation sind, die sich durch Wahrscheinlichkeiten beschreiben lassen. Dies kann zu massiven Fehleinschätzungen führen, die insbesondere während der Finanzkrise eine große Rolle gespielt haben.

Abschließend wird betrachtet, mit welchen Konzepten sich Langfrist-Anleger auf das unsichere Umfeld einstellen können. Drei Vorgehensweisen werden vorgestellt: 1) Der Multi-Asset-Ansatz von David F. Swensen, der auf maximale Risikostreuung setzt. 2) Der analytische Fokus bei Warren Buffet, der eine tief gehende Analyse von möglichen Investments in den Vordergrund stellt; sowie 3) Nassim N. Talebs Barbell-Strategie, die sehr sichere mit extrem riskanten Anlagen verbindet.

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

## Klartext: Repressive Easing

Liebe Langfristanleger,

merkwürdige Dinge gehen vor in dieser Welt: Die Notenbanken pumpen Geld in die Volkswirtschaften, ohne dass man in der realen Wirtschaft bisher große Wirkungen erkennen kann. Die meisten öffentlichen Kommentatoren überschlagen sich dennoch mit ätzender Kritik wegen der angeblich schädlichen Folgen dieser Politik. Abwechselnd kann man sich in Negativszenarien über Horrorinflation oder Dauerwirtschaftskrise weiden. Eine seltsame Koalition von Zentralbankkritikern hat sich gebildet, die von prominenten Hedgefonds-Managern bis zu Globalisierungsgegnern reicht. Ben Bernanke und Mario Draghi haben die Rolle der Erzböse-



### Inhalt:

Seite 5: Die asymmetrische Welt

Seite 15: Die große Risikoverwirrung

Teil 3: Die Krux mit der Unsicherheit

Seite 25: Impressum, Anhang

Seite 29: Disclaimer

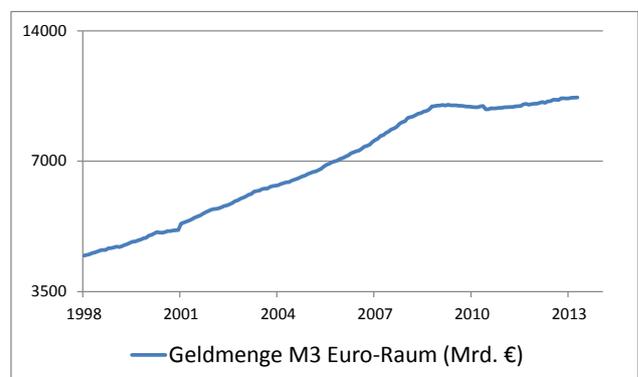
wichte zugewiesen bekommen, die für zukünftige ökonomische Desaster schon jetzt die Verantwortung übernehmen sollen.

Aber ist die derzeitige Geldpolitik des „Quantitative Easing“ wirklich eine solche Gefahr für die Weltwirtschaft? Ökonomen und Journalisten begründen die angebliche Fahrlässigkeit der Geldpolitik vor allem mit den ausgeufernten Bilanzen der Zentralbanken. Diese sind – zugegebenermaßen – extrem aufgebläht. Die Notenbanken haben ihren Geldhahn bis zum Anschlag aufgedreht. Aber woran liegt dies wirklich:

etwa an kollektiver Fahrlässigkeit der Zentralbanker weltweit?

Falsch, denn sie reagieren hiermit nur auf einen sehr problematischen Trend: Der Geldumlauf wird immer träger. Die monetäre Expansion bleibt schlicht und einfach stecken. Wenn man sich die Geldmenge M3 (also in ihrer weitesten Abgrenzung, welche auch die Geldschöpfung durch Banken mitberücksichtigt) betrachtet, sieht man, dass diese im Euroraum in den vergangenen Jahren kaum noch gestiegen ist.

Ist die Geldpolitik im Endeffekt dann im Endeffekt sogar zu restriktiv? Auch falsch, die Quasistagnation bei M3 offenbart vor allem eines: Hilflosigkeit. Die Expansion von Zentralbankgeld versickert und führt nicht zu mehr Krediten, kommt also in der Wirtschaft nicht an. Stattdessen haben sich die Kapitalmärkte zum Auffangbecken für überschüssiges Geld entwickelt. Als größte Sickergrube für die Zentralbankliquidität hat sich dabei insbesondere der Markt für „sichere“ Staatsanleihen erwiesen. Trotz niedrigster Zinsen, die sich inzwischen eindeutig unter den Inflationsraten befinden, werden diese Papiere den Rentenhändlern aus den Händen gerissen.



Quelle: Europäische Zentralbank

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

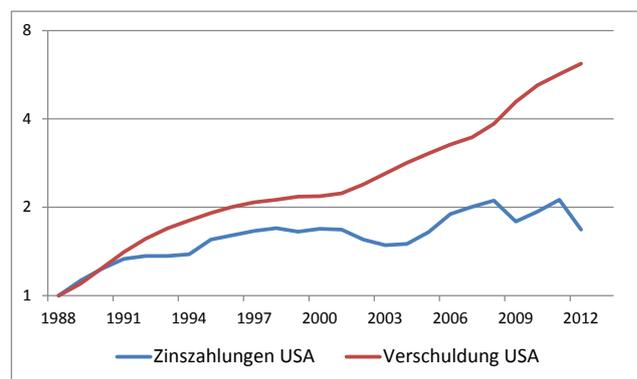
Dabei ist es relativ irrelevant gewesen, ob die Zentralbanken wie in USA oder Großbritannien massiv selbst in den Markt eingegriffen haben oder sich wie die EZB auf Interventionen bei Anleihen von Krisenstaaten beschränkt haben. Entscheidend für den Run auf Staatspapiere war vor allem ein Faktor: Viele private Investoren werden seit ungefähr einem Jahrzehnt massiv gezwungen, vor allem in Wertpapiere zu investieren, die höchsten Anforderungen in Hinblick auf ihr Ausfallrisiko genügen. Und als solche gelten nun einmal die Schuldtitel der Staaten der größten Industrienationen.

Angefangen hat dies vor etwas über 10 Jahren, als der Aktiencrash nach dem Platzen der großen Internetblase bei einigen institutionellen Investoren zu heftigsten Verlusten geführt hatte, u. a. auch bei Pensionskassen und Lebensversicherungen. Finanzaufseher in der ganzen Welt kamen zu dem Schluss, dass diese in Zukunft verpflichtet werden sollten, vorwiegend in relativ stabile Anlagen mit geringem Kursrisiko zu investieren. Damit kamen für viele der größten Institutionen nur noch erstklassige Staatsanleihen als Kerninvestments infrage, völlig unabhängig von deren Verzinsung.

Dies war aber erst der Auftakt. Als besonders heimtückisch haben sich gerade nach der Finanzkrise die Eigenkapitalregeln für Banken (Basel II etc.) erwiesen, welche für die Finanzinstitute eine unterschiedliche Risikogewichtung ihrer Aktiva vorschreiben, die jeweils mit Eigenkapital in verschiedenen Quoten abgesichert werden müssen. Denn wofür braucht man kein Eigenkapital zu hinterlegen? Richtig, in „risikofreie“ Staatsanleihen mit einem Mindestrating von AA- kann völlig ohne Kapitalbindung investiert werden. Warum also noch Risiken eingehen durch die Vergabe von Krediten? Wenn man seinen Sparern nur 0,5% p.a. Zinsen zahlt, wird dann auch eine Bundesanleihe mit 1,5% p.a. Rendite zum Bombengeschäft. Jeder Banker, der stattdessen lieber kapitalfressende Kredite vergibt, wäre wahnsinnig.

Quantitative Easing versorgt den Kapitalmarkt mit Liquidität, finanzielle Repression sorgt dafür, dass das Geld zu niedrigsten Zinsen beim Staat landet. Und Sparer sowie sicherheitsorientierte Anleger werden zur Finanzierung der Staatshaushalte herangezogen, ohne es richtig zu merken. Private Unternehmen mit Finanzierungsbedarf werden dafür am Kapitalmarkt diskriminiert. Dies kann nicht richtig sein, kommt es hierdurch doch zu massivsten Verzerrungen und Ungerechtigkeiten. Aber was wären die Alternativen?

In den USA haben sich in den vergangenen 25 Jahren die Staatsschulden mehr als versechsfacht, die Zinszahlungen auf die Staatsschuld aber nur knapp verdoppelt. Ohne finanzielle Repression wären die USA schon längst bankrott, genau wie Japan, Großbritannien und vielleicht auch Deutschland. Sollten diese Länder ihre Staatsausgaben senken oder Steuern erhöhen, um sich zu sanieren? Dies würde möglicherweise eine Rezession mit sich bringen; ganz sicher aber politischen Selbstmord für die jeweiligen Regierungen bedeuten. In den USA scheint eine konstruktive Sanierung grundsätzlich nicht mehr möglich: Die Polarisierung der politischen Lager hat dazu geführt, dass die eine Seite Ausgaben senkungen verweigert, die andere Seite Steuererhöhungen blockiert.



1988 = 100%; Quelle: US Treasury

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Oder soll man versuchen, durch eine Reflationierung der Wirtschaft aus der Misere herauszukommen? Japan versucht dies im Moment, allerdings als Verzweiflungstat nach 20 Jahren Stagnation. Für übrige Welt wäre eine Reflationierung eine klare Katastrophe, wie viele historische Beispiele hinreichend belegen.

Wir werden in den nächsten Jahren wohl oder übel mit „repressive Easing“, der Kombination aus „quantitative Easing“ und „finanzieller Repression“ leben müssen. Wenn große Volkswirtschaften wie die USA in der Schuldenfalle stecken und fiskalpolitische Maßnahmen zur Sanierung verhindert werden, müssen wenigstens die Finanzierungskosten minimiert werden. Sonst werden die negativen Prognosen der vielen Weltuntergangspropheten doch noch war.

„Repressive Easing“ ist das Resultat eines klassischen Widerspruches zwischen kollektiver und individueller Rationalität. Der einzelne Anleger betrachtet Staatsanleihen als Vermögenswert. Gesamtwirtschaftlich gesehen sind genau diese Wertpapiere aber in die Zukunft verschobene Steuerzahlungen. Ein Investment in Staatsanleihen macht also nur Sinn, wenn ein Investor davon ausgeht, dass jemand anderes als er selbst für die Rückzahlung geradestehen muss. Wenn zukünftige Generationen die Zahlungspflichtigen sind, ist die Verführung um so größer, da ihre Belastung heute noch relativ abstrakt erscheint.

Das permanente Verschieben von Belastungen mag auf individueller Basis auch funktionieren, für eine Nation oder eine Währungsunion aber nicht. Aus Italien ist das Phänomen bekannt, dass Steuerhinterzieher ihr Schwarzgeld vor allem in Staatsanleihen investiert hatten. So landeten hinterzogene Steuern am Ende oftmals doch beim Staat, und die Steuerhinterzieher fühlten sich auch noch reicher, weil sie a) Steuern gespart und b) in sicheren Staatsanleihen investiert hatten. Ergebnis war eine nationale Vermögensillusion, die dann mit der Eurokrise platzte, als die Gesamthöhe der aufgetürmten Staatsschulden ins Blickfeld rückte und Zweifel an der Zahlungsfähigkeit des Staates aufkamen. Massive Steuererhöhungen waren deshalb 2011 ein zentrales Element des ersten Rettungspaketes der Regierung Mario Monti, was ihm die Wähler allerdings sehr übel nahmen.

Einer ähnlichen Illusion unterliegen aber die meisten Wähler in den großen entwickelten Volkswirtschaften: Sie wollen weder eine Verminderung staatlicher Leistungen noch Steuererhöhungen hinnehmen. Gegenüber Inflation haben die meisten Menschen inzwischen eine gewisse Sensibilität entwickelt. Um sich aber über zu niedrige Zinsen aufzuregen, müsste man in Opportunitätskosten denken. Dies überfordert aber noch viele.

„Repressive Easing“ ist die politische Konsequenz dieser Illusion: Wenn Regierungen die Bürger nicht durch Steuern, Leistungskürzungen oder Geldentwertung zur Sanierung der Staatsfinanzen heranziehen können, weil sie sonst angewählt werden, so müssen sie dieses durch künstlich niedrige Zinsen machen.

Dies heißt aber nicht, dass Sie sich als Investor hieran beteiligen müssen. Sofern Sie nicht dazu gezwungen werden, in Langfrist-Anlagen zu investieren, die wie Staatsanleihen direkt oder wie Lebensversicherungen indirekt von finanzieller Repression betroffen sind, können Sie sich nach besseren Alternativen umsehen. Für die Liquidität wird man im Moment geringe Renditen hinnehmen müssen. Wer sich aber für einen längeren Anlage-Zeitraum freiwillig für niedrigst verzinsliche Investments entscheidet, kann nur die eigene Dummheit, Ignoranz oder Paranoia dafür verantwortlich machen.

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



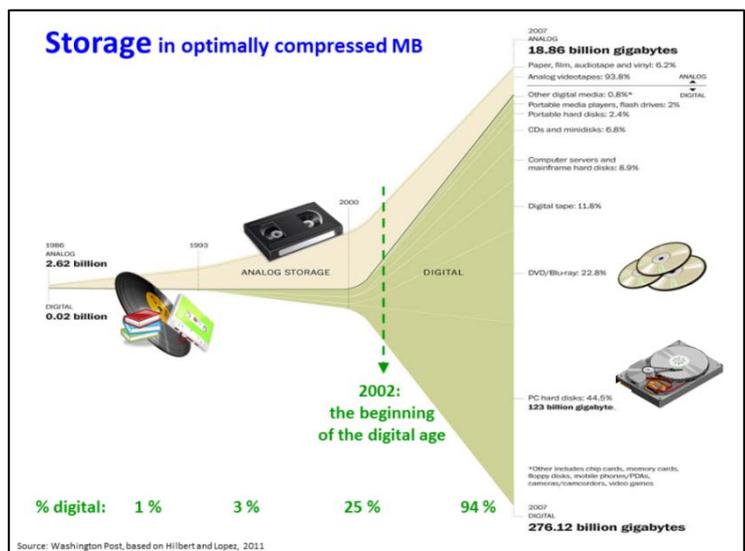
## Die asymmetrische Welt

Von Karl-Heinz Thielmann

Seit einigen Jahrzehnten ist ein grundlegender technischer und gesellschaftlicher Wandel zu verzeichnen. Immer mehr Menschen sind mit der Produktion von Daten, Information und Wissen beschäftigt. Soziologen sprechen auch vom Übergang von der Industriegesellschaft – die im Wesentlichen mit der Produktion von Dingen befasst war – hin zur Wissensgesellschaft, die vor allem mit der Produktion und Weiterverarbeitung von Daten aller Art befasst ist. Gelegentlich wird auch von der Informationsgesellschaft gesprochen, da eine permanente Zunahme der Information ursächlich für die Akkumulation des gesamten Wissens in einer nie vorher da gewesenen Art und Weise ist.

Dieser Wandel spiegelt sich auch an der Börse wieder. Neue Unternehmen sind entstanden, etablierte Firmen müssen ihr Angebot an die neuen Erfordernisse anpassen. Im folgenden Artikel soll eingehend analysiert werden, welche Trends sich entwickelt haben und welche Konsequenzen sie für die Kapitalanlage haben.

Highspeed Internet, mobiles Internet, Cloud Computing sowie feste Speicher mit fast unbegrenzter Kapazität erlauben die Nutzung und Weiterverarbeitung von Daten und Information nahezu jederzeit und überall zu sehr geringen Kosten und ohne signifikante Beschränkungen. Die rechts abgebildete Grafik wurde schon vor einigen Jahren von den Journalisten Hilbert and Lopez der Washington Post entwickelt und zeigt nach wie vor sehr anschaulich, wie dramatisch sich zwischen 2000 und 2007 die Speicherkapazitäten für Information durch die zunehmende Digitalisierung verändert haben. Nach Berechnungen der IDC (International Data Corporation) verdoppelt sich derzeit alle 2 Jahre das internationale Datenvolumen.



Wissenschaftler, Internet-Blogger, Journalisten und Privatleute produzieren einen immer weiter anschwellenden Wust von Information und verbreiten diese sowohl über traditionelle Medien (wie Bücher oder Zeitschriften) wie auch über direkt über das Internet wie auch indirekt durch neue Kanäle wie E-Books. Soziale Netzwerke wie Facebook, LinkedIn oder StudiVZ erleichtern den Informationsaustausch mit Gleichgesinnten. Alles wird irgendwo gespeichert, möglicherweise kopiert, und damit auf unabsehbare Zeit dokumentiert.

Dieser grundlegend veränderte Umgang mit Information hat gravierende ökonomische Konsequenzen. George Akerlof hat in seinem berühmten Essay „A Market for Lemons“ den Begriff der asymmetrischen Information geprägt. Asymmetrische Information heißt, dass in einem Markt Anbieter und Nachfrager unterschiedliche Informationen besitzen. Für denjenigen mit einem Informationsvorsprung – fast immer der Anbieter – besteht oftmals ein finanzieller Anreiz, diesen Vorteil auszunutzen. Dieser ist insbesondere dann gegeben, wenn es sich um eine einmalige Transaktion handelt, wie z. B. der Gebrauchtwagenkauf, der Besuch eines Touristenrestaurants, etc. Wenn der Benachteiligte jedoch bemerkt, dass er hintergangen worden ist, reagiert

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

er mit grundsätzlichem Misstrauen gegenüber allen Vertretern der anderen Seite, auch den ehrlichen. Dies wiederum kann zur Folge haben, dass insbesondere die ehrlichen Anbieter nicht mehr wettbewerbsfähig sind. Es kommt dann zu einem generellen Qualitätsverfall. Der Markt bricht zusammen, die unehrlichen Anbieter setzen sich durch.

Asymmetrische Information ist zentrales und oft unterschätztes ökonomisches Problem, weil sie die Funktionsweise von Märkten stark beeinträchtigen kann. In der neuen Wissensgesellschaft nimmt ihre Beutung trotz der immer größer werdenden Verfügbarkeit von Information aber immer weiter zu. Den für alle Menschen wird es grundsätzlich immer schwieriger, mit der Informationsflut umzugehen. Im Gegensatz zu den technischen Möglichkeiten, Information herzustellen, zu speichern oder auszutauschen, ist die Fähigkeit des Menschen selbst, diese Information zu verarbeiten, nicht gewachsen.

Während früher der Zugang zu Informationen an sich das Hauptproblem war, ist jetzt die richtige Organisation bzw. die richtige Ermittlung und Interpretation von Informationen zum Schlüsselproblem der Wissensgesellschaft geworden. Welche Daten sind relevant, und welche nicht? Welche Daten sind zuverlässig, welche sind fehlerhaft zustande gekommen oder sogar manipuliert?

Damit hat sich auch das Problem der asymmetrischen Information gewandelt: Während früher vorwiegend eine unterschiedliche Verfügbarkeit von Information für die Asymmetrien verantwortlich war, resultieren diese heutzutage aus den verschiedenen Möglichkeiten und Fähigkeiten, Information zu auswählen und zu verarbeiten.

Die Wirtschaftssoziologen Beunza und Stark haben 2004 den Wandel im Umgang mit Information in Hinblick auf die Finanzmärkte folgendermaßen beschrieben: Die Aufgabe eines Finanzmarktakteurs ist nicht mehr, so viele Informationen wie möglich zu sammeln, „als ob das Problem der Datenmenge gelöst werden könnte durch immer mehr sammeln – stattdessen kommt es darauf an, das auszuwählen, was wichtig ist und Sinn aus dieser Auswahl zu machen. Je mehr Information Investoren gleichzeitig zur Verfügung steht, desto größer ist der Vorteil für diejenigen mit überlegenen Auswertungsmethoden.“ („... – as if the problem of the volume of data could be solved by gathering yet more – but [to select] what counts and [make] sense of the selection. The more information is available to many investors simultaneously, the more advantage shifts to those with superior means of interpretation.“)

Die Online-Enzyklopädie Wikipedia ist zum Symbol für die Doppeldeutigkeit des modernen Umgangs mit Information geworden. Einerseits hat sie es durch ihre Offenheit geschafft, eine unvorstellbare Menge an Wissen zusammenzutragen und den verschiedensten Sprachen unzähligen Menschen weltweit zur Verfügung zu stellen. Andererseits zeigt sich Wikipedia gerade in Spezialgebieten immer wieder anfällig für Schlampereien und Manipulationen, weshalb dann auch über längere Zeiträume falsche oder veraltete Informationen verbreitet werden können.

Traditionelle Anbieter wie die Presse haben damit zu kämpfen, dass über das Internet viele Informationen umsonst zur Verfügung gestellt werden. Damit sinkt auch die Bereitschaft von Kunden, hierfür zu zahlen. Der hieraus resultierende Druck auf Umsatz und Kosten führt wiederum zu einem Qualitätsverfall bei vielen Presserzeugnissen. Gleichzeitig wird immer mehr Information produziert und mit aggressiven Methoden um die Aufmerksamkeit des Kunden gekämpft. Qualität wird durch Quantität substituiert, was wiederum den Auswahlprozess für die richtige und relevante Information beim Nutzer erschwert.

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Es gibt zudem eine Inflation an tatsächlichen und selbst ernannten Experten, die über das Internet ihre Dienste anbieten. Oft ist bei diesen Experten nicht ganz klar, woher sie ihre Kenntnisse beziehen oder ob ihr Urteil nicht auch durch versteckte Interessen beeinflusst wird. Glücklicherweise erlaubt aber das Internet nicht nur das Aufkommen falscher Experten, sondern auch ihre zügige Entlarfung, was auch regelmäßig geschieht. Dies wiederum hat bei vielen Internetnutzern eine grundsätzliche Expertenskepsis verursacht, was auch dazu führen kann, dass echtes Fachwissen in der allgemeinen Kakophonie von Scheinexperten nicht mehr richtig wahrgenommen wird.

Ein weiteres Beispiel für den veränderten Umgang mit Information ist, dass Menschen immer stärker in ihren persönlichen Netzwerken mit anderen Menschen kommunizieren, denen sie persönlich vertrauen. Die Zugehörigkeit zu einem speziellen Netzwerk wird damit quasi zum Sortierkriterium für die Wahrnehmung von Information. Da sich diese Netzwerke überschneiden, hat dies zur Folge, dass sich Informationen auch sehr schnell verbreiten können, wenn bestimmte Nutzergruppen hiermit etwas anfangen können. Dies wiederum kann für Überraschungen sorgen. Einzelne Nachrichten, Videos oder Aufrufe können sich durch die Verbreitung in sozialen Netzwerken in Windeseile verbreiten und ganze soziale Bewegungen hervorrufen, wie z. B. die Ereignisse um den arabischen Frühling 2011 zeigten. Aber auch negative Meldungen können sich schnell und unkontrollierbar im Internet verbreiten. Beispiele hierfür sind verunglückte Werbekampagnen oder politisch unkorrekte Äußerungen von Firmen oder bestimmten Personen, die für eine Empörungswelle sorgten und die Reputation von einigen Betroffenen stark beschädigt haben. Zudem gibt es immer mehr Versuche, Informationsplattformen oder soziale Netzwerke zu manipulieren, etwa durch bezahlte Beiträge oder gekaufte „gefällt mir“ Stimmen bei Facebook.

Der Wandel zur Wissensgesellschaft spiegelt sich in Anzahl und Gewicht der börsennotierten Unternehmen noch unvollkommen wieder. Oberflächlich betrachtet spielt zwar „Informationstechnologie“ inzwischen eine große Rolle. Im Wesentlichen handelt es sich aber dabei um Unternehmen, die wie Infineon, Intel oder Acer die Hardware für das Informationszeitalter herstellen. Diese Hardware ist aber vielfach zur Massenware geworden. Zwar schaffen es einige Anbieter wie Apple oder Samsung, sich zeitweise von der Konkurrenz durch eine Markenstrategie abzuheben, doch ist zweifelhaft, ob sie damit wirklich dauerhaft Erfolg haben können.

Die traditionellen Medienkonzerne profitieren nicht unbedingt von der neuen Wissensgesellschaft. Denn die massenhafte Verfügbarkeit von Information hat auch das Geschäft hiermit stark verändert. Presse, Fernsehen und andere Anbieter von Information haben in diesem Umfeld ein Problem: Sie müssen ihr Geschäftsmodell an die neuen Gegebenheiten anpassen, was sich jedoch für viele als sehr schwierig erwiesen hat.

Denn in der neuen Wissensgesellschaft werden Kunden vor allem bereit sein, für diejenigen Dienstleistungen angemessen zu bezahlen, die dazu geeignet sind, Asymmetrien in der Erfassung und Verarbeitung mit Information zu überwinden. Insbesondere folgende Märkte scheinen besonders interessant:

- Strukturierung von Datenmengen in Hinblick auf ihre Relevanz und Vertrauenswürdigkeit für den Nutzer;
- Erzeugung von spezialisierten Daten, deren Qualität und Zuverlässigkeit für den Nutzer kritisch sind;
- Schutz von sensiblen Daten vor Missbrauch.

Im Folgenden werden einige Unternehmen näher vorgestellt, die sich in Hinblick auf die zukünftigen Herausforderungen im Umgang mit Information besonders aussichtsreich positioniert haben.

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Google							
Website:	http://investor.google.com/	Kurs 28.6.2013:	\$880,37	Börsenwert (Mrd.€):	223,7		
Hauptbörse:	Nasdaq	Land:	USA	WKN:	A0B7FY	ISIN:	US38259P5089

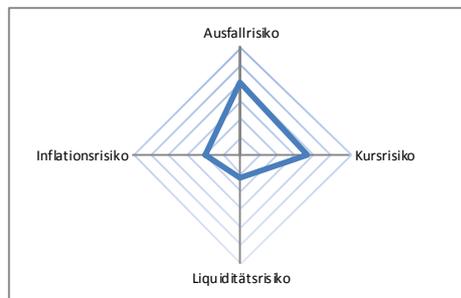
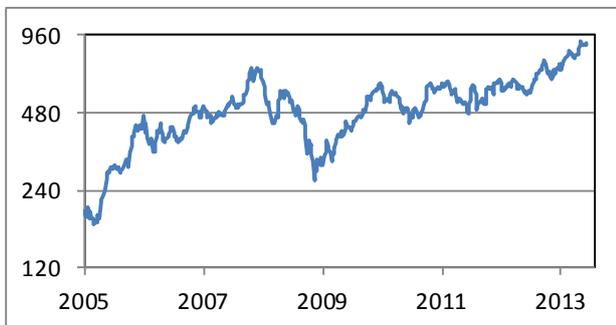
Google wurde erst 1998 von den Informatikern Larry Page und Sergey Brin gegründet, die sich vorher schon an der Stanford University mit Internetsuchmaschinen auseinandergesetzt hatten. Innerhalb weniger Jahre entwickelten sie ihr Unternehmen zum weltweit dominierenden Anbieter von Internet-Suchen. Sie profitierten dabei von der Entscheidung der Betreiber anderer konkurrierender Suchmaschinen, ihre Dienste zu Webportalen auszubauen, die jedoch den Benutzern oft zu kompliziert waren und sich aufgrund des damals noch relativ langsamen Datennetzes zu langsam aufbauten. Die einfache Google-Suchseite hingegen war übersichtlich und lieferte schnell brauchbare Ergebnisse.

Inzwischen hat Google sein Internet-Angebot um eine Reihe von kostenlosen Dienstleistungen erweitert. Die bekanntesten hiervon sind: YouTube, ein Programm, mit dem jedermann im Internet seine Videos veröffentlichen kann; G-Mail, ein E-Mail-Programm; Google Maps als Kartendienst; sowie Google Plus, ein soziales Netzwerk. Weiterhin bietet Google die kostenlosen Betriebssysteme Chrome OS und Android sowie den Webbrowser Google Chrome an.

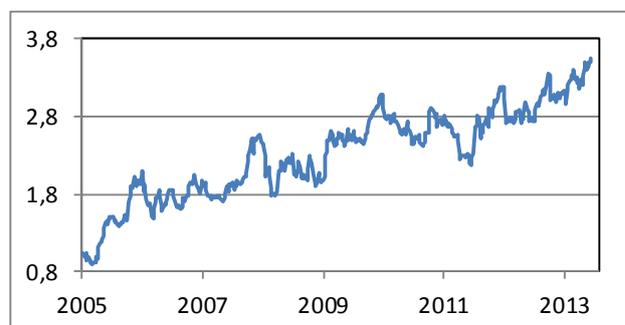
Die Umsätze von Google bestehen im Wesentlichen aus Werbeeinnahmen. Zu ca. 2/3 werden diese auf eigenen Webseiten erzielt, zu ca. 1/3 durch Partnerunternehmen, die Google-Dienstleistungen lizenziert nutzen. Hierbei gibt es vor allem zwei wichtige Angebote: AdWords; das für beliebige Suchbegriffe das Einblenden gesponserter Links im Rahmen erlaubt; sowie AdSense, eine kontextabhängige Werbung, die Webmaster auf ihren Webseiten einbinden können. Hierüber können auch grafische Werbebanner platziert werden.

Gewinnänd. bis 2015e Ø p.a.			19%
Bewertungskennziffern			
KGV	KGK	KBV	
2013e	2014e	aktuell	
22,8	19,1	<b>3,0</b>	
Divrend.	Divrend.	Unt.wert	
2013e	2014e	zu Umsatz	
0,0%	0,0%	<b>5,4</b>	

Langfristige Kursentwicklung:



Kursentwicklung relativ zu Aktien Global:



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

Anmerkung: Die Angaben für die erwartete Gewinnänderung und die Bewertungskennziffern basieren auf eigenen Prognosen. Vergleichsindex für die relative Kursentwicklung ist der STOXX® Global 1800.

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Google ist eine sehr experimentierfreudige Firma. Laufend werden neuartige Produkte an den Markt gebracht – wie zuletzt die Google-Brille – und ihre Resonanz beim Kunden getestet. Angebote, die nicht mehr die nötige Beliebtheit haben, werden auch schnell wieder eingestellt, wie zuletzt Google Reader.

Innovation ist bei Google integraler Bestandteil der Unternehmenskultur. Die Kreativität der Mitarbeiter wird auf eine bisher noch nicht da gewesene Art und Weise gefördert. So können Entwickler einen Arbeitstag in der Woche ihren eigenen privaten Projekten widmen.

Die Gesellschaft hat sich mit ihrer einfachen, aber übersichtlichen und informativen Suchmaschine als globaler Marktführer von Internetdienstleistungen etabliert. Sie versucht, diese Position mit immer neuen Innovationen zu halten und weiter auszubauen. Bisher gelingt dies ihr auf beeindruckende Art und Weise. Zudem hat Google die kommerziellen Möglichkeiten aus der starken Marktposition bisher nur sehr vorsichtig genutzt, sodass die Perspektiven für weitere Ertragssteigerungen sehr gut sind.

Die Bewertung der Aktie ist sehr hoch. Dies wird aber durch die erwarteten Zuwächse relativiert, insbesondere wenn man bedenkt, dass es sich bei Google um den unangefochtenen globalen Marktführer in einem Wachstumsmarkt handelt. Allerdings muss dabei auch berücksichtigt werden, dass die Gesellschaft kaum Steuern zahlt, weil sie sich massiv legaler Steuervermeidungsstrategien bedient. Diese Vorgehensweise ist politisch jedoch massiv unter Druck. Insofern sollte man sich als Anleger darauf einstellen, dass bei Google mittelfristig ein erhebliches Risiko durch Änderungen des Steuerrechts droht.

Anlageeinschätzung der Aktie:

Außer durch die hohe Bewertung besteht Gefahr für Google vor allem in der Möglichkeit, dass das Unternehmen aufgrund des starken Wettbewerbsvorsprungs politischen Widerstand von Wettbewerbshütern provoziert; oder zu arrogant wird und an sich selbst scheitert. Deswegen ist die Aktie von Google in unserer Einschätzung nach für chancenorientierte Investoren nur als Depotbeimischung (0%-2% Portfoliogewicht) sowie für risikobewusste Anleger als Basisinvestment (2%-4% Portfoliogewicht) geeignet.

Empfehlungshistorie: bisher keine Empfehlungen

Halma			
Website:	<a href="http://www.halma.com/">http://www.halma.com/</a>	Kurs 28.6.2013: £5,04	Börsenwert (Mrd.€): 2,5
Hauptbörse:	London	Land: Großbritannien	WKN: 865047
			ISIN: GB0004052071

Halma ist ein britisches Unternehmen, das sich auf Produkte konzentriert, die menschliche Sicherheit verbessern und die Lebensqualität erhöhen. Ein Schwerpunkt liegt auf speziellen Messgeräten zur präzisen Ermittlung von besonders schwer zu erfassenden Daten. Darüber hinaus werden Produkte angeboten, bei denen für die Anwender ein hoher Grad an Präzision und Zuverlässigkeit sehr wichtig ist.

Die Gesellschaft gliedert sich in vier Geschäftsbereiche:

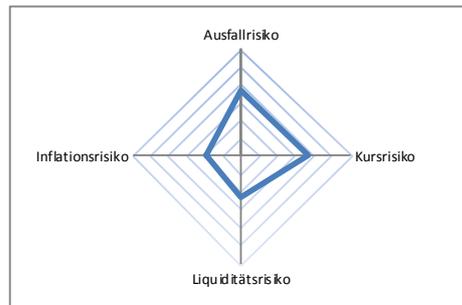
- Infrastruktur-Sicherheit (35% der Umsätze; 31% des Gewinns): Sensoren für automatische Türen und Aufzüge, Feuer- und Rauchdetektoren sowie audiovisuelle Warnsysteme.
- Prozesssicherheit (21% der Umsätze; 23% des Gewinns): Spezialisierte Schutz-, Verschluss- und Ventilsysteme, die sicherstellen, dass gefährliche Prozesse sicher kontrolliert werden können; sowie Messgeräte zur Identifizierung von leicht entflammaren oder anderen gefährlichen Gasen.

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

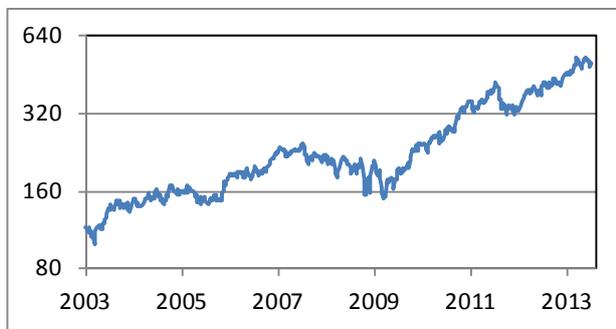
- Umwelt und Analyse (27% der Umsätze; 25% des Gewinns): Produkte zum Monitoring von Wasserleitungssystemen; Anwendungen zur Messung und Verbesserung der Wasserqualität.
- Medizintechnik (17% der Umsätze; 21% des Gewinns): Geräte und Zubehör für die Diagnose, Behandlung und Nachsorge bei Augenerkrankungen.

Gewinnänd. bis 2015e Ø p.a.		9%
Bewertungskennziffern		
KGV 2014e *)	KGV 2015e *)	KBV aktuell
17,4	15,7	<b>5,5</b>
Divrend. 2014e *)	Divrend. 2015e *)	Unt.wert zu Umsatz
2,2%	2,4%	<b>3,5</b>

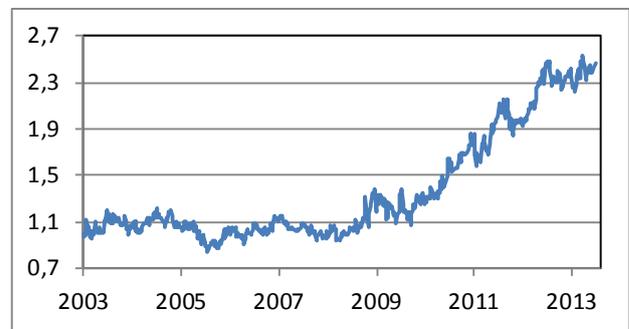


Nachhaltigkeit: gut	
Risikokennziffern	
Ausfall- risiko	Liquiditäts- risiko
3,7	2,3
Kurs- risiko	Inflations- risiko
3,7	2,0

Langfristige Kursentwicklung (p):



Kursentwicklung relativ zu Aktien Europa:



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

Halma hat in den vergangenen 10 Jahren ein kontinuierliches Wachstum von ca. 8% p.a. im Umsatz gezeigt; der Gewinn stieg aufgrund von Margenverbesserungen etwas stärker an. Dabei wirkten sich Finanzkrise und Rezession kaum aus. Grundlage hierfür ist die Konzentration des Unternehmens auf wachstumsstarke Märkten, in denen das Unternehmen eindeutige Wettbewerbsvorteile besitzt. Für die kommenden Jahre wird von uns eine Fortsetzung dieses Trends erwartet. Ausschlaggebend hierfür sind vor allem drei Faktoren: 1) Sicherheitsvorschriften und Gesundheitsregulierungen werden immer detaillierter und komplizierter; 2) die Nachfrage nach Messtechnik im Gesundheitswesen steigt immer weiter an; 3) die wachsende Anzahl von Menschen und ihr steigender Wohlstand machen einen effizienten Umgang mit natürlichen Ressourcen wie Energie oder Wasser immer unabdingbarer.

## Anlageeinschätzung der Aktie:

Halma hat sich als solides und relativ stabiles Wachstumsunternehmen etabliert. Seit 34 Jahren besteht die relativ einmalige Tradition, die Dividende in jedem Jahr mindestens um 5% anzuheben. Die Bewertung auf KGV-Basis ist relativ hoch und reflektiert eine Qualitätsprämie zum Gesamtmarkt. Kritisch ist die in Relation zum Eigenkapital relativ hohe Goodwillposition einzuschätzen. Die Aktie von Halma ist unserer Einschätzung nach geeignet für chancenorientierte Investoren als Depotbeimischung (0%-2% Portfoliogewicht) sowie für risikobewusste Anleger als Basisinvestment (2%-4% Portfoliogewicht).

Empfehlungshistorie: bisher keine Empfehlungen

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

LinkedIn			
Website:	<a href="http://investors.linkedin.com/">http://investors.linkedin.com/</a>	Kurs 28.6.2013: \$178,30	Börsenwert (Mrd.€): 15,8
Hauptbörse:	NYSE	Land: USA	WKN: A1H82D
			ISIN: US53578A1088

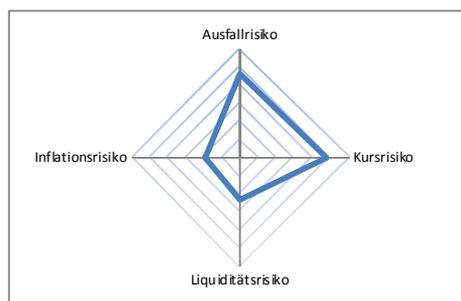
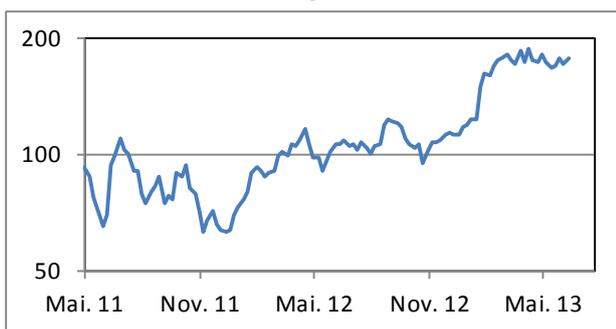
LinkedIn ist ein soziales Netzwerk für die Verbindung von Menschen mit gleichen beruflichen Interessen. Gestartet vor 10 Jahren, gibt es die Website inzwischen in 19 Sprachen. Sie hat inzwischen 225 Millionen Nutzer auf der ganzen Welt. Damit ist LinkedIn die einzige soziale Plattform für den professionellen Austausch, die global und branchenübergreifend eine Vernetzung erlaubt.

Dies ist ein erheblicher Wettbewerbsvorteil gegenüber anderen sozialen Plattformen. Kein Wettbewerber in diesem Segment hat es bisher geschafft, ein weltweit operierendes Netzwerk aufzubauen. Konkurrenten wie z. B. Xing sind bisher auf ihre Region bzw. ihren Sprachraum beschränkt geblieben.

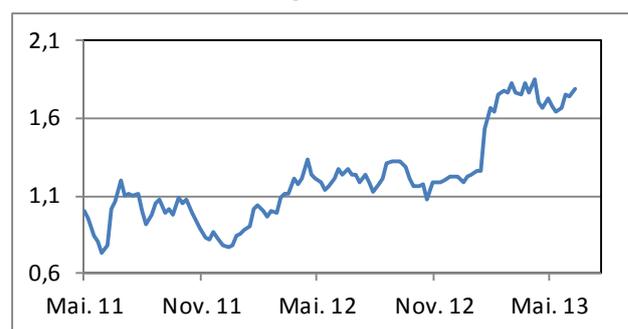
Der Fokus auf professionelle Nutzer hat zu einer Konzentration auf einen Kundenkreis geführt, der potenziell mehr für bezahlte Dienste aufwendet als bei anderen Plattformen. Grundsätzlich kann sich jeder Nutzer umsonst bei LinkedIn anmelden, sich mit anderen Nutzern verbinden sowie Basis-Services nutzen. Im Rahmen einer erweiterten Mitgliedschaft können dann Premium-Dienste erworben werden. Diese machen aber nur ca. 20% der Einnahmen aus (1.Quartal 2013). Wichtiger sind Umsätze aus zwei Produktkategorien: Dienstleistungen für die zielgerichtete Personalsuche (57%) sowie spezifisches Online-Marketing (23%).

Gewinnänd. bis 2015e Ø p.a. 54%		
Bewertungskennziffern		
KGV	KGV	KBV
2013e	2014e	aktuell
123,0	84,1	<b>16,0</b>
Divrend.	Divrend.	Unt.wert
2013e	2014e	zu Umsatz
0,0%	0,0%	<b>13,0</b>

Kursentwicklung (in US\$):



Kursentwicklung relativ zu Aktien Global:



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

Anmerkung: Die Angaben für die erwartete Gewinnänderung und die Bewertungskennziffern basieren auf eigenen Prognosen. Vergleichsindex für die relative Kursentwicklung ist der STOXX® Global 1800.

Anlageeinschätzung der Aktie:

LinkedIn ist trotz der schon erreichten Größe erst in einer Frühphase der Entwicklung. Das Unternehmen generiert aber schon freien Cashflow, ist kaum verschuldet und hat relativ wenig Goodwill in der Bilanz. Die Bewertung der Aktie ist sehr hoch und reflektiert einen Vertrauensvorschuss in das gegenwärtige Manage-

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

ment. Dieses muss aber noch beweisen, dass es wirklich in der Lage ist, dauerhaft die Marktposition des Unternehmens kommerziell zu nutzen. Wenn dies gelingt, ist das Kurspotenzial erheblich. Die Aktie ist deshalb unserer Einschätzung nach nur geeignet für risikobewusste Anleger als Depotbeimischung (0%-2% Portfoliogewicht).

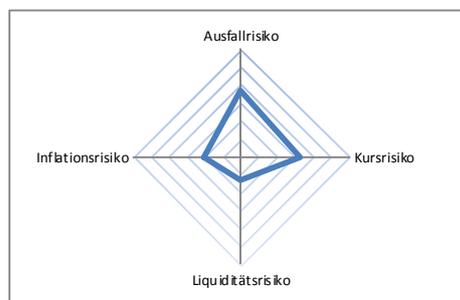
Empfehlungshistorie: bisher keine Empfehlungen

SAP			
Website: <a href="http://www.sap.com/">www.sap.com/</a>	Kurs 28.6.2013: 56,26 €	Börsenwert (Mrd.€): 69,1	
Hauptbörse: Xetra	Land: Deutschland	WKN: 716460	ISIN: DE0007164600

SAP ist eines der größten global tätigen Softwareunternehmen. Das Unternehmen hat sich auf Entwicklung von betriebswirtschaftlicher Software zur integrierten Steuerung sämtlicher Geschäftsprozesse eines Unternehmens spezialisiert. Buchführung, Controlling, Vertrieb, Einkauf, Produktion, Lagerhaltung und Personalwesen können mittels einer Softwarelösung durchgeführt werden. Gemeinsam mit dem Hauptwettbewerber Oracle dominiert SAP seit einigen Jahren den Weltmarkt.

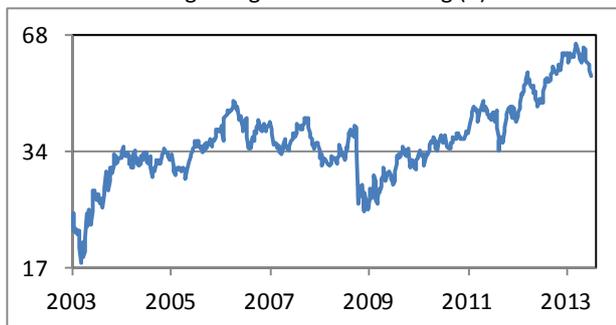
In den vergangenen Jahren hat SAP sein ursprünglich sehr stark auf industrielle Großkunden zugeschnittenes Angebot stark erweitert. Datenbankanwendungen sowie Lösungen für die Finanzindustrie und den Mittelstand runden inzwischen das Angebot ab. In den nächsten Jahren wird vor allem die Verbindung von SAP-Software mit Cloud-Lösungen im Vordergrund stehen. 2010 hat SAP mit HANA ist eine neue Datenbanktechnologie vorgestellt. Es handelt sich dabei um eine Kombination aus Hardware und Software, die mithilfe der sog. In-Memory-Technologie gegenüber den herkömmlichen Anwendungen große Effizienzvorteile bietet.

Gewinnänd. bis 2015e Ø p.a.		12%
Bewertungskennziffern		
KGV	KGV	KBV
2013e	2014e	aktuell
16,4	14,4	<b>4,9</b>
Divrend.	Divrend.	Unt.wert
2013e	2014e	zu Umsatz
1,7%	1,9%	<b>4,1</b>



Nachhaltigkeit: gut	
Risikokennziffern	
Ausfallrisiko	Liquiditätsrisiko
3,7	1,3
Kursrisiko	Inflationsrisiko
3,3	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.

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Ca. 4/5 der Umsätze werden mit Software-Lizenzen bzw. Wartungserlösen erzielt; ca. 1/5 mit Beratung und anderen Dienstleistungen. Ca. 14% der Umsätze fließen in Forschung und Entwicklung zurück; dies sind ca. 15% mehr als bei Hauptwettbewerber Oracle.

SAP hat im Jahr 2012 20% der Umsätze in freien Cashflow umwandeln können nach 23% im Vorjahr. Damit stellte das Unternehmen die herausragende Fähigkeit zur Generierung von Kapital unter Beweis. Auf KGV-Basis hat das Unternehmen nur noch eine geringe Prämie zum Gesamtmarkt, was historisch gesehen relativ unüblich ist und auch nicht die überdurchschnittlichen Wachstumsperspektiven reflektiert.

Anlageeinschätzung der Aktie:

SAP hat sich gut positioniert, um beim immer wichtiger werdenden Management von Datenflüssen innerhalb eines Unternehmens die führende Stellung weiter ausbauen zu können. Die Aktie von SAP ist deshalb unserer Einschätzung nach sowohl für chancenorientierte Investoren sowie für risikobewusste Anleger als Basisinvestment (2%-4% Portfoliogewicht) geeignet.

Empfehlungshistorie: bisher keine Empfehlungen

SGS			
Website:	www.sgs.com/	Kurs 28.6.2013: 2.029,00 CHF	Börsenwert (Mrd.€): 12,9
Hauptbörse:	VirtX	Land: Schweiz	WKN: 870264
			ISIN: CH0002497458

Mit einem Umsatz von (5,6 Mrd. Sfr 2012) ist SGS (früher Société Générale de Surveillance) die größte weltweit tätige Inspektions-, Verifizierungs-, Prüf- und Zertifizierungsgesellschaft. Einziger global aufgestellter Wettbewerber in vergleichbarer Größenordnung ist Bureau Veritas (vorgestellt in „Mit ruhiger Hand Nr. 4“). Beide Unternehmen sind als Marktführer anzusehen, wobei sie unterschiedliche Schwerpunkte in den Tätigkeitsregionen sowie bei den Geschäftssegmenten haben.

Das weltweite Netzwerk von SGS besteht aus mehr als 1.500 Niederlassungen und Laboren. Über 75.000 Mitarbeiter sind in über 120 Ländern tätig.

Die wichtigsten Dienstleistungen lassen sich in drei Kategorien unterteilen:

- Inspektion: Hierbei handelt es sich um Inspektions- und Verifizierungsdienstleistungen, so z. B. die Prüfung des Zustands und Gewichts von Handelsgütern, Quantitäts- und Qualitätskontrollen sowie die Überprüfung der Einhaltung von gesetzlichen Anforderungen in verschiedenen Regionen und Märkten.
- Testen: Vor der Neueinführung von Produkten können diese umfangreich getestet werden. Dies ermöglicht dem Anbieter eine kürzere Produkteinführungszeit und eine Verminderung von Risiken hinsichtlich der Qualität, Sicherheit und Leistung. Weiterhin wird überprüft, ob neue Produkte alle relevanten gesetzlichen Bestimmungen und Vorschriften zu Gesundheitsschutz und Arbeitssicherheit einhalten.
- Zertifizierung: Durch Zertifizierungen kann ein Unternehmen nachweisen, dass seine Produkte, Prozesse, Systeme oder Dienstleistungen nationalen bzw. internationalen Standards und Vorschriften entsprechen bzw. kundenspezifische Anforderungen erfüllen.

# Mit ruhiger Hand

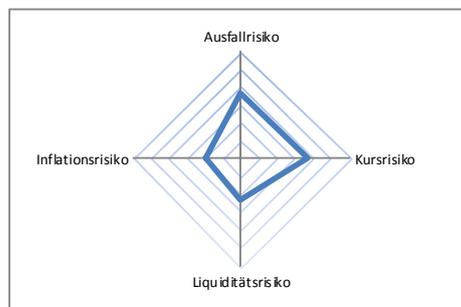
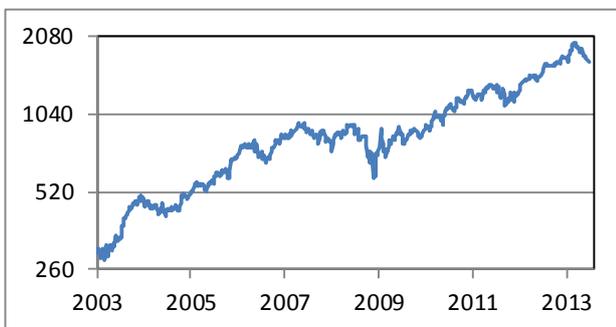
Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Das Marktwachstum sollte in den nächsten Jahren deutlich über dem Wachstumstrend der Weltwirtschaft liegen. Ausschlaggebend hierfür sind folgende Faktoren:

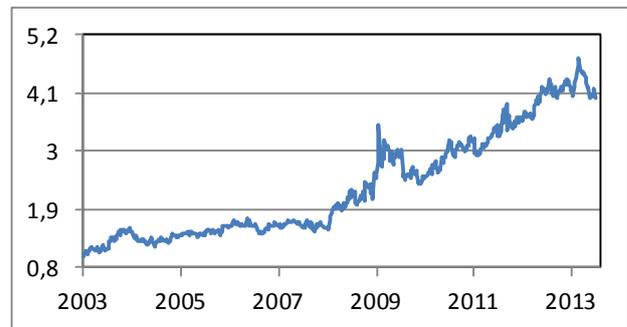
- Regulierungen für Sicherheits-, Qualitäts- und Gesundheitsstandards nehmen in den entwickelten Volkswirtschaften immer weiter zu;
- steigende Lebensstandards und die zunehmende Industrialisierung führen in den Schwellenländern zu einer stark wachsenden Nachfrage nach Zertifizierungen;
- unabhängige Prüfungsinstanzen zur Einhaltung von Umweltstandards werden immer wichtiger;
- mit der zunehmenden Komplexität von Liefer- und Produktionsketten werden immer häufiger Prüfungen an den einzelnen Stellen dieser Ketten erforderlich;
- Outsourcing und Privatisierung: Bisher staatlichen Dienstleistungen werden in viele Länder von privaten Anbietern übernommen.

Gewinnänd. bis 2015e Ø p.a.		14%
Bewertungskennziffern		
KGV	KGV	KBV
2013e	2014e	aktuell
21,6	18,5	<b>6,1</b>
Divrend.	Divrend.	Unt.wert
2013e	2014e	zu Umsatz
3,1%	3,4%	<b>2,8</b>

Langfristige Kursentwicklung (in €):



Kursentwicklung relativ zu Aktien Europa:



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

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

## Anlageeinschätzung der Aktie:

SGS wird als einer der beiden Marktführer von den beschriebenen Trends überproportional profitieren können. Es ist damit ein Unternehmen, was insbesondere von der steigenden Nachfrage nach zuverlässigem Expertenwissen profitiert. Die Aktie ist aber schon sehr hoch bewertet, womit vieles vom zukünftigen Wachstum schon vom Kurs reflektiert wird. Herauszuheben ist die sehr solide Bilanz mit einer geringen Nettoverschuldung und immateriellen Vermögenswerten in nur relativ moderatem Umfang. Die Aktie von SGS ist deshalb unserer Einschätzung nach geeignet für chancenorientierte Investoren als Depotbeimischung (0%-2% Portfoliogewicht) sowie für risikobewusste Anleger als Basisinvestment (2%-4% Portfoliogewicht).

Empfehlungshistorie: bisher keine Empfehlungen

## Die große Risikoverwirrung Teil 3: Die Krux mit der Unsicherheit

Von Karl-Heinz Thielmann und Prof. Dr. Ekaterina Svetlova

In dem ersten Teil unserer Reihe „Risikoverwirrung“ haben wir auf eine wichtige Unterscheidung zwischen Risiko und Unsicherheit hingewiesen, die von Frank Knight (1921) eingeführt sowie von Keynes und Shackle weiterentwickelt wurde. Risiko ist nach Knight dadurch definiert, dass sich dem Eintritt eines Ereignisses eine Wahrscheinlichkeit zuordnen lässt. Bei Unsicherheit hingegen ist völlig unklar, wie groß die Wahrscheinlichkeit ist. Sie ist deshalb mathematisch nicht fassbar und auch nicht mit einer Zahl zu beschreiben. Weiterhin haben diese Autoren darauf hingewiesen, dass im Wirtschaftsleben eher die Situationen „genuiner“ Unsicherheit vorherrschen, bei denen nicht nur die Wahrscheinlichkeiten, sondern auch die möglichen zukünftigen Zustände der Welt nicht bekannt sind. Dementsprechend sollte Unsicherheit als solche in die Überlegungen über zukünftige Handlungen einbezogen werden.

Diese Unterscheidungen werden allerdings nach wie vor weitgehend in der heutigen Finanzindustrie ignoriert. Dies hatte zwei Konsequenzen:

- Unsicherheit wird thematisiert, um Entscheidungsschwäche oder Nichtwissen zu überdecken.
- Im Umgang mit der Unsicherheit hat sich eingebürgert, dass sie so behandelt wird, als ob es sich um eine Situation unter Risiko handelt, die sich durch Wahrscheinlichkeiten beschreiben lassen.

Für Anleger muss die allgemeine Risikoverwirrung jedoch nicht bedeuten, dass die Auseinandersetzung mit der Zukunft aussichtslos ist. Drei Investoren, David F. Swenson, Warren Buffet und Nassim N. Taleb haben in den vergangenen Jahrzehnten verschiedene Vorgehensweisen entwickelt, um in einem unsicheren Umfeld als Anleger erfolgreich zu sein. Deshalb wird zum Abschluss dieser Artikelserie ein Blick auf ihre Ansätze gegeben und überprüft, inwieweit sie sich auf normale Anleger übertragen lassen.

### a) Unsicherheit als Ausrede

In den Medien ist es populär geworden, Kursbewegungen an den Kapitalmärkten mit gesteigener oder gesunkener Unsicherheit zu erklären. Manager haben die Rücknahme oder den Aufschub von Investitionsentscheidungen in den vergangenen Jahren oft mit „erhöhter Unsicherheit“ begründet. Wie kann aber der Wert von etwas fallen oder steigen, was man gar nicht mit Zahlen messen kann? Und wieso kann das dann Konsequenzen für Kapitalmärkte haben?

Warren Buffet hat sehr schön in seinem letzten Jahresbericht für Berkshire Hathaway über den Gebrauch des Begriffs „Unsicherheit“ festgestellt:

„Natürlich ist die nahe Zukunft unsicher, Amerika ist mit dem Unbekannten seit 1776 konfrontiert. Nur manchmal fokussieren sich die Menschen auf die Myriade von Unsicherheiten, die immer existiert haben, während sie diese sonst ignorieren (normalerweise, weil dann die jüngste Vergangenheit ereignisarm war).“  
[“Of course, the immediate future is uncertain; America has faced the unknown since 1776. It’s just that sometimes people focus on the myriad of uncertainties that always exist while at other times they ignore them (usually because the recent past has been uneventful).”]

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Menschen werden sich der Unsicherheit also eher bewusst, wenn sie schwierige Zeiten hinter sich haben. Andernfalls verdrängen sie diese. Dies hat mit einem aus der Behavioral Finance bekannten Phänomen zu tun, dass wir Menschen grundsätzlich Ereignisse aus der unmittelbaren Gegenwart in ihrer Wichtigkeit höher bewerten als in ihrem historischen Kontext. Nach den Aufschwung-Jahrzehnten im vergangenen Jahrhundert (50er und 60er Jahre; bzw. 80er und 90er Jahre) waren die meisten Menschen sorglos und gingen von einem weiteren Wachstum aus. Sie fühlten sich sicher und hatte die Möglichkeiten der Krise verdrängt. Nach den Jahrzehnten wie dem der Ölkrise (70er Jahre) bzw. der Zeit ab 2001 (die von Terrorismus, Krieg und Finanzkrise geprägt war) hingegen waren und sind viele Menschen verunsichert. Sie rechnen mit weiteren Schocks für die Finanzmärkte und einer Fortsetzung der Krisen.

Insofern steigt nach finanziellen Schocks wie einem Börsencrash oder der Finanzkrise das Bewusstsein für die Möglichkeit von Extremereignissen. Die Unsicherheit selbst verändert sich natürlich durch sie nicht. Wenn aber so viel über gestiegene oder gefallene Unsicherheit berichtet wird, muss es einen anderen Grund haben.

Dieser dürfte darin liegen, dass sich Unsicherheit in ihrer Nichtmessbarkeit und Unbestimmbarkeit für eines perfekt eignet: als Ausrede zu dienen. Warren Buffet mokiert sich an anderer Stelle seines Jahresberichtes darüber, dass Unsicherheit von vielen Managern vor allem als Argument genutzt wird, um Entscheidungen zu vermeiden. Und damit trifft er wohl den Kern der Sache: Die Argumentation mit gesteigener oder gefallener Unsicherheit ist in der Regel nur vorgeschoben. Sie hat meist nur den Zweck, zu überdecken, dass man nichts weiß bzw. nichts entscheiden will oder auch über die wahren Beweggründe hierfür keine Auskunft geben mag. Wer mit „erhöhter Unsicherheit“ argumentiert, ist niemals zu widerlegen, da diese ja nicht greifbar ist.

Ähnliches kann man auch für die Verwendung des Begriffs der Unsicherheit in der Presseberichterstattung über Finanzmärkte annehmen: Wenn man eine Kursbewegung kommentieren muss, aber über die eigentlichen Hintergründe nichts weiß, kann man immer argumentieren, dass die Unsicherheit sich verändert hat.

## **b) Die Quantifizierung der Unsicherheit**

Der Brauch hat sich in unserer Welt eingebürgert, dass nur derjenige Ernst genommen wird, der eine Behauptung mit Zahlen belegen kann. Wenn Zahlen vorhanden sind, gehen Menschen relativ unkritisch damit um und hinterfragen nur äußerst selten, wie die präsentierten Werte zustande gekommen sind.

Die beste Illustration hierfür ist das Verhalten von Banken und Ratingagenturen vor und während der Wirtschaftskrise 2008. Wir würden in unserer Argumentation auch so weit gehen zu behaupten, dass dies auch eine der Ursachen der Krise war und entscheidend zu ihrer Eskalation beigetragen hat. Mit anderen Worten hat eine andauernde Risikoverwirrung eine dramatische Relevanz für das Wirtschaftsgeschehen.

Vor der Finanzkrise hatten viele Kreditverkäufer, Investment Banker, Fondsmanager und Privatanleger nicht realisiert, dass sie sich nicht in einer Situation mit kalkulierbaren Risiken, sondern in der Situation einer genuine Unsicherheit befanden. Dementsprechend haben sie sich verhalten, als ob sie in einer Risikosituation wären: Sie haben Risiken kalkuliert und sich dabei auf die Modelle verlassen, die angeblich eine Quantifizierung der Risiken ermöglichen (zum Beispiel Ausfallrisikomodelle der Ratingagenturen oder Value at Risk, die wir in den Teilen 1 und 2 unserer Reihe besprochen haben). Die Ergebnisse dieser Modelle basieren auf den Wahrscheinlichkeitsverteilungen, die aus der Geschichte als bekannt angenommen wurden. Grundsätzlich ging man bei der Bestimmung der für die Risikokalkulation notwendigen Parameter von der Einheitlichkeit der Vergangenheit und Zukunft aus. Da aber die Wirtschaftssituation vor und während der Krise eine ganz spezifi-

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

sche war, also eine Unsicherheitssituation eben, war das sich verlassen auf die einheitliche Wiederholung der Vergangenheit fatal.

Dies führte zu der Fehlkalkulation der Risiken, genauer gesagt, zu einer Unterschätzung der Risiken weltweit, die z. B. der damalige Federal Reserve Chairman Alan Greenspan als die zentrale Ursache der Wirtschaftskrise benannt hat. Die Unterschätzung von Risiken führte zu einer erhöhten Nachfrage nach den riskanten Anlagen; immer mehr von diesen wurden produziert und gekauft. Mit anderen Worten, obwohl die handelnden Personen sich in der Situation einer Unsicherheit fanden, behandelten sie diese als eine Risikosituation mit perfekt bekannten möglichen Weltzuständen und Wahrscheinlichkeitsverteilungen. Ihre Entscheidungen setzten unberechtigtweise einen hohen Grad der Vorhersagbarkeit voraus, was zu fatalen Folgen geführt hat.

Die Risikounterschätzung während der Wirtschaftskrise bezog sich primär auf die Berechnung der Ausfallrisiken für die neuen Finanzinstrumente wie ABS (asset backed securities), CDO (collateral debt obligations) and CDS (credit default swaps). Diese Produkte beinhalten Tranchen mit niedrigem, mittelmäßigem und hohem Risiko. Für alle Tranchen wurde das Ausfallrisiko eingeschätzt. Obwohl die Zukunft prinzipiell unsicher ist, hatten Finanzinstitute sowie Ratingagenturen bei der Risikoeinschätzung keine Unsicherheitselemente eingebaut. Ihre Risikomodelle beruhten auf der Annahme, dass Risiken der prinzipiell bekannten zukünftigen Ereignisse berechnet werden können und dass man sich auf die entsprechenden Wahrscheinlichkeiten verlassen kann. So schrieben 2003 die Analysten Peter Crosbie und Jeff Bohn von Moody's/KMV in einer Darstellung ihrer Methodik:

„Das Ausfallrisiko ist die Unsicherheit, die über die Fähigkeit eines Unternehmens besteht, seinen finanziellen Verpflichtungen nachzukommen. Vor einem Ausfall gibt es keinen eindeutigen Weg zu unterscheiden, ob Firmen zahlungsunfähig werden oder nicht. Das Beste, was wir machen können ist, die Möglichkeit eines Ausfalls durch eine Wahrscheinlichkeit zu bewerten.“ [“Default risk is the uncertainty surrounding a firm’s ability to service its debts and obligations. Prior to default, there is no way to discriminate unambiguously between firms that will default and those that won’t. At best we can only make probabilistic assessments of the likelihood of default.”]

Es ist interessant, dass das Kreditratingunternehmen die Unsicherheit als Element der einzuschätzenden Situation in diesem Fall eingesteht, dann aber daraus schlussfolgert, dass man sich auf Wahrscheinlichkeiten verlassen muss. Die Zuordnung von Wahrscheinlichkeiten wurde als einziger möglicher Weg, mit der Situation umzugehen, angesehen. Diese Verwechslung von Risiko und Unsicherheit war typisch und führte in der Konsequenz zu der Unterschätzung der Ausfallrisiken der Tranchen und der Produkte.

Zur Bestimmung der Ausfallrisiken wurden in den Risikomodellen vorwiegend Häufigkeitswahrscheinlichkeiten benutzt. Diese beruhten aber auf den historischen Daten und machten deswegen laut Knight und Keynes in den einmaligen unsicheren Wirtschaftssituationen besonders wenig Sinn. Auf die innovativen Finanzinstrumente bezogen bestand zudem das Problem darin, dass diese Finanzinstrumente so gut wie keine Kurshistorie hatten.

Neben den Wahrscheinlichkeiten war ein anderer wichtiger Parameter der Risikomodelle die Korrelation zwischen den Bestandteilen in den Tranchen. Die Kalkulationen von diesen Korrelationen basierten auf der Annahme, dass sie über die Zeit stabil bleiben. Mögliche Unvorhersagbarkeiten wurden schlicht und einfach nicht berücksichtigt. (“...made no allowance for unpredictability”, wie Felix Salmon 2009 in seiner Analyse

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

“Recipe for Disaster: The Formula That Killed Wall Street” schrieb). Das bedeutet, dass wenn die Korrelationen in der Vergangenheit niedrig waren, wurden sie auch in den Zeiten, in denen sie sich erhöht hatten, als zu niedrig eingeschätzt. Dies führte zu der Unterschätzung der Verbindung von Risiken.

Ein anderes gutes Beispiel ist das Value at Risk (VaR) -Modell, das oft für die Einschätzung der Risiken von Portfolios mit strukturierten Produkten eingesetzt wurde. Erstens basiert die Risikoeinschätzung nach diesem Modell meistens auf einer als normal angenommenen Wahrscheinlichkeitsverteilung, sodass genau die gleiche Problematik wie bei den Kalkulationen des Ausfallrisikos gilt. Zweitens ist speziell die Berücksichtigung von Liquidität problematisch. Das Standard VaR-Modell berücksichtigt sie überhaupt nicht. Schon vor der Finanzkrise gab es einige Versuche, Liquidität einzubeziehen, was aber nicht unbedingt Erkenntniszuwächse brachte, da jetzt auch Liquidität auf der Basis der Historie eingeschätzt werden musste. Diese war aber noch unregelmäßiger als bei den Kursen und insbesondere bei strukturierten Finanzprodukten nur sehr kurz verfügbar. Dass Liquidität auch von strukturellen Faktoren – wie z. B. Tradinglimits bei Wertpapierhändlern abhängig – war, die sich kurzfristig schnell ändern können und sich auch nicht eindeutig quantifizieren lassen, erschwerte die Einbeziehung von Liquidität zusätzlich.

Jane Croft stellte 2009 in der Financial Times fest:

„Illiquide Finanzprodukte in VaR einzubeziehen, das auf kurzfristige Kursschwankungen abzielt, ist nicht aussagekräftig, wenn man langfristig gebunden ist und möglicherweise durch große Kursausschläge getroffen wird. VaR unterschätzt das Risiko.“ [“Putting really illiquid products into VaR, where you are looking at short-term moves in prices, is not appropriate because you will be locked in for a longer period and potentially suffer larger price moves. VaR will understate risk.”]

Es ist offensichtlich, dass insbesondere in Hinblick auf Liquidität von strukturierten Produkten vor der Finanzkrise eine große Unsicherheit vorherrschte. Diese wurde aber wie eine Risikosituation behandelt, quasi „mit Gewalt“ quantifiziert. Dies führte zu groben Fehleinschätzungen. Die Finanzkrise eskalierte u.a. auch deshalb, weil vielen Verantwortlichen die Diskrepanzen zwischen aus der Vergangenheit abgeleiteten Annahmen und tatsächlichen Ereignissen nicht bewusst waren. Als sich ihre Anlagen nicht als so risikofrei herausstellten, wie die Berechnungen es nahelegten, stürzten ihre Anlagekonzepte wie Kartenhäuser zusammen.

Allerdings führte diese Erfahrung seitdem erstaunlicherweise nur bei einer Minderheit zum Überdenken der Einstellung gegenüber der „Risiko-Unsicherheit“-Problematik. Risikomodelle, welche die Zukunft quantifizieren, werden weiterhin angewandt, obwohl deren Probleme bekannt sind. Der Einsatz von VaR ist nach wie vor gängige Praxis im Risikomanagement. Wenn überhaupt, wird nach besseren Modellen gesucht, die z. B. Finanzmarktschocks anders modellieren. So wird zum Beispiel derzeit in der Fachpresse das MVaR als der große Durchbruch in der Risikomessung gefeiert. Aber auch dieser neue Ansatz ist letztlich nichts anderes als der Versuch einer Quantifizierung der Unsicherheit, der allerdings Extremereignisse stärker einbezieht als das ursprüngliche VaR-Modell. Aber auch durch MVaR wird eine Kontrollillusion für Unsicherheit aufrechterhalten, die allerdings restriktiver ist als im ursprünglichen Ansatz. Die nächsten systematischen Fehleinschätzungen scheinen vorprogrammiert. Auch gibt es nach wie vor keinen allgemein akzeptierten Ansatz zur quantitativen Erfassung von Liquiditätsrisiken. Angesichts der Abhängigkeit der Liquidität von strukturellen und institutionellen Voraussetzungen wird es diesen wohlmöglich auch niemals geben.

Wenn endlich eingesehen wird, dass man sich in der Wirtschaft und speziell an Finanzmärkten tagtäglich in der Situation einer genuinen Unsicherheit befindet, d. h. in der Situation, wo imperfektes Wissen, Einmaligkeit

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

und Überraschungen das Geschehen bestimmen, sollte die Einstellung zu den vorherrschenden Risikomodellen grundsätzlich überdacht werden.

## c) Die Konsequenzen für den Anleger

Wie kann man mit der Unsicherheit an Finanzmärkten umgehen?

Die erste Konsequenz für den Anleger muss die Abkehr von der Illusion sein, dass man Unsicherheiten bzw. Risiken an den Finanzmärkten prognostizieren bzw. kontrollieren kann. Insbesondere in einer langfristigen Sichtweise kann man sie nicht in konkreten Zahlen fassen. Wenn überhaupt, kann man nur Kursrisiken von sehr liquiden Wertpapieren einigermaßen mit quantitativen Methoden erfassen. Diese können sich jedoch für langfristig ausgerichtete Investoren als relativ irrelevant und im Einzelfall sogar als irreführend herausstellen.

Doch dies heißt nicht, dass man in Fatalismus versinkt und grundsätzlich davon ausgehen sollte, dass langfristige Anlagestrategien in einem unsicheren Umfeld sinnlos sind. Man muss sich allerdings darauf einstellen, dass an den Finanzmärkten immer wieder zu erheblichen und nicht vorhersehbaren Schocks und Turbulenzen kommen kann.

*„Risiko kommt daher, dass man nicht weiß, was man tut.“*

*(“Risk comes from not knowing what you’re doing”)*

**Warren Buffet**

Warren Buffet schrieb einmal: „Ich bin sicher, dass sich in den nächsten Jahren weitere große Schocks ereignen werden. Wir werden weder versuchen, sie vorherzusehen noch von ihnen zu profitieren. Wenn wir Unternehmen ausmachen können, die so ähnlich sind wie diejenigen, die wir in der Vergangenheit gekauft haben, dann werden externe Überraschungen nur geringe Auswirkungen auf unsere langfristigen Ergebnisse haben.“ Also geht es für den Anleger nicht darum, dass man negative Überraschungen vermeidet. Als Investor muss man sich darauf einstellen, dass sie passieren und sich auch in Zukunft weiterhin ereignen werden. Man kann sie nicht vermeiden, eben weil sie aus Unsicherheit resultieren und damit immer überraschend sind.

Die zweite Konsequenz für den Anleger muss es daher sein, in seiner Anlagestrategie die möglichen Folgen von negativen Schocks einzubeziehen, ohne sich aber aller Ertragschancen zu berauben.

Für eine langfristige Anlagestrategie in einem unsicheren Umfeld haben wir drei unterschiedliche Vorgehensweisen identifiziert. Interessant ist, dass alle diese Ansätze schon vor der Finanzkrise bekannt und umgesetzt wurden. Sie alle haben sich über längere Zeiträume – inklusive der Finanzkrise – bewährt. Insofern ist die Ignoranz, die ihnen nach wie vor von großen Teilen der Kapitalanlageindustrie entgegengebracht wird, erstaunlich.

### 1) **Weitestgehende Diversifikation: David F. Swensens Multi-Asset Ansatz**

Vor ca. 20 Jahren hat der Fondsmanager David F. Swensen für den von ihm betreuten Stiftungsfonds der amerikanischen Yale-Universität den sogenannten Multi-Asset-Ansatz entwickelt. Hierbei setzt er auf eine möglichst breite Streuung der Investments über verschiedene Anlageformen. Eine Aufteilung des Vermögens in 5 bis 7 ähnlich große Anteile wird angestrebt, die jeweils auf eine Anlageklasse konzentriert sind. Für eine optimale Risikostreuung sollen die Kursentwicklungen der einzelnen Anlageklassen niedrig korreliert, d. h. so unabhängig voneinander wie möglich sein. Der Grundgedanke ist schon in der Modern Portfolio Theory enthalten und ausgearbeitet. Swensen ging aber mit seinem Vorgehen weit über diesen Ansatz hinaus und löste sich auch von einem nur auf Volatilität bezogenen Risikodenken.

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Die Entwicklung des Multi-Asset-Ansatzes geschah nicht nur aufgrund von Risikoüberlegungen. David F. Swensen hatte ganz grundsätzliche Einwände formuliert gegen die traditionelle Art der Portfoliostrukturierung, bei der vor allem auf Renten und Aktien gesetzt wird, diese in Anlehnung an führende Marktindizes ausgewählt und Anlagequoten in Abhängigkeit von der Risikobereitschaft des Anlegers festlegt werden.

Folgende Kritikpunkte an den indexorientierten Konzepten wurden von Swensen formuliert:

- 1) Die Beschränkung der Kapitalanlage auf die relativ liquiden Formen Aktien und Renten lässt die Möglichkeiten einer breiteren Streuung der Risiken auf verschiedene Anlageklassen und damit einer Verminderung des Gesamtrisikos ungenutzt. Die Einbeziehung von illiquiden Immobilien, Hedgefonds und Private Equity vermindert die Abhängigkeit von Kapitalmärkten und verbessert damit die Risikodiversifikation.
- 2) Der Fokus auf Marktindizes geht an den tatsächlichen Erfordernissen der Investoren vorbei, die vor allem an absoluten Erträgen interessiert sind.
- 3) Hedge Fonds oder Private Equity haben aufgrund ihrer flexiblen Möglichkeiten und der intransparenten Märkte, in denen sie tätig sind, bessere Chancen, Marktineffizienzen für überdurchschnittliche Erträge zu nutzen, da sich in relativ effizienten Märkten wie bei denjenigen für Aktien oder Renten mit fundamental-analytischen Methoden kaum noch einen Wissensvorsprung gegenüber dem Markt erzielen lässt.

Im Gegensatz zu traditionellen Portfolios bietet die Vorgehensweise von Swensen in Hinblick auf die Unsicherheit den Vorteil, dass man aufgrund der starken Streuung des Portfolios beim Eintritt eines Extremereignisses mit einem sehr viel kleineren Anteil betroffen wird. Zudem können durch Hedgefonds auch Strategien abgebildet werden, die gegenüber Marktschwankungen neutral oder diesen sogar entgegen gerichtet sind.

In Swensens ursprünglichen Ansatz wurden folgende 6 Anlageklassen als Basisstruktur vorgesehen:

1. Inländische Aktien; 2. ausländische Aktien; 3. außerbörsliche Unternehmensbeteiligungen (Private Equity); 4. Immobilien; 5. Anleihen & Liquidität; sowie 6. auf absolute Erträge ausgerichtete Hedge Fonds.

Später wurden noch Rohstoffe hinzugenommen. Die verschiedenen Anlageklassen werden durch Subfonds, die durch externe Fondsmanager verwaltet werden, repräsentiert.

Anleihen und Liquidität werden aufgrund ihrer niedrigen Rendite grundsätzlich als negativ angesehen, sollten aber zur Absicherung nicht fehlen und mit ca. 5%-10% Portfolioanteil vertreten sein.

Zu Anfang des vergangenen Jahrzehnts konnte Swensen mit seinem Ansatz spektakuläre Gewinne erzielen und wurde damit sehr berühmt. Performanceprobleme während der Finanzkrise 2008 ließen seinen Stern zwischenzeitlich aber wieder sinken. Die Probleme waren aber weniger in seiner Methodik zu sehen, sondern auch darauf zurückzuführen, dass Swensen seinen eigenen Ansatz im Laufe der Jahre immer inkonsequenter umsetzte. So setzte er mit einem Anteil von über 1/3 stärker auf Hedgefonds als im ursprünglichen Ansatz vorgesehen und hielt daran viel zu lange fest. Inzwischen wurden diese Anlagevehikel aber deutlich zurückgeführt und machte zum Ende des Juni 2012 (leider sind keine aktuelleren Zahlen verfügbar) nur noch 14,5% aus. Der Schwerpunkt liegt derzeit auf Private Equity (ca. 35% Anteil).

Trotz dieser zwischenzeitlichen Schiefelage gehört der Stiftungsfonds von Yale nach wie vor zu den langfristig erfolgreichsten Investoren. Mit einer Durchschnittsrendite von 10,6% p.a. für die 10 Jahre bis 30. Juni 2012

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

konnten in einem Krisenjahrzehnt klare Wertgewinne erzielt werden. Über 20 Jahre wurde eine Performancezahl von 13,7% p.a. ermittelt; jährlich ca. 5% besser als der Durchschnitt anderer Stiftungsfonds.

Interessanterweise haben Swensen und sein Team bei der Yale-Universität bei der Ermittlung ihrer Anlagestrategie eine Reihe von quantitativen Techniken angewandt, die auf der Modern Portfolio Theory basieren. Allerdings wird den Ergebnissen dieser Analysen nicht – wie bei vielen Anderen in der Investmentbranche – blind geglaubt, sondern diese werden durch qualitative Einschätzungen ergänzt bzw. relativiert. So wird im Jahresbericht für 2012 vermerkt:

„Qualitative Überlegungen spielen eine äußerst wichtige Rolle bei Investmententscheidungen. Die Definition einer Anlageklasse ist einigermaßen subjektiv und verlangt präzise Abgrenzungen, wo sie nicht existieren. Erträge und Korrelationen sind schwer vorherzusagen. Historische Daten geben eine Richtung vor, müssen aber adjustiert werden, um strukturelle Änderungen oder anomale Perioden zu berücksichtigen. Quantitative Maße haben Probleme, Faktoren wie Markt-Liquidität oder den Einfluss von sehr seltenen, aber sehr relevanten Ereignissen zu erfassen.“ [“...qualitative considerations play an extremely important role in portfolio decisions. The definition of an asset class is quite subjective, requiring precise distinctions where none exist. Returns and correlations are difficult to forecast. Historical data provide a guide, but must be modified to recognize structural changes and compensate for anomalous periods. Quantitative measures have difficulty incorporating factors such as market liquidity or the influence of significant, low-probability events.”]

Der Multi-Asset-Ansatz in seiner ursprünglichen Formulierung ist nicht für Privatanleger nachzubilden. Zum einen haben diese i.d.R. nicht die Möglichkeit, direkt in Hedgefonds oder außerbörsliche Unternehmensbeteiligungen zu investieren. Zum anderen fehlen ihnen auch die Möglichkeiten, Fondsmanager eingehend und unabhängig zu bewerten. Deshalb hat David F. Swensen 2005 seinen Ansatz für Privatanleger abgewandelt. Für sie hat er in seinem Buch „Unconventional Success“ folgende Vermögensstruktur als beispielhaft vorgeschlagen:

1. Inländische Aktien mit einer Gewichtung von 30%; 2. ausländische Aktien aus entwickelten Ländern mit 15%; 3. ausländische Aktien aus Schwellenländern 5%; 4. Immobilien 20%; 5. festverzinsliche Staatsanleihen 15%; sowie 6. inflationsgeschützte Staatsanleihen 15%.

Diese Struktur sollte mit Indexfonds möglichst kostengünstig umgesetzt werden. Auch wenn Swensen einer Indexorientierung bei fachlich versierten Anlegern kritisch gegenübersteht, bietet die Orientierung an Marktindizes für die breitere Anlegerschichten Vorteile in Hinblick auf Transparenz, Kosten und Verständlichkeit. In einem Interview mit der Financial Times sagte er einmal:

„... man soll nur in das investieren, was man versteht ... die überwiegende Anzahl von privaten und institutionellen Investoren sollte sich auf kostengünstige Indexfonds konzentrieren, weil diese einfach zu verstehen sind.“ [“...you should invest only in things that you understand ... the overwhelming number of investors, individual and institutional, should be completely in low-cost index funds because that’s easy to understand.”].

Grundsätzlich hat diese Vorgehensweise auch aus unserer Sichtweise vieles für sich, auch wenn man bei der von Swensen vorgeschlagenen Struktur aus heutiger Perspektive im Rentenbereich weniger auf Staatsanleihen, sondern vor allem auf Unternehmensbonds setzen sollte. Weiterhin kann man im Rahmen eines Multi-Strategy (auch: Multi-Style) -Ansatzes die Risikostreuung noch weiter erhöhen, wenn man innerhalb einer Anlageklasse nach verschiedenen Investmentstilen differenziert. Auch innerhalb einer Anlageklasse sind völlig

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

unterschiedlichen Entwicklungen sowohl in Hinblick auf die Performance wie auch in Bezug auf die Risikoparameter möglich. Durch die Auswahl von mehreren Strategien, die von unterschiedlichen Einflussfaktoren abhängen, kann die Risikominderung durch Streuung verstärkt werden.

## 2) Analytische Kompetenz: Warren Buffet

Warren Buffet ist mit seiner Holding Berkshire Hathaway einer der mit Abstand erfolgreichsten Langfristanleger unserer Zeit. Für ihn besteht die beste Risikoabsicherung in einer gründlichen fundamentalen Analyse des Herausgebers eines Wertpapiers. Zentral ist dabei die Einschätzung der operativen Risiken, die sich für ein Unternehmen aus dem eigenen Geschäftsfeld (z. B. Wettbewerbsposition) oder der Gesamtwirtschaft (z. B. Inflation) ergeben. Während Swensen darauf setzt, beim Eintritt von Extremereignissen möglichst wenig Angriffsfläche zu bieten, sucht Buffet nach Anlagen, die Schocks relativ gut überstehen.

Egal ob Aktie, Rente oder Unternehmensbeteiligung, Buffet hat eine Mindestrenditeerwartung und überprüft, ob diese unter schwierigen Bedingungen erfüllbar ist. Hierzu analysiert er nicht nur die üblichen finanzwirtschaftlichen Kennzahlen zur Beurteilung von Solidität, Rentabilität und der Bewertung. Insbesondere die Einschätzung von zwei qualitativen Faktoren hat für ihn zentrale Bedeutung: 1) Die Frage, ob ein von ihm analysiertes Unternehmen einen dauerhaften Wettbewerbsvorteil besitzt; sowie 2) ob das Management fachlich kompetent und persönlich vertrauenswürdig ist.

Charakteristisch für Buffet ist, dass er zwar auch diversifiziert, aber bei Weitem nicht so breit wie beispielsweise Swensen. Er beschränkt sich bei seinen Langfristanlagen auf Anleihen, Aktien und außerbörsliche Unternehmensbeteiligungen (Private Equity). Weiterhin konzentriert Buffet seine Engagements in Bereichen, in denen er besondere Expertise besitzt (Konsumgüter, Rückversicherung etc.) und verlässt nur im Ausnahmefall den heimischen, US-amerikanischen Markt. John Maynard Keynes, der neben seiner Tätigkeit als Ökonom auch einer der erfolgreichsten Investoren der 30er und 40er Jahre des 20. Jahrhunderts (vgl. hierzu „Mit ruhiger Hand Nr. 10“) war und in vieler Hinsicht als Vorläufer von Warren Buffet gilt, ging sogar noch weiter. Er analysierte und investierte nur in ganz bestimmten Sektoren, die er von vornherein als diejenigen mit überdurchschnittlichem Wachstumspotenzial identifiziert hatte bzw. bei denen er keine Strukturprobleme vermutete.

Buffet – wie vor ihm Keynes – geht durchaus auch größere Engagements in einzelnen Unternehmen ein, wenn er hiervon besonders überzeugt ist. So hat er einmal geschrieben: „Das Risiko kann stark reduziert werden, wenn man sich auf wenige Anlagen konzentriert.“ [“Risk can be greatly reduced by concentrating on only a few holdings.”] Die Logik dahinter ist: besser wenige Anlagen, die man sehr gut kennt und denen man vertraut, als viele Investments, die man nicht mehr überblicken kann. Er ist sich dabei der analytischen Grenzen den Menschen bewusst. Für ihn ist der Schlüssel zum Management von Risiken und Unsicherheit nicht möglichst viele Informationen zu verarbeiten, sondern die vorhandene Information richtig zu organisieren und tief gehend zu verstehen.

Buffet würde allerdings auch niemals alles auf eine Karte setzen, da ihm klar ist, dass sich auch bei der besten Analyse ein Fehler einschleichen bzw. immer etwas schief gehen kann. Deswegen diversifiziert er schon seine Beteiligungen, aber in einem deutlich geringerem Ausmaß als beispielsweise in einem Marktindex.

Buffet versucht nicht, wie schon erwähnt, Marktschwankungen zu prognostizieren. Allerdings ist er darauf vorbereitet, wie seine hohe Liquiditätshaltung zeigt. Denn knapp 20 % des Portfolios seiner Beteiligungsgesell-

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

schaft Berkshire Hathaway besteht aus Liquidität bzw. US-Staatsanleihen, auch wenn sich diese weit unter seinen üblichen Renditevorstellungen verzinsen. Dies deutet darauf hin, dass das Liquiditätsrisiko für ihn eine sehr große Bedeutung hat, obwohl er nicht wie ein Publikumsfonds Mittelabflüsse von enttäuschten Investoren befürchten muss. Einerseits hängt die hohe Liquidität mit Erfordernissen des Versicherungsgeschäfts zusammen, das einen Teil seiner außerbörslichen Beteiligungen ausmacht. Andererseits sieht Buffet Kurschwankungen an Aktienmärkten weniger als Risiko denn als Chance, gelegentlich günstig Aktien zu erwerben, und benötigt Liquidität, um diese gegebenenfalls nutzen zu können.

Wenn er eine attraktive Möglichkeit sieht, die sich aus einer Marktineffizienz ergibt, hat sich Buffet auch schon in Rohstoffen und Derivaten engagiert bzw. Merger-Arbitrage gemacht. Hierbei hat er aber immer darauf geachtet, dass nicht „gewettet“ wird. Wenn, dann werden nur sehr moderate Risiken in begrenztem Umfang eingegangen, die gegenüber den möglichen Erträgen gut vertretbar erscheinen.

Obwohl Warren Buffet in der Wirtschaftspresse gerne als Vorbild für Privatinvestoren zitiert wird, ist seine Anlagephilosophie dennoch relativ schwierig allgemein übertragbar, da seine Methodik für gute Anlageentscheidungen eine gewisse finanzanalytische Vorbildung sowie eine eingehende Beschäftigung mit potenziellen Investments verlangt.

Für Anleger, die allerdings die Bereitschaft mitbringen, sich tiefer mit Investmentthemen zu befassen oder die aufgrund ihrer beruflichen Tätigkeit über branchenspezifisches Expertenwissen verfügen, kann die Orientierung an Buffet sehr wertvoll sein.

### 3) Risiko-Spreizung: Talebs Barbell-Strategie

Nassim N. Taleb ist in den vergangenen Jahren berühmt geworden, weil er den Begriff des „schwarzen Schwans“ geprägt hat. Hiermit werden nicht oder nur sehr schwer vorhersagbare Extremereignisse beschrieben, die Finanzmärkte gründlich erschüttern. Vor seiner Karriere als Buchautor hatte Taleb einige Zeit als Optionshändler sowie Hedgefondsmanager gearbeitet. Seine Erfahrungen aus dieser Zeit hat er nicht nur später publizistisch verarbeitet, sondern auch zur Entwicklung einer Anlagestrategie genutzt, die ihn persönlich sehr wohlhabend gemacht hat.

Seine Grundidee basiert auf einer Barbell-Strategie (in Deutsch auch gelegentlich als „Hantelstrategie“ bezeichnet). Diese bedeutet, dass man sich innerhalb eines Spektrums von verschiedenen Anlagemöglichkeiten jeweils auf den extremen Enden positioniert. Der Begriff kommt ursprünglich aus dem Rentenfondsmanagement und bezeichnet eine Anlagestrategie, die vor allem auf sehr kurzfristig sowie sehr langfristig laufende Anleihen setzt, aber mittlere Laufzeiten vernachlässigt.

Nassim N. Taleb schlug in seinem Buch „Anti-Fragilität“ vor, diesen Ansatz der extremen Positionierung auch auf das Risikospektrum zu übertragen. So propagierte er, bei der Kapitalanlage sehr sichere Investments – wie z. B. Staatsanleihen – mit extrem riskanten Finanzinstrumenten – wie z. B. Optionen – zu kombinieren und völlig auf das mittlere Risikospektrum (z. B. Aktien) zu verzichten. Typisch wäre z. B. eine Anlage, die zu 95% aus Staatsanleihen besteht sowie zu 5% aus Verkaufsoptionen, die weit von ihrem Ausübungspreis entfernt sind und daher sehr günstig zu erwerben sind. Im Falle eines Börsencrashes würden diese Optionen extrem an Wert gewinnen, ansonsten wertlos verfallen. Durch die Staatsanleihen wird ein nominaler Kapitalerhalt gewährleistet, durch die Zinseinnahmen werden die Verluste auf der Optionsseite teilweise kompensiert.

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Unter normalen Kapitalmarktbedingungen führt diese Strategie zur vielen regelmäßigen kleinen Verlusten, die aber durch einen sehr hohen Ertrag im Falle eines Extremereignisses mehr als ausgeglichen werden.

Taleb verfolgt dabei eine zu Swensen und Buffet entgegengesetzte Logik. Bei diesen geht vor allem darum, auf konventionelle Weise hohe Erträge zu erzielen und die Folgen von Extremereignissen zu begrenzen. Taleb will vor allem von diesen Extremereignissen profitieren. Er nimmt dafür in Kauf, dass es während der überwiegenden Anlagedauer zu vielen kleinen Verlusten kommt, nur um im Falle des Eintretens eines Extremereignisses einmalig enorme Gewinne einzustreichen.

Voraussetzung für die Funktionsweise von Talebs Strategie ist allerdings, dass sich mit risikofreien Anlagen ca. 4%-5% p.a. erzielen lassen. Bei den heutigen Verhältnissen am Kapitalmarkt ist mit Staatsanleihen solider Staaten nach Steuern und Inflation kein Kapitalerhalt mehr möglich. Die Kompensation von Optionsverlusten mit sicheren Zinserträgen geht momentan nicht mehr. Damit besteht die Gefahr, dass die Optionsverluste sich so akkumulieren, dass das eingesetzte Kapital verloren ist, bevor die Optionen aufgrund eines Finanzmarkt-schocks Gewinne bringen können.

Eine weitere Voraussetzung ist, dass der Markt Extremereignisse systematisch unterschätzt und damit falsch bewertet. Dies war sicherlich vor der Finanzkrise 2008 der Fall. Gegenwärtig ist aber unserer Einschätzung nach eher davon auszugehen, dass der Markt den Eintritt von Extremereignissen möglicherweise sogar überschätzt. Dies ist nicht zuletzt das Ergebnis des Erfolges von Talebs Buch „Der schwarze Schwan“.

Talebs Ansatz hat in den vergangenen Jahrzehnten funktioniert, weil einerseits Staatsanleihen ausreichende Zinsen abwarfen, andererseits alle paar Jahre die Kapitalmärkte von Schocks erschüttert wurden, die viele Marktteilnehmer unvorbereitet trafen. So gab es den Aktiencrash von 1987, die EWS-Krise 1992, den US-Rentenmarkteinbruch 1994; Russland- und Asienkrise 1998; Terrorismus und Irakkrieg 2001-03, Finanzkrise ab 2008 sowie die Eurokrise und US-Budgetkrise ab 2010. In der Zukunft ist aber nicht unbedingt davon auszugehen, dass solche Krisen sich in dieser Häufigkeit und vor allem nicht in dem Umfang wiederholen. Unseren Berechnungen nach gab es seit 1928 32 Kurseinbrüche im Dow Jones 30 mit Kursverlusten von über 10%, die als Schocks gezählt werden können. Allerdings passierten diese vor allem bis 1940 (24 mal) und ab 1987 (7mal). Dazwischen lagen 46 Jahre mit nur einem Schock (1962).

Inzwischen reagieren viele Investoren gelassener auf Extremereignisse; gleichzeitig ist die Vorsicht gegenüber potenziellen Spekulationsblasen sehr hoch. Notenbanken intervenieren zunehmend aggressiver zur Finanzmarktstabilisierung. Insofern könnten die kommenden Jahre für Talebs Barbell-Strategie schwierig werden. Möglicherweise kann aber auf diesen Ansatz zu anderen Zeiten, an denen sowohl die Zinsen wie auch die Sorglosigkeit der Anleger wieder deutlich höher sind, wieder erfolgreich zurückgegriffen werden.

# 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; Seite 5: <http://www.martinhilbert.net/WorldInfoCapacityPPT.html>

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

Die Analyse „Die große Risikoverwirrung Teil 3: Die Krux mit der Unsicherheit“ entstand in Co-Autorenschaft mit Prof. Dr. Ekaterina Svetlova (<http://karlshochschule.de/de/lehkrafte/#prof-dr-ekaterina-svetlova>). Sie hat die Professur für „International Business and Finance“ an der Karlsruhochschule International University in Karlsruhe inne und publizierte zuletzt insbesondere zum Thema „Risiko und Unsicherheit“. Ihre weiteren Forschungsschwerpunkte sind:

- Verknüpfung der Ökonomie mit Geisteswissenschaften wie Philosophie und Soziologie
- Methodologie der Wirtschaftswissenschaften
- Wirtschaftssoziologie und Soziologie der Finanzmärkte
- Modellieren und Umgang mit theoretischen Modellen auf den Finanzmärkten

Vor ihrer wissenschaftlichen Tätigkeit hat Frau Prof. Dr. Ekaterina Svetlova als Analystin und Fondsmanagerin 7 Jahre lang praktische Kapitalmarkterfahrung gesammelt.

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

## 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.

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

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

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 beigesteuert. Darüber hinaus werten wir auch Beiträge der seriösen Wirtschaftspresse sowie Nachhaltigkeitsreports über den jeweiligen Emittenten aus.

Die Kurszeitreihen für die Grafiken in „Klartext: Repressive Easing“ wurden bei der Deutschen Bundesbank sowie beim US Treasury (<http://www.treasurydirect.gov>) bezogen.

Für den Artikel „Die asymmetrische Welt“ wurden folgende Quellen verwendet:

George A. Akerlof: The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism; The Quarterly Journal of Economics, Vol. 84, No. 3. (Aug., 1970), pp. 488-500 (<https://www.iei.liu.se/nek/730g83/artiklar/1.328833/AkerlofMarketforLemons.pdf>); Beunza, D., and D. Stark (2004). "Tools Of the Trade: The Socio-Technology Of Arbitrage In A Wall Street Trading Room. Industrial and Corporate Change" 13(2), 369-400. Zitat von Seite 369; Martin Hilbert & Priscila López: "The World's Technological Capacity to Store, Communicate, and Compute Information"; Science 1 April 2011: Vol. 332 no. 6025 pp. 60-65 (<http://www.sciencemag.org/content/332/6025/60.abstract>); die Website von Martin Hilbert: <http://www.martinhilbert.net/index.html>. Zur International Data Corporation (IDC) vgl. <http://www.idc.com/>. Zu Fehlern bei Wikipedia vgl. Oliver Klatt, „Schwindeleien auf Wikipedia: Diese Geschichten sind ein Witz“, Spiegel online, 29.5.2013 <http://einestages.spiegel.de/external/ShowTopicAlbumBackgroundXXL/a28578/I0/I0/F.html>.

Für den Beitrag „Die große Risikoverwirrung Teil 3: Die Krux mit der Unsicherheit“ wurden folgende Quellen verwendet:

Warren Buffet wurde zitiert nach seinem einleitenden Aktionärsbrief in dem Geschäftsbericht für Berkshire Hathaway 2012 (<http://www.berkshirehathaway.com/letters/2012ltr.pdf>, "Of course, the immediate future ...."); Zum „Economic Policy Uncertainty Index“ vgl.: <http://www.policyuncertainty.com/index.html>; Croft, J. (2009), 'Modeling adapts as catastrophic clouds clear', Financial Times, 21, 5 October; Grosby, P. and J. Bohn (2003), Modeling Default Risk, San Francisco: KMV; Knight, F.H. (1921), Risk, Uncertainty and Profit, Mineola, NY: Dover Publ.; Salmon, F. (2009), 'Recipe for disaster: the formula that killed Wall Street', Wired, 24 September 2009, available at: [http://www.wired.com/techbiz/it/magazine/17-03/wp\\_quant?currentPage=all](http://www.wired.com/techbiz/it/magazine/17-03/wp_quant?currentPage=all), last access on June 25, 2013; Skidelsky, R. (2009), Keynes: The Return of the Master, London: Penguin; Svetlova, E. and Fiedler, M. (2011): Understanding Crisis: On the Meaning of Uncertainty and Probability. In: Asenjo, O. and Marcuzzo, C. (eds.): The Recession 2008. Competing explanations. Camberley, UK: Edward Elgar publishing, 42-62.

Zu David F. Swensen vgl. seine Bücher: Pioneering Portfolio Management: An Unconventional Approach to Institutional Investment, (Fully Revised and Updated 2009) sowie Unconventional Success: A Fundamental Approach to Personal Investment (2005). Das Interview mit dem Zitat von Swensen ist in der Financial Times am 12. Oktober 2009 erschienen und unter <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/dd91a3ec-b461-11de-bec8-00144feab49a.html#axzz2WxXt0KKU> abzurufen.

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Weitere Angaben zu seinem Vorgehen sind auf der Website <http://investments.yale.edu/> einsehbar.

Warren Buffet wurde zum Thema Investieren unter Unsicherheit zitiert nach Robert G. Hagstrom (2000) „Investieren mit Warren Buffet“, Seite 190. Das Zitat “Risk comes from not knowing what you’re doing” wurde von [http://www.searchquotes.com/quotes/author/Warren\\_Buffett/](http://www.searchquotes.com/quotes/author/Warren_Buffett/) übernommen. Zum Thema Risiko bei Warren Buffet vgl. auch Lawrence A. Cunningham (3. Auflage 2009):“ The Essays of Warren Buffett: Lessons for Investors and Managers”. Zum Auswahlprozess von Anlagen bei Buffet vgl.: Mary Buffett, David Clark (2. Auflage (2012): „So liest Warren Buffett Unternehmenszahlen: Quartalsergebnisse, Bilanzen & Co - und was der größte Investor aller Zeiten daraus macht“.

Zu Nassim Taleb vgl.: „Der schwarze Schwan“, 4. dt. Auflage München 2012; sowie: „Anti-Fragilität: Anleitung für eine Welt, die wir nicht verstehen“ München 2013.

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.

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 26.

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 1.7.2013.

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: Aktien von Halma, SAP und SGS
- 2) in den vergangenen 12 Monaten an Transaktionen beteiligt: Aktien von Halma, SAP und SGS
- 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.