

Nummer 10, 4. Februar 2013

Schwerpunktthema der aktuellen Ausgabe ist das **Asset Management**. Die Beiträge befassen sich aus unterschiedlichen Blickwinkeln mit aktuellen Fragestellungen der professionellen Geldanlage.

Der Kommentar „**Klartext: Billigheimer und Verpackungskünstler**“ beschäftigt sich mit den aktuellen Konsumtrends, entweder sehr billige oder sehr luxuriöse Produkte zu bevorzugen. Beide Trends haben zu einer Entkoppelung von Preis und Qualität geführt. Während „Geiz ist geil“ eine völlige Vernachlässigung von Qualität mit sich bringt, hat Luxus zu einer Dominanz der exklusiven Verpackung über die tatsächlichen Inhalte zur Folge gehabt.

Im Finanzbereich spiegelt die normale Finanzberatung den Trend zu Billigangebot wieder. Sie ist umsonst, von der Qualität aber meist sehr enttäuschend. Beim Luxusangebot Private Banking hingegen täuscht ein exklusives Ambiente oft nur darüber hinweg, dass sich dahinter nur ein standardisiertes Angebot versteckt.

Der Gast-Beitrag „**Family Offices – eine Alternative für das professionelle Vermögensmanagement**“ von Dr. Carolin Decker (Juniorprofessorin für Family Offices an der WHU – Otto Beisheim School of Management in Vallendar) beschäftigt sich mit der zunehmenden Bedeutung von individuellen Vermögensverwaltungen am Kapitalmarkt.

Insbesondere auf die Vielfalt von Family Offices wird eingegangen, die sich durch die verschiedenen Aufgaben und speziellen Erfordernissen ihrer Eigentümer ergeben. Hierbei wird gezeigt, dass nicht nur der allgemeine Vertrauensverlust in die Finanzindustrie zum Wachstum beiträgt, sondern vor allem die Fähigkeit, sehr spezifisch auf individuelle Anforderungen einzugehen.

Der Artikel „**Wie aus John Maynard Keynes ein Starinvestor wurde**“ erzählt die Geschichte, wie aus dem berühmten Ökonomen einer der Pioniere in der institutionellen Geldanlage in Aktien sowie ein äußerst erfolgreicher Fondsmanager wurde. Dabei war sein Weg keineswegs geradlinig. Keynes machte Fehler, zog aus diesen aber die richtigen Konsequenzen und entwickelte einen Investmentstil, der insbesondere heute wieder in vieler Hinsicht vorbildlich erscheint.

Der Beitrag „**Naives und intelligentes Indexieren**“ befasst sich mit zwei Vorgehensweisen beim Einsatz der immer beliebter werdenden Indexfonds. Zum einen wird das sogenannte „naive“ Indexieren erläutert, bei dem Anleger über ihre Fonds Makrothemen abbilden wollen, ohne sich aber ausreichend darüber zu informieren, ob die wichtigsten Titel in ihren Indizes wirklich die erwünschten ökonomischen Sensitivitäten haben. „Intelligentes Indexieren“ hingegen ist, wenn Indexfonds auf spezifische Marktsegmente mit überdurchschnittlichen Performanceeigenschaften ausgewählt werden.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Klartext: Billigheimer und Verpackungskünstler

Liebe Langfristanleger,

ein alter Freund von mir, der seit 20 Jahren im Ausland ist und seit einiger Zeit in einer europäischen Hauptstadt lebte, erzählte mir eine seiner Erfahrungen nach typische Äußerung deutscher Touristen, mit der sie ihre höchste Freude über seine neue Heimat ausdrücken: "... und das Essen war so billig!"

"Wer billig kauft, kauft teuer" war hingegen einer der Wahlsprüche meiner Großeltern. Sie bevorzugten ganz klar das Wertbeständige. Das Etikett „billig“ war ein Warnsignal. Lieber gaben sie mehr aus für etwas, an dem sie länger Freude hatten. Allerdings durfte auf keinen Fall zu viel dafür bezahlt werden, Qualität und Preis sollten in einer angemessenen Relation stehen. Die heute dominierenden Konsumtrends sind aber "Hauptsache billig" und Luxus. Beide



muten, wenn man genauer darüber nachdenkt, etwas seltsam an, den beide haben in ihrer Konsequenz eine Entkopplung von Preis und Qualität zur Folge.

Inhalt:

Seite 4: Family Offices – eine Alternative für das professionelle Vermögensmanagement

Seite 11: Wie aus John Maynard Keynes ein Starinvestor wurde

Seite 17: Naives und intelligentes Indexieren

Seite 20: Impressum, Anhang

Seite 24: Disclaimer

Das Konsummotto „Hauptsache billig“ manifestiert sich im Werbespruch „Geiz ist geil“. Es geht darum, ein Produkt oder eine Dienstleistung zu möglichst geringen Kosten zu bekommen, egal ob dies nur mit versteckten Mängeln zu erzielen ist. Potenzielle Qualitätsprobleme werden verdrängt.

Beim Luxus hingegen geht es darum, möglichst viel Geld auszugeben. Hier wird auf Qualität Wert gelegt, wobei fast egal scheint, wie viel diese kostet. Denn durch Luxus wird gezeigt, dass man es sich leisten kann und alles andere als geizig ist. Und hierauf kommt es an: Der Gebrauch eines Luxusgutes oder einer Dienstleistung wird erst durch die Bewunderung oder den Neid von Anderen richtig schön. Natürlich gibt es noch ein paar Leute, die sich ein Haute-Couture-Kleid, eine Luxusuhr oder einen Sportwagen zulegen, weil sie die Ästhetik oder die Technik schätzen, dennoch werden sie zunehmend zur Ausnahme. Deshalb wird auch für viele Luxusconsumenten der eigentliche Gebrauchswert und damit die Qualität nebensächlicher. Eine folgerichtige Entwicklung ist deshalb, dass die meisten Luxusgüter inzwischen selbst zur standardisierten Massenware geworden sind. Sie sehen nur noch teuer aus, durch ihren Verkauf im Luxusambiente wird eine Exklusivität suggeriert, die es nicht mehr gibt. Zur großen Freude der Produzenten unterscheiden sich die reinen Herstellungskosten vielfach nur noch unwesentlich von denen normaler Produkte. Aber da sich der Wert für den Kunden vor allem aus dem mit dem Produkt verbundenen Image ergibt, reicht es völlig, wenn der Gebrauchswert nur noch Mindestanforderungen genügt. Der öffentlich zelebrierte Luxus erscheint in gewisserweise als der Triumph der Verpackung über den Inhalt.

Die Trends zum „Geiz ist geil“ und zur Luxusverpackung waren auch in der Finanzindustrie bestimmend. Ein gutes Beispiel für ein Billig-Produkt ist die normale Finanzberatung. Hier kommt es dem Kunden vor allem

Die Trends zum „Geiz ist geil“ und zur Luxusverpackung waren auch in der Finanzindustrie bestimmend. Ein gutes Beispiel für ein Billig-Produkt ist die normale Finanzberatung. Hier kommt es dem Kunden vor allem

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

darauf an, dass er keine offensichtlichen Gebühren zahlt. Unabhängigkeit, versteckte Risiken und Gebühren scheinen wenig zu interessieren, Hauptsache der Finanzberater will nicht auch noch ein Honorar für seine Leistung. Und so geht die überwiegende Mehrheit der Deutschen immer noch zu Banken und Finanzvertrieben. Sie freuen sich über den Gratiskaffee und kommen sich besonders clever vor, wenn man ihnen großzügig ein paar Punkte vom Ausgabeaufschlag erlässt (weil der Verkäufer an anderer Stelle ja mehr als genug verdient). Neutrale Honorarberater hingegen kämpfen nach wie vor um ihr Überleben.

Und es gibt ein Luxusprodukt, das Private Banking. Sein Gebrauchswert ist nur unwesentlich höher als bei der normalen Finanzberatung, aber es sieht viel exklusiver aus. Der Kunde wird durch eine Marmoreingangshalle in gediegene Büros mit Echtholztäfelung geführt. Der Finanzberater trägt keine Tennissocken, sondern Maßanzüge. Er kennt sich nicht nur mit Fußball, sondern auch mit Oper, Golf und Champagnermarken aus und kann darüber hervorragend Small Talk machen. Dass er bei seiner eigentlichen Aufgabe, der Vermögensanlage, weniger vom Wohl des Kunden als von den Verkaufsvorgaben seiner Vorgesetzten geleitet ist, soll im edlen Umfeld nicht auffallen.

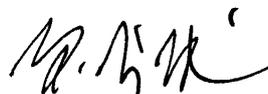
Individuelle Beratung kann aber weder nach dem Motto „Geiz ist geil“ noch aufgrund eines exklusiven Ambientes erfolgen. Kunden dürfen sich nicht der Illusion hingeben, dass gute Beratung umsonst ist bzw. sich aus einer schönen Gestaltung ergibt. Wer Billigheimern und Verpackungskünstlern vertraut, sollte sich über miserable Anlageergebnisse nicht wundern.

Kostengünstige Produktion im Finanzbereich muss nicht schlecht sein, sofern sie Effizienzvorteile nutzt, die auf Standardisierung beruhen. Weiterhin sollten die Kostenvorteile auch an die Kunden weitergegeben werden. Ein Beispiel hierfür sind Indexfonds, die repräsentative Nachbildungen bestimmter Marktindizes sind und sich in einer akzeptablen Qualität zu niedrigsten Kosten herstellen lassen. Bei informierten Anlegern erfreuen sie sich deswegen berechtigter Weise zunehmender Beliebtheit. Allerdings bedingt ihr Einsatz eine genaue Analyse der Indexkomponenten und ihrer Sensitivitäten. Sonst kann es dem Anleger auch bei diesen Produkten passieren, dass er in etwas investiert, was er eigentlich nicht möchte.

Ein weiterer klarer Trend am Markt für Kapitalanlagen ist das starke Wachstum von Family Offices, also individualisierten Vermögensverwaltungen. Ihre steigende Beliebtheit ist eine klare Indikation dafür, dass sich wohlhabende Anleger dagegen wehren, schön verpackte Massenware als Luxusprodukt verkauft zu bekommen. Sie stellen – ähnlich einer Schweizer Präzisionsuhr – echte Qualität dar: eine teure, aber auch hochwertige und sehr individuelle Finanzdienstleistung. Und „teuer“ steht dann nicht für schöne Verpackung oder Befriedigung der Geltungssucht, sondern für vorzüglichen Inhalt.

Indexfonds und Family Offices stellen deshalb Themenschwerpunkte der aktuellen Ausgabe dar, da sie für Marktlösungen stehen, die – neben vielen anderen spannenden Entwicklungen – einen Ausweg aus der aktuellen Misere in der Finanzberatung bieten können. Darüber hinaus soll aber nicht vergessen werden, dass man auch aus der Vergangenheit lernen kann. Ein weiterer Beitrag befasst sich deshalb damit, wie der berühmte Ökonom John Maynard Keynes zu einem der erfolgreichsten Investoren der Welt wurde. Sowohl aus seinem Werdegang wie auch seinem Investmentstil lassen sich nach wie vor wertvolle Schlussfolgerungen für die Gegenwart ziehen.

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



Family Offices – eine Alternative für das professionelle Vermögensmanagement

Von Carolin Decker, WHU – Otto Beisheim School of Management, Vallendar

Family Offices – Organisationen, die spezialisierte Vermögensmanagementkonzepte und weitere Dienstleistungen für reiche Privatkunden, Unternehmer, Erben und Inhaber großer Vermögen sowie ihrer Familien anbieten – ziehen seit einigen Jahren das Interesse von Forschung und Praxis auf sich. Dies ist nicht nur der Finanzkrise geschuldet, in deren Folge viele Vermögensinhaber den Banken ihr Vertrauen entzogen haben und stattdessen zunehmend auf das Versprechen vieler Family Offices setzen, eine neutrale Beratung und unabhängige Produkte und Dienstleistungen anzubieten. Am Beispiel SandAire wird deutlich, was Vermögensinhaber und ihre Familien erwarten:

„Als die Familie Scott die britische Versicherungsgesellschaft Provinzial, die sie 1903 gegründet hatte, für 350 Millionen Pfund 1994 verkaufte, entschied sie sich dafür, einen Weg zu finden, den Verkaufserlös gemeinschaftlich zu bewahren und zu verwalten. Alexander Scott, der frühere Vorstandsvorsitzende von Provinzial, wurde mit dieser Aufgabe betraut. (...) Das Ziel, sagt er, bestand darin, einen Weg zu finden, das Familienvermögen gemeinschaftlich zu investieren und dabei die Produktpalette und die Anbieter zu diversifizieren. Banken konnten ihn diesbezüglich nicht überzeugen. 1996 gründete er SandAire, und fünf Jahre später öffnete sich das Family Office für andere Familien, die sich in einer ähnlichen Lage wie die Scotts befanden. (...) SandAire, das eines von nur einer Handvoll von Multi-Family Offices in Großbritannien ist, verwaltet nun ein Vermögen in Höhe von 500 Million Pfund für 14 weitere Familien. SandAire bietet Familien nach eigenen Angaben den Vorteil, dass es aus erster Hand weiß, was Familien brauchen, deren größte Sorge oft darin besteht, wie die nächste Generation mit der zu erwartenden Erbschaft in Millionenhöhe umgeht. „Wir löffeln unsere eigene Suppe aus“, sagt Scott. Derartige Büros behaupten, dass sie das bieten, was die meisten Banken nicht leisten können: unabhängige Beratung, ohne in den Verdacht zu geraten, Cross-Selling zu betreiben, d. h. Produkte aus anderen Teilen der Bank verkaufen zu müssen. „Open Architecture“ – die Fähigkeit, irgendwelche Produkte von jedwedem Anbieter auszuwählen zu können, ist für Familien wichtig“ (zit. n. K. Burgess, „Keeping it in the family“, Financial Times, FT Report, 27.11.2004, S. 4).

Das jährlich von Bloomberg veröffentlichte Ranking der „Top 50 Family Offices“ weltweit zeigt, dass angesichts der hohen Finanzkraft, die von diesen spezialisierten Vermögensverwaltungen für Superreiche ausgeht, das wachsende Interesse gerechtfertigt ist. Im Jahr 2010 beispielsweise verwalteten die „Top 50 Family Offices“ rund 500 Milliarden US-Dollar. Die Beschäftigung mit Family Offices erweist sich auch als relevant im Hinblick auf den ökonomischen und sozio-politischen Einfluss, den sie zumeist relativ unbemerkt von der Öffentlichkeit ausüben, wie schon 1980 der Soziologe Marvin Dunn kritisch feststellte:

„Durch das Family Office ist die Familie mit anderen Institutionen in der Gesellschaft verbunden, so z. B. Unternehmen, politische Parteien und die Institutionen, die von den Familienstiftungen gefördert werden. Somit dient das Family Office dazu, die externe Koordination zwischen der Familie und sozialen Institutionen zu bewerkstelligen. Zusätzlich zur Stärkung der verwandtschaftlichen Beziehungen bergen gemeinsame ökonomische Interessen das Potenzial, Einfluss auf Unternehmen auszuüben“ (zit. n. M. Dunn, „The family office as a coordinating mechanism within the ruling class“, Critical Sociology, Vol. 9, S. 8-23).

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Der Einfluss von Family Offices gestaltet sich wie folgt:

- Family Offices als Organisationen an der Schnittstelle von Familien und deren unternehmerischen Aktivitäten unterstützen die Governance von Familienunternehmen, die in nahezu allen Volkswirtschaften vorzufinden sind.
- Family Offices agieren als einflussreiche Investoren. Beispielsweise stellen sie über Venture Capital Fonds finanzielle Ressourcen zur Verfügung, die die Gründung und das Wachstum von Start up-Unternehmen fördern.
- Family Offices beraten ihre vermögende Klientel immer häufiger im Hinblick auf philanthropische Aktivitäten. Damit unterstützen sie deren Engagement in Social Entrepreneurship und nehmen Einfluss auf gesellschaftliche Entwicklungen.
- Family Offices konstituieren ein zunehmend international agierendes Segment innerhalb der Finanzdienstleistungsbranche. Ihre Leistungen beschränken sich schon lange nicht mehr nur auf die USA, sondern zunehmend auf Europa und auch Asien.

Inzwischen gilt es nahezu als Allgemeinwissen, dass Family Offices reiche Unternehmerfamilien mit dem Versprechen der Unabhängigkeit und Neutralität locken und vom wachsenden Misstrauen gegenüber Banken profitieren. Eine aktuelle Medienanalyse der Financial Times, der Financial Times Deutschland und des Wall Street Journals über die Jahre 2000-2010 zeigt, dass diese beiden Begriffe im Zusammenhang mit Family

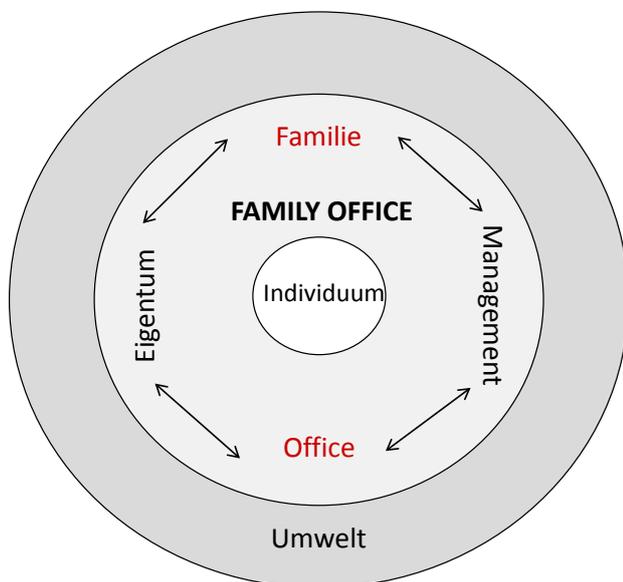


Abb. 1: Das Family Office als mehrdimensionales System

Offices sehr häufig und mit großem Nachdruck genannt werden. Die Studie, die von Wissenschaftlern der WHU – Otto Beisheim School of Management in Vallendar und der University of Surrey (UK) durchgeführt wurde, verdeutlicht auch, dass sich hinter dem Begriff Family Office eine Vielzahl unterschiedlicher Organisationsstrukturen und Geschäftsmodelle verbergen. Die weithin übliche Unterscheidung von Single-Family Offices, die sich um die Belange einzelner Familien und ihrer Mitglieder kümmern, und Multi-Family Offices, die ihre Dienstleistungen und Infrastruktur für mehrere vermögende Familien und Vermögensinhaber verfügbar machen, erweist sich als unzureichend, um diese Vielfalt abzubilden.

Trotz früher Publikationen zu Family Offices in der Soziologie, wie z. B. der eingangs zitierte Artikel von Marvin Dunn aus dem Jahr 1980, sind betriebswirtschaftliche Studien zu Family Offices, die hohen wissenschaftlichen Standards entsprechen, noch immer selten. Dies ist nicht verwunderlich, denn die Vermögensinhaber, die ihre Dienste in Anspruch nehmen, stehen zumeist ungern im Lichte der Öffentlichkeit. Damit wird die Sammlung von Daten zu Family Offices und den Personen(gruppen), die dahinter stehen, erschwert. Bereits Dunn griff deshalb auf öffentlich zugängliche Informationen in Form von Medienberichten zurück. Es ist

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

auch heute noch spannend, die Entwicklung von Family Offices über ein Jahrzehnt hinweg in der deutschen, britischen und US-amerikanischen Tagespresse zu beobachten und das kollektive Wissen zu dieser Organisationsform systematisch aufzubereiten. In Anlehnung an das von Pieper und Klein (2007, Family Business Review) entwickelte „bulleye“-Modell (s. Abb. 1) wurden insgesamt 554 Artikel aus der Financial Times Deutschland, der Financial Times und dem Wall Street Journal systematisch ausgewertet.

Die Analyse lässt die Identifikation von drei Kategorien von Family Offices zu:

- (1) Institutionell eingebettete Strukturen, so z. B. spezialisierte Abteilungen oder Tochtergesellschaften von Banken oder Finanzdienstleistungsunternehmen: Ein Beispiel aus den USA ist GenSpring Family Offices, eine Tochtergesellschaft von SunTrust Banks, die rund 15 Milliarden US-Dollar für 600 Familien verwaltet.
- (2) Multi-Family Offices, die häufig aber nicht notwendigerweise aus Single-Family Offices hervorgegangen sind: Ein prominentes Beispiel ist das Multi-Family Office Fleming Family & Partners in London, das als auf die eigene Familie beschränkte Vermögensverwaltung begann und sich schon bald nach seiner Gründung für weitere vermögende Familien öffnete. Stanhope Capital hingegen ist ein Beispiel für ein Multi-Family Office, das seit seiner Gründung darauf angelegt war, sich um das Vermögen und die Belange von mehreren Familien aus verschiedenen europäischen Ländern zu kümmern. Ein Single-Family Office, das sich um das Vermögensmanagement einer einzelnen Person kümmert, ist z. B. das private Family Office der US-Talkshow-Moderatorin und Medienunternehmerin Oprah Winfrey.
- (3) Unabhängige, auf ausgewählte Dienstleistungen konzentrierte Berater, so z. B. Investmentboutiquen, die sich auf die Vermögensanlage für sehr reiche Kunden spezialisiert haben, aber darüber hinausgehende Dienstleistungen nicht anbieten, oder auf Immobilienanlagen spezialisierte Beratungen.

Dieser Befund zeigt, dass man eher von Family Office-Strukturen als von Family Offices sprechen sollte, um die Vielfalt der Strukturformen anzudeuten, zwischen denen vermögende Familien wählen können.

Die Ergebnisse der Medienanalyse werden wie folgt zusammengefasst.

- Umwelt: Der weltweite Anstieg der Zahl vermögender Privatpersonen hat das Wachstum und die Internationalisierung von Family Offices befördert. Dabei erweisen sich insbesondere Multi-Family Offices als dominante Organisationsform.
- Familie: Das Vermögen der Familie resultiert aus dem vollständigen oder teilweisen Verkauf des Familienunternehmens, einer Erbschaft oder den Einkünften aus dem noch aktiv geführten Familienunternehmen. Family Office-Kunden erwarten Vertraulichkeit, Flexibilität, neutrale Beratung sowie auf sie zugeschnittene, unabhängige Produkte und Dienstleistungen.
- Office: Das Family Office-Konzept umfasst eine große Vielfalt an Organisationsstrukturen, die verschiedene Geschäftsmodelle verfolgen. Die Leistungserstellung kann in sehr unterschiedlichem Ausmaß internalisiert oder sogar vollständig von spezialisierten Partnerunternehmen erbracht werden („virtuelles“ Family Office). Vier Aufgabenbereiche werden abgedeckt:
 - (1) Beratung, z. B. Mediation bei Streitigkeiten zwischen Familienmitgliedern, Klärung von Erbschaftsfragen, Unterstützung bei der Nachfolgeregelung;

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

- (2) Vermögensverwaltung, z. B. Aufteilung in unterschiedliche Anlageklassen und Risikostreuung;
- (3) Buchführung, Controlling und Berichtswesen, z. B. Berichterstattung über die Entwicklung des Vermögens, Klärung steuerlicher Aspekte;
- (4) persönliche Dienstleistungen („Concierge Services“), z. B. Reiseplanung, Beratung bei der Auswahl der Schulen für den Nachwuchs, Sicherheitsmanagement.

Während einige Family Offices, vor allem private Büros, die sich auf die Belange einzelner Familien konzentrieren und vollständig in deren Hand sind, sich vorrangig den Schutz und die Bewahrung des Vermögens (Wert-erhaltung) zum Ziel setzen, propagieren viele Multi-Family Offices und Banken Wachstum und Wertschaffung.

- Eigentum: Family Offices gehören entweder einzelnen Familien, Managern, die nicht zur Familie gehören, Finanzdienstleistungsunternehmen bzw. Banken und/oder anderen Family Offices. Der Marktwert eines Family Offices richtet sich nach seiner Marke sowie dem persönlichen Netzwerk und der Erfahrung der Personen, die es maßgeblich prägen.
- Management: Das Management von Single-Family Offices ist weniger komplex und gilt als weniger effizient als das von Multi-Family Offices oder Banken. Einnahmen- und Kostenstrukturen variieren sehr stark. Family Office Manager verfügen über vielfältige Kompetenzen und Erfahrungen. Deshalb sind die Personalkosten generell sehr hoch. Anreizsysteme müssen mehr als finanzielle Vorteile bieten, um das hochqualifizierte Personal langfristig an das Family Office zu binden. Insbesondere Single-Family Offices tun sich dabei schwer, denn sie können nur begrenzt Aufstiegschancen bieten.

Gerade in Bezug auf die Aufgaben von Family Offices müssen die Ergebnisse der Medienanalyse mit Vorsicht betrachtet werden. Viele Beiträge in der Tagespresse stellen die so genannten „Concierge Services“ in den Vordergrund, um dem Bedürfnis der Leserinnen und Leser nach Unterhaltung nachzukommen. Dabei ist zu konstatieren, dass die wenigsten Family Offices ihre Hauptaufgaben in der Einkaufsberatung, der Reiseorganisation oder dem Ausführen der Hunde ihrer Klienten sehen, sondern vor allem für deren professionelles Vermögensmanagement zuständig sind. Ein Blick auf die Homepages von Multi-Family Offices illustriert allerdings, dass das Aufgabenspektrum trotz dieses klaren Schwerpunkts je nach Geschäftsmodell sehr vielfältig sein kann und in vielen Fällen eine ganzheitliche Sicht der vermögenden Familien und ihrer Bedürfnisse erfordert. So wirbt beispielsweise das WSH Family Office mit Sitz in Düsseldorf mit folgendem Satz:

„Wir stellen uns dem Mandanten quasi als Privatsekretariat, Sparringpartner, Koordinator und Finanzanwalt unter einem Dach zur Verfügung“ (zit. n. WSH Family Office, URL: http://www.w-s-h.com/sites/family_office/family_office.php, Zugriff am 17.01.2013).

Die nachfolgend auf dieser Webseite genannten Betreuungsschwerpunkte sind jedoch eindeutig der Beratung, dem Vermögensmanagement bzw. der Vermögensverwaltung, der Vermögenskontrolle und dem Berichtswesen zuzuordnen, nämlich: Unterstützung bei der Auswahl geeigneter Bankverbindungen und Steuerberater, Wertpapier-Controlling und Controlling der Immobilienverwaltung, Projekt- und Standortanalysen im Immobilienbereich, langfristige Wirtschaftlichkeitsberechnungen von Investitionsvorhaben, Erarbeitung optimaler Finanzierungsstrukturen, Fondsprüfungen, Prüfung von Angeboten im Finanzierungs-, Anlage- und Versicherungsbereich, regelmäßiges Updaten des Vermögensstrukturgutachtens.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

In einer weiteren Studie der WHU in Vallendar werden mögliche Organisationsstrukturen von Family Offices näher betrachtet und kategorisiert. Sie werden in Abb. 2 gezeigt. Die Strukturformen erweisen sich je nach den Zielen der vermögenden Familien als unterschiedlich vorteilhaft.

- Nicht-finanzielle Ziele sind z. B. die Bewahrung der Werte einer Familie über Generationen hinweg, die Schaffung vertrauensvoller Beziehungen zwischen den Familienmitgliedern, die sich auf verschiedene Zweige und Generationen verteilen, die Erziehung zu einem verantwortungsbewussten Umgang mit dem Vermögen und die Festigung des Familienzusammenhalts. Familien, die solche Ziele in den Vordergrund rücken, tendieren zu eher vorsichtigen und konservativen Anlageformen, selbst wenn diese geringere Renditen versprechen, weil ihnen die Bewahrung und Kontrolle ihres vorhandenen, ohnehin schon großen Vermögens wichtiger ist als ein hohes Wachstum.
- Finanzielle Ziele beziehen sich auf die Sicherung des Lebensstils der Vermögensinhaber, die finanzielle Unabhängigkeit der Familie und der unternehmerischen Aktivitäten einzelner Mitglieder sowie die messbaren Ergebnisse dieser Aktivitäten. Familien, die vor allem finanzielle Ziele verfolgen, tendieren eher zu renditeträchtigeren Anlageformen, die häufig mit einem höheren Risiko verknüpft sind.

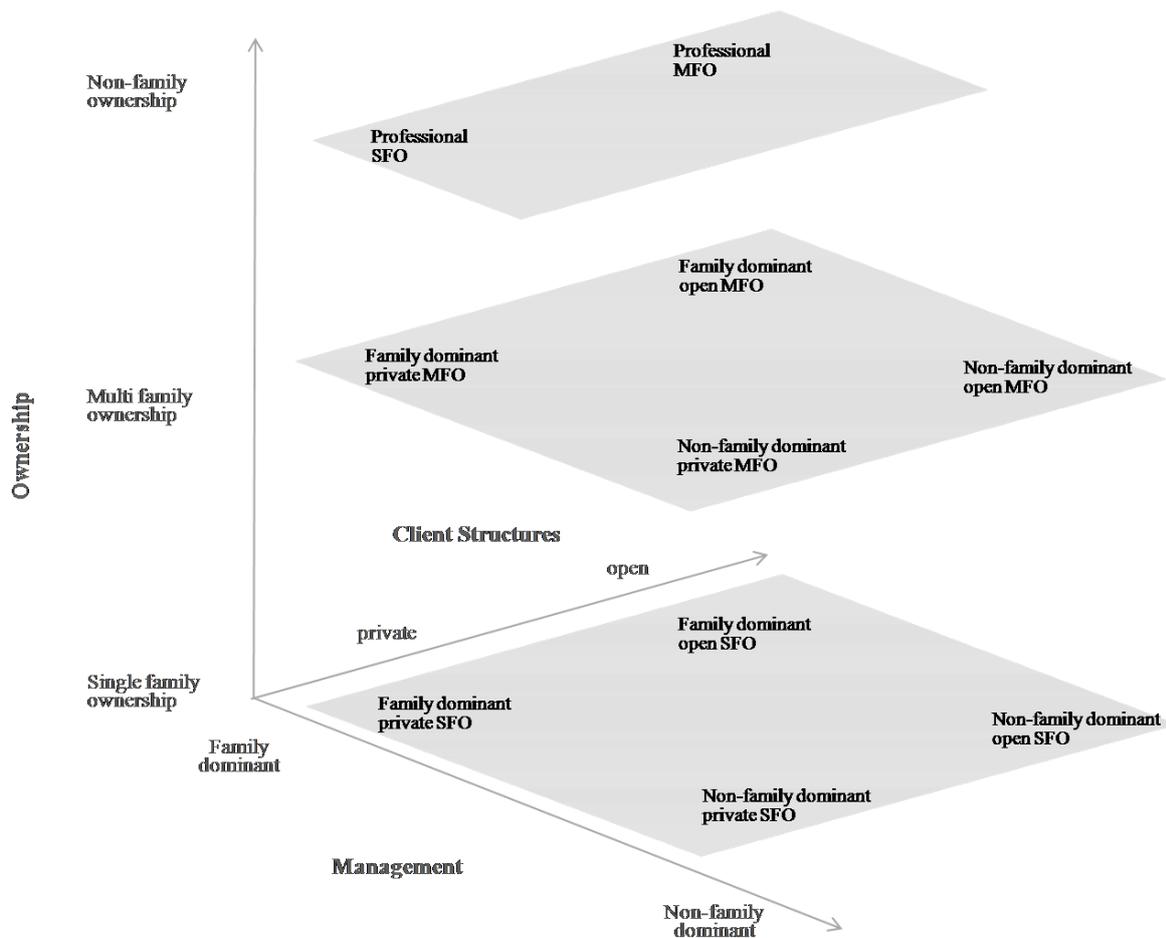


Abb. 2: Family Office-Strukturen

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Bezogen auf die in Abb. 2 dargestellten Family Office-Strukturen ergibt sich daraus folgendes Bild:

- Wenn die nicht-finanziellen und finanziellen Ziele der Familie im Gleichgewicht sind, wird sie ihr Vermögen eher einem Single- oder Multi-Family Office anvertrauen, das von einer erfahrenen Unternehmerfamilie geprägt wird, die das Management und/oder die Eigentümerstruktur des Family Offices dominiert
- Werden finanzielle Ziele stärker betont als nicht-finanzielle Ziele, sind Single- oder Multi-Family Offices geeignet, deren Management und Eigentümerstrukturen nicht von einer bestimmten Familie sondern familienexternen Personen dominiert werden.
- Bei einer klaren Betonung der finanziellen Ziele sind Multi-Family Offices oder spezialisierte Finanzdienstleister mit Family Office-Angeboten empfehlenswert, deren Management- und Eigentümerstrukturen losgelöst sind von den Familien, deren Vermögen sie verwalten. Diese Family Office-Strukturen weisen eine offene Mandantenstruktur auf, d. h., sie werben am Markt offensiv mit ihrem Leistungsspektrum um vermögende Privatpersonen und Familien.

Die Betonung der jeweiligen Ziele ändert sich im Zeitverlauf und hängt mit der Dynamik der Familienstrukturen zusammen. Ein Beispiel ist Iveagh Trustees, das Family Office der irischen Brauereifamilie Guinness. Über Generationen kümmerte sich dieses Family Office um das Vermögen der Familienmitglieder, die immer zahlreicher und verzweigter wurden. Letztlich kam es zum Bruch, weil die vielfältigen Ziele der Familienmitglieder immer schwieriger miteinander zu vereinbaren waren, die individuellen Vermögenszuwächse als unzureichend erachtet wurden und sich deshalb die gemeinsame Verwaltung des Vermögens als unhaltbar erwies:

„Die Geschichte der Familie Guinness ist typisch für das, was bei Family Offices schiefgehen kann. Wenn Generation auf Generation folgt, wächst die Zahl der Nachkommen stark an. Das bedeutet mehr Arbeit für das Family Office, während zugleich der individuelle Anteil am Vermögen sinkt. Je verstreuter die Familienmitglieder sind, desto häufiger kommt es vor, dass die Investitionsziele auseinander driften“ (zit. n. K. Burgess & M. Urrey, „Inside the secret world of family fortunes. Investment offices for the very wealthy can face scale problems“, Financial Times, 03.09.2005, S. 4).

Darüber hinaus sind die Grenzen zwischen den Family Office-Strukturen fließend:

„Einige Boutiquen betreiben das Outsourcing der Leistungserstellung an größere Institutionen, um ihr Angebot zu vergrößern, während einige große Banken eigenständige Multi-Family Offices in ihre Konzernstrukturen integriert haben“ (zit. n. R. E. Silverman, „A burden of wealth: family-office hunting; the rich face increasingly confusing choices as they seek help in managing their fortunes; need your dog walked?“, Wall Street Journal, 03.01.2008, S. B.7).

Viele Multi-Family Offices rücken in die Nähe von Banken, indem sie eigene Finanzprodukte entwickeln und diese den Familien anbieten, die ihnen ihr Vermögen anvertraut haben. Dies lässt die eingangs dargestellten Erwartungen der Unabhängigkeit und Neutralität im Zusammenhang mit Family Offices in einem neuen Licht erscheinen. Der hybride Charakter vieler Multi-Family Offices wird am Beispiel von Stanhope Capital deutlich:

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

„Stanhope ist weder eine Bank noch ein reines Family Office. Stattdessen bieten wir eine Kombination aus dem besten aus beiden Welten: die hohen Servicestandards und die Transparenz, die von einem privaten Family Office erwartet werden, kombiniert mit der Qualität der Investmentexpertise und der Exzellenz im operativen Geschäft, die üblicherweise einem großen, globalen Finanzdienstleistungsunternehmen zugesprochen werden“ (zit. n. Stanhope Capital, URL: <http://www.stanhopecapital.com/about-us>, Zugriff am 17.01.2013).

Insgesamt zeigt dieser Überblick, wie facettenreich Family Offices sind. Aus Sicht der Vermögensinhaber kommen mehr Optionen als Single- oder Multi-Family Offices in Betracht. Um ihnen die Entscheidung für eine bestimmte Family Office-Struktur zu erleichtern, sollten sich zukünftige Forschungsarbeiten stärker mit den Geschäftsmodellen der jeweiligen Family Offices beschäftigen. Mehr Wissen darüber kann den Vergleich mit den Zielen und Möglichkeiten der vermögenden Familien erleichtern und wertvolle Empfehlungen für die Wahl einer geeigneten Form des professionellen Vermögensmanagements bereitstellen.

Dr. Carolin Decker ist seit Januar 2011 Juniorprofessorin für Family Offices an der WHU – Otto Beisheim School of Management in Vallendar. Nach dem Studium in Mainz war sie als wissenschaftliche Mitarbeiterin an den Universitäten Leipzig und Paderborn sowie an der Freien Universität Berlin tätig, wo sie 2007 ihre Promotion abschloss und bis Dezember 2010 als Postdoktorandin im Institut für Management lehrte und forschte. Ihre Forschungsschwerpunkte liegen u. a. in den Bereichen Management von Familienunternehmen und Family Offices, Governance interorganisationaler Beziehungen sowie strategische Implikationen von Wechseln im Top-Management und von Eigentümerstrukturen.

Kontakt:

Dr. Carolin Decker

Juniorprofessorin für Family Offices

WHU – Otto Beisheim School of Management

Burgplatz 2, D-56179 Vallendar

Tel. +49 261 6509 333, Fax: +49 261 6509 339

E-Mail: Carolin.Decker@whu.edu, <http://www.whu.edu>

Wie aus John Maynard Keynes ein Starinvestor wurde

Von Karl-Heinz Thielmann

John Maynard Keynes gehört zu den bekanntesten Ökonomen überhaupt. Mit seiner Analyse der Weltwirtschaftskrise in den 30er Jahren des vergangenen Jahrhunderts begründete er die moderne Konjunkturtheorie und prägte er eine ganze Generation von Volkswirtschaftlern. Aus seiner Theorie abgeleitete Politikempfehlungen prägten Jahrzehnte lang die Geld- und Fiskalpolitik der wirtschaftlich bedeutsamsten Nationen. Darüber hinaus entwickelte er grundlegende Erkenntnisse darüber, auf welcher irrationalen Art ökonomische Entscheidungen manchmal zustande kommen. So geht der in den letzten Jahren populär gewordene Begriff „Animal Spirits“ auf ihn zurück. Darüber hinaus entwickelte er grundlegende Überlegungen, wie sich Unsicherheit und Nichtwissen auf wirtschaftliches Handeln auswirken.

Allerdings sind und waren seine Aussagen zur Konjunktur und zu ihrer Steuerung sehr umstritten. Die Tatsache, dass seine Theorie vor allem auf Nachfrageeffekte abzielte und Anreize für das Angebot vernachlässigte, führte insbesondere in den 80er Jahren zu einer zeitweise radikalen Abkehr von Keynes. Inzwischen sorgte aber insbesondere die Finanzkrise 2008 mit ihren Konsequenzen zu einer Rückbesinnung auf sein Gedankengut. Insbesondere die Überlegungen zur Unsicherheit spielen eine große Rolle bei vielen neueren Forschungsarbeiten.

Weniger bekannt, dafür relativ unumstritten ist seine Rolle als Fondsmanager und die Bedeutung für die Investmentwelt. Diese beruht zum einen darauf, dass er in den 20er und 30er Jahren zu den Pionieren zählte, die Aktien als Anlageform für institutionelle Investoren salonfähig machten. Zum anderen hat er aber auch einen Investmentstil geprägt, der in späteren Jahren so unterschiedliche Investoren wie Warren Buffet, George Soros oder David Swensen maßgeblich beeinflusst hat. Vor allem aber eine herausragende Wertentwicklung, die er mit seinen Anlagen erzielte, haben seinen Ruhm begründet. So konnte er in schwierigen Jahren der Depression und des Krieges mit Aktienanlagen positive Renditen erzielen und auch den Gesamtmarkt deutlich hinter sich lassen.

Über das Ausmaß seiner Outperformance gibt es verschiedene Aussagen. So wird meistens kolportiert, dass es Keynes gelang, den britischen Aktienmarkt um jährlich um ca. 11% zu schlagen. Jüngere Berechnungen weisen allerdings darauf hin, dass diese Zahl auf Vergleichen mit wenig repräsentativen Indizes beruht, die zudem Dividenden nicht berücksichtigen. Realistischer ist es, von einer überdurchschnittlichen Performance von ca. 5,4% jährlich auszugehen. Aber selbst diese Zahl ist so herausragend, dass Keynes mit Fug und Recht als einer der größten Investoren gelten kann.

Seine Leistung ist umso bemerkenswerter, da er ja nur nebenberuflich Fondsmanager war und in der Haupttätigkeit Professor für Ökonomie. Nicht zu Unrecht wird er deshalb auch als sogenannter Starinvestor bezeichnet. Aber der Weg von Keynes zu einem herausragenden Anleger war nicht einfach. Bevor seine Erfolgsgeschichte begann, musste er einige Fehlschläge verkraften, aus denen er jedoch lernte und die richtigen Konsequenzen gezogen hat.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

1. Keynes in den 1920ern: die Wandlung vom Zocker zum Anleger

John Maynard Keynes wurde 1883 als Sohn eines Wirtschaftsprofessors in Cambridge geboren. Seine Mutter gehörte zu den ersten weiblichen College-Absolventinnen in Großbritannien, engagierte sich in verschiedenen sozialen Initiativen und war auch politisch tätig. 1932 wurde sie Bürgermeisterin von Cambridge und damit die zweite Frau, die dieses Amt jemals bekleidete. Obwohl durch längere Krankheitsphasen behindert wurde, wurde Keynes zu einem herausragenden Schüler und Studenten. 1906 trat er in den öffentlichen Dienst ein. Angeekelt von Ineffizienz und Inkompetenz verließ er ihn aber nach zwei Jahren wieder und begann seine akademische Karriere in Cambridge. Er wurde zum wirtschaftspolitischen Berater der britischen Regierung, zerstritt sich aber 1919 mit der politischen Führung, weil er den harten Kurs gegen den Kriegsverlierer Deutschland ablehnte. Aufgrund seiner Erfahrungen mit Politikern blieb eine tiefe Abneigung gegen diesen Berufsstand zurück, die sich in berühmt gewordenen Äußerungen niederschlägt, wie z. B. als er der Politiker generell als fürchterlich („awful“) bezeichnet; sich über ihre Dummheit beschwert („their stupidity is inhuman“) oder seine Regierung als verachtenswert bezeichnet („...a Government I despise for ends I think criminal“).

Nach seinem Bruch mit der Politik wendet er sich sowohl publizistischer Tätigkeit wie auch den Finanzmärkten zu. Am 14. August 1919 eröffnet er im Alter von 36 Jahren erstmals ein Depotkonto bei einer Bank, womit seine Karriere als Spekulant beginnt. Anfangs handelte er mit Währungen auf der Basis der Analysen von ökonomischen Trends und Ungleichgewichten und war damit sehr erfolgreich. Im Mai 1920 verlor er allerdings alles wieder und musste per saldo einen Nettoverlust von £13.125 (heutiger Wert ca. € 650.000) auf alle seine Geschäfte verbuchen. Nur durch die kurzfristige Beschaffung von £6.500 (heutiger Wert ca. € 320.000) durch Geldleihe und durch den Vorabverkauf von Buchrechten entging er dem Bankrott. Auf diese Erfahrung geht eines seiner berühmtesten Zitate zurück: „Der Markt kann länger irrational bleiben als man selbst solvent.“ („The market can stay irrational longer than you can stay solvent.“) Er machte die Erfahrung, die auch heutzutage immer noch viele machen, wenn sie gegen fundamental unbegründete Marktentwicklungen spekulieren: Bis man recht bekommt, kann eine lange und sehr kostspielige Zeit vergehen. Speziell, wenn man mit Hebelprodukten handelt, können die zwischenzeitlichen Verluste so groß werden, dass man sein Kapital verloren hat, bevor die Märkte wieder in die richtige Richtung gehen.

In den darauffolgenden 5 Jahren schaffte es Keynes aber wieder, mit einem erheblich risikokontrollierteren Vorgehen durch Spekulationsgeschäfte sein Vermögen wieder auf ca. £57.000 (heutiger Wert € 3,3 Mio.) zu steigern. Hierbei setzte er nicht nur auf Währungstransaktionen, sondern engagierte sich auch zunehmend an Terminmärkten für Rohstoffe.

In dieser Zeit wuchs bei Keynes die Überzeugung, dass Aktien bei der Langfristanlage auch für institutionelle Investoren große Vorteile gegenüber den bisher bevorzugten Staatsanleihen und Immobilien hatten. Seit 1919 beriet Keynes die National Mutual Life Assurance Society bei ihren Kapitalanlagen, seit 1923 die Provincial Insurance Company. Im Jahr 1924 gründete er die Independent Investment Company, einen Investment Trust, in dem er seine Vorstellungen zur Anlagepolitik verwirklichte. Im gleichen Jahr wurde er allein verantwortlicher Fondsmanager für das Stiftungsvermögen des Kings College in Cambridge. Schon vorher, im Jahr 1921, hatte er Verantwortung für die Investments übernommen und durchgesetzt, dass die Anlagegelder in zwei unterschiedliche Fonds aufgeteilt wurden. Zum einen wurde ein sog. „beschränkter“ Fonds aufgelegt, der an gesetzliche Vorschriften zur Anlage von Stiftungsgeldern gebunden war und vor allem in festverzinsliche Wertpapiere investierte. Zum anderen wurde ein sog. „diskretionärer“ Fonds aufgelegt, mit dem Keynes die Anlagen nach eigenen Vorstellungen frei zusammenstellen konnte. Zur Mittelbeschaffung für die Aktien-

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

anlagen wurden einige Immobilien verkauft. Dieser „diskretionäre“ Fonds wurde auch als „Chest“-Fonds bezeichnet und begründete Keynes Ruhm als Investor, weil er mit ihm trotz Krisenzeiten einen durchschnittlichen Ertrag von 16% p.a. erwirtschaften konnte. Seit 1925 strukturierte er auch seine privaten Anlagen ähnlich wie den „Chest“-Fonds. Allerdings gelang es Keynes nicht, in der ersten Phase seiner Zeit als Fondsmanager den britischen Aktienmarkt zu schlagen. In der zweiten Hälfte der 1920er Jahre waren seine Anlageergebnisse zeitweise sogar deutlich schlechter. Zuerst agierte er zu vorsichtig, ahnte später aber auch den Aktienmarktcrash 1929 in keiner Weise voraus und musste schwere Verluste hinnehmen. Anscheinend hatte ihn seine makroökonomisch geprägte Vorgehensweise zu prozyklischem Verhalten verführt. Erst als er Anfang der 30er Jahre seine Anlagestrategie gründlich änderte, wendete sich auch das Blatt für ihn.

2. Keynes in den 1930ern und 1940ern: der Starinvestor

Keynes hatte sich nie explizit zu seiner Anlagephilosophie geäußert. Allerdings wurden in seinen Rechenschaftsberichten und in öffentlichen Statements immer wieder Anlageentscheidungen begründet und kommentiert, sodass Rückschlüsse auf den Investmentstil möglich sind. Hier ist zu Beginn der 30er Jahre ein deutlicher Wandel spürbar. Hatte Keynes vorher versucht, auf der Basis seiner wissenschaftlichen Kenntnisse kurzfristige ökonomische Trends aufzuspüren und auf diese zu spekulieren, lässt er dies ab ca. 1932 völlig sein. Stattdessen kümmert er sich kaum noch um kurz- und mittelfristige Trends, sondern verlegte sich auf das Identifizieren von fundamental attraktiven Unternehmen und ihre Bewertungsanalyse.

Sorgfältiges Research war hierbei der Schlüssel für seinen Anlageerfolg. Er setzte zum einen auf ein gründliches Studium der Geschäftsberichte und Unternehmensmeldungen. Zum anderen aber hatte er führender Wirtschaftsforscher und als Mitglied des britischen Establishments ein breites Netzwerk an Wirtschaftsexperten und Managern, durch das er laufend neuste Informationen über Sektor- und Unternehmensentwicklungen bekommen konnte. Persönliche Kontakte zu Unternehmensführern waren dabei für ihn sehr wichtig. Ähnlich wie derzeit auch Warren Buffet schätzte Keynes ein vertrauenswürdigen Management als zentral für den langfristigen Unternehmenserfolg ein. Soweit sich dies rekonstruieren lässt, spielte Insiderwissen im heutigen Sinne – also die Ausnutzung von geheimen Informationsvorsprüngen – bei seinen Anlagen aber keine Rolle.

Keynes setzte aber auch als einer der ersten Anleger auf eine gründliche Bewertungsanalyse. Hierbei versuchte er, einen „inneren Wert“ von Aktiengesellschaften zu berechnen und verglich diesen mit der Börsenbewertung. Weiterhin ermittelte er Kennzahlen und machte anhand von ihnen Vergleiche mit Wettbewerbern. Dies mag uns heute selbstverständlich vorkommen, war aber vor 80 Jahren noch kaum verbreitet. Ihn aber deswegen als „Value-Investoren“ zu bezeichnen, ist zu simpel.

Tatsache ist, dass Keynes ca. 50% des Aktienmarktes keine Beachtung schenkte und z. B. nicht in Finanzwerte oder Ölk Aktien investierte. Unklar ist, ob er grundsätzliche Bedenken gegen bestimmte Sektoren hatte oder ob er diejenigen Sektoren, in denen er sich nicht so gut auskannte, vermied. Er konzentrierte sich auf den Bergwerkssektor und die Kapitalgüterindustrie. Interessant ist, dass dies genau die Sektoren waren, die in der ersten Hälfte des 20. Jahrhunderts am meisten von den Megatrends der damaligen Zeit profitiert haben. Insofern reflektierte Keynes Investmentstil am ehesten den GARP (Growth at a reasonable price)-Ansatz: Er war auf die Wachstumssektoren seiner Zeit fokussiert und bevorzugte in diesen relativ niedrig bewertete Aktien.

Hierin unterscheidet er sich von anderen fundamentalen Investoren wie z. B. Warren Buffet. Während Buffet auf herausragende Unternehmen aus verschiedenen Sektoren setzt, legte Keynes den Fokus ganz klar vor

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

allem auf den Sektor und dann erst auf die Unternehmen. Dies spiegelt sich auch in einer zunehmenden Tendenz zu grundsätzlich eher niedrigen Einzelwertgewichtungen nieder. So hat Keynes seit 1932 niemals weniger als 44 Positionen gehabt. Am Anfang seiner Karriere hatte er relativ wenige Positionen und eine hohe Konzentration auf Top-Holdings. Diese Konzentration wurde dann aber sukzessive reduziert, wobei er aber immer noch hohe Gewichtungen bei besonders erfolgreichen Aktien zuließ. Insofern ist eine Einschätzung, die man immer wieder zu Keynes liest, zu pauschal, dass er ein Fokus-Investor war. Ein klarer Fokus ist nur zu Anfang seiner Karriere als institutioneller Geldmanager zu erkennen. Bei Sektoren hat Keynes den Fokus beibehalten, bei Einzelwerten aber nicht.

Ein weiterer bedeutender Unterschied zu anderen Langfristinvestoren wie Warren Buffet liegt darin, dass Keynes nicht der klassische „buy-and-hold“-Investor war, der eine Position grundsätzlich lange durchhielt. Am Anfang seiner Karriere schichtete Keynes relativ häufig um (ca. 1x im Jahr das komplette Portfolio) und machte auch aktives Trading. Im Laufe der Zeit änderte sich dies und der Umschichtungsfaktor verminderte sich deutlich. So akkumulierte er signifikante Langfristpositionen in seinen Lieblingsunternehmen wie Union Corporation, Hector Whaling und Austin Motors. Allerdings lässt sich feststellen, dass sich Keynes auch in seinen letzten Jahren nicht auf das Trading verzichtete und immer wieder opportunistisch versuchte, Markteffizienzen auszunutzen. Hierbei dürfen seine Aktivitäten aber nicht mit dem Trading vieler heutiger Investoren verwechselt werden, die versuchen, auf kurzfristige Markttrends aufzuspringen. Keynes hat mit seinem Trading im Wesentlichen antizyklisch – also gegen den Trend – gehandelt. Bei seiner Ansicht nach übertriebenen Kursauschlägen hat er sich dagegen positioniert; nach einer Normalisierung wurde die Trading-Position wieder aufgelöst.

Neben der Sektorspezialisierung sind bei Keynes noch zwei weitere Charakteristika seiner Portfolios bemerkenswert: zum einen die Vermeidung von Blue Chips – also den Titeln mit den größten Börsenkapitalisierungen – und eine klare Bevorzugung von Unternehmen mit Auslandsaktivitäten.

Ähnlich wie auch heutzutage noch ist das Segment der kleinen und mittleren Unternehmen dasjenige, in dem sich die Firmen mit dem größten Wachstumspotenzial befinden. Zudem gibt es hier noch größere Informationsdefizite als bei den vielfach analysierten Blue Chips, sodass sich Markteffizienzen besser ausnutzen lassen.

Keynes hatte eine Vorliebe für Unternehmen, die ihr Geld außerhalb von Großbritannien verdienten. Hierbei handelte es sich sowohl um britische Unternehmen, die erhebliche Auslandsaktivitäten hatten, wie auch um ausländische Unternehmen. Dieser Ansatz war zu seiner Zeit durchaus ungewöhnlich, da die Globalisierung noch sehr viel weniger ausgeprägt war als heute und auch die Börse sehr viel stärker die Binnenwirtschaft widerspiegelte. Unklar ist, ob sich dahinter eine bewusste Entscheidung verbirgt oder ob sich diese Orientierung implizit aus den Einzelwertentscheidungen ergeben hat. Allerdings zeigt auch die heutige Erfahrung, dass Unternehmen, die sich im internationalen Wettbewerb bewähren, i.d.R. effizienter und innovativer sind als vor allem binnenorientierte Firmen und daher meist auch höhere Erträge für ihre Aktionäre erwirtschaften.

Insgesamt lassen sich in Keynes Leben 4 Phasen als Investor unterscheiden:

- 1) Keynes als Zocker (1919-1920): In seiner ersten Phase an den Kapitalmärkten machte Keynes eine Erfahrung, die auch heute noch viele intelligente Menschen machen. Mit ihrem theoretischen Wissen glauben sie, schlauer sein zu können als der Markt. Sie versuchen, mit riskanten Hebelprodukten Markttrends aus-

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

zunutzen. Dies geht auch oft für eine gewisse Zeit gut, führt aber dann bei den handelnden Personen dazu, dass sie sich und ihre Fähigkeiten überschätzen und das Risiko immer mehr steigern, weil ja auch immer größere Gewinne locken. Irgendwann ändern sich die Märkte aber wieder. Was vorher noch als Rezept für schnelles Geld funktioniert hat, scheitert auf einmal mit fürchterlichen Verlusten.

- 2) Keynes als erfolgreicher Spekulant (1920-1924): Gemäß dem Wahlspruch von André Kostolany, „wer kein Geld hat, muss spekulieren“ nutzte Keynes seine schmerzhaften Erfahrungen dazu, sich sein verlorenes Vermögen zurückzuholen und noch weiter zu steigern. Allerdings schien er wesentlich gereifter zu sein, kontrollierte seine Risiken und ließ sich nicht mehr von der Gier zu waghalsigen Spekulationen verführen. Nachdem er wieder ein substantielles Vermögen angehäuft hat, beendete er die kurzfristigen Geschäfte und wandte sich der langfristigen Kapitalanlage zu.
- 3) Keynes als Global-Makro-Manager (1924-1932): Privat und in seiner Tätigkeit als Fondsmanager konzentrierte sich Keynes jetzt auf die Anlage in Aktien und Rentenpapieren. Hierbei versuchte er aber immer noch, mit seiner Anlagestrategie von ökonomischen Trends zu profitieren. Hierbei lag er manchmal richtig, manchmal falsch. Er schaffte es in dieser von großen Unsicherheiten bestimmten Periode nur anfangs, dem britischen Aktienmarkt vergleichbare Renditen zu erzielen. In dieser Periode erinnert er an viele der heutigen Fondsmanager, die versuchen, mit ihren Fonds Markttrends hinterherzulaufen. Manchmal treffen sie die Trends, manchmal liegen sie daneben, insgesamt generieren sie aber vor allem Transaktionskosten. Die Börsenweisheit „hin und her macht Taschen leer“ beschreibt die Problematik dieses Investmentstils.
- 4) Keynes als fundamentalanalytisch ausgerichteter Anleger (1932-1946): Anfang der 30er Jahre setzte bei Keynes ein Umdenken in Hinblick auf die Anlagestrategie ein. Er, der Ökonom, verzichtete bei seinen Anlageentscheidungen auf die Einbeziehung kurz- und mittelfristiger ökonomischer Trends und setzte stattdessen voll auf die Identifikation von fundamental attraktiven Aktien. Er ging dabei ähnlich vor wie die in den USA der 30er Jahre aufkommenden Value-Investoren, ohne allerdings sein Vorgehen an diesen zu orientieren. Vielmehr scheinen sowohl Keynes wie auch die Value-Investoren (der bekannteste war Graham Dodd mit seinem grundlegenden Buch „Security Analysis“ von 1934) gleichzeitig zu ähnlichen Schlussfolgerungen gekommen zu sein.

Hierbei ist für heutige Zeiten erstaunlich, dass Keynes zweimal mit seinen Aktivitäten an den Kapitalmärkten zunächst ausgesprochen wenig erfolgreich war: zuerst mit seinem Fastbankrott 1920 sowie Ende der 1920er, als seine makroökonomisch geprägte Vorgehensweise versagte und er dem Aktienmarkt hinterherlief. Es ist aber auch bemerkenswert, dass sowohl seine (anonym gebliebenen) Geldgeber von 1920 sowie die später Verantwortlichen des Kings College die Anfängerfehler tolerierten und ihm weiter vertraut haben.

Denn nur durch die eigenen Missgriffe konnte Keynes die Erfahrungen sammeln, die ihm später erlaubten, ein Starinvestor zu werden. Die grundlegende Erkenntnis, dass man am besten aus eigenen Fehlern lernen kann, erscheint in Zeiten modernen Risikomanagements nicht mehr hinnehmbar. Dies mussten unlängst viele Fondsmanager erfahren, die in den wilden Zeiten von Finanz- und Eurokrisen einige kurzfristige Trends verpassten und dann entweder zu einer Änderung ihrer Anlagepolitik gezwungen oder hinausgeworfen wurden. Wer heutzutage nicht immer gleich richtig funktioniert, wird schnell wieder eliminiert. Aber nur wer den Mut hat, auch Fehler zu machen, kann Erfahrungen sammeln, die zu herausragenden Leistungen befähigen.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Aber nicht nur die Toleranz gegenüber Fehlern würde den Risikomanagern heutiger Tage die Haare zu Berge stehen lassen. Sie sind von Benchmarkdenken geprägt, das aber in krassem Gegensatz zu Keynes Investmentphilosophie steht, da er sich nicht um repräsentative Marktindizes als Vorlage für eine Portfoliostrukturierung gekümmert hat. Allerdings achte Keynes sehr auf, dass die einzelnen Positionen von möglichst unabhängigen oder gegenläufigen Risikofaktoren abhängig waren. In dieser Hinsicht nahm er einige der Erkenntnisse der modernen Portfoliotheorie vorweg.

Keynes Ziel war nicht, eine Aktienmarktperformance nachzubilden. Dies wäre in den Krisen- und Kriegszeiten, in denen er lebte, auch relativ unbefriedigend gewesen. Das Benchmarkdenken heutiger Tage, das einen Marktindex als Maß aller Dinge propagiert, war ihm völlig fremd. Er wollte absolute Erträge erzielen und damit das Vermögen seines College mehren. Sein Risikomanagement bestand weder in einer naiven Diversifikation der Anlagen noch in komplizierten Korrelations- und Volatilitätsanalysen, sondern in einer Vermeidung von potenziell problematischen Sektoren, einer sorgfältigen Einschätzung der Bewertung sowie einer überlegten Streuung der Einzelwerte unter Beachtung ihrer spezifischen Risikoabhängigkeiten.

Insofern ist sehr fraglich, ob Keynes starke Abweichungen zum Gesamtmarktindex wirklich ein höheres Risiko darstellten als die heute favorisierten indexnahen Anlagephilosophien. Keynes kannte die moderne Portfoliotheorie noch nicht und konnte also zu ihr noch nicht Stellung nehmen. Dies hat aber der seiner Anlagephilosophie sehr nahestehende Warren Buffet getan, der die aus der modernen Portfoliotheorie hervorgegangene Risikophilosophie so zurückwies: „Das Risiko eines Investments wird nicht durch das Beta (ein Wall Street Ausdruck, der Volatilität beschreibt und oft zur Messung von Risiko eingesetzt wird) gemessen, sondern durch eine Wahrscheinlichkeit – die begründete Wahrscheinlichkeit, dass der Anleger einen Kaufkraftverlust über die Dauer seines Investments erleidet“. An anderer Stelle schrieb Buffet: „Risiko entsteht, wenn man nicht weiß, was man tut.“ Keynes wusste zumindest in seiner Erfolgsperiode immer exakt, worin er investierte.

Insgesamt lassen sich die Investmentprinzipien von Keynes erfolgreichen Jahren wie folgt zusammenfassen:

- Konzentration auf attraktive Segmente des Aktienmarkts, die von strukturellen Trends profitieren.
- Starke Risikostreuung bei Einzelwerten, die von möglichst unterschiedlichen Risikofaktoren abhängig sind.
- Hohe Gewichtungen werden nur bei wenigen, sehr intensiv analysierten Kerninvestments zugelassen.
- Gründliches fundamentalanalytisches Research als Basis für die einzelne Anlageentscheidung.
- Eine Vielzahl von Bewertungskriterien wird verwendet, um herauszufinden, inwieweit der Aktienpreis die Aussichten des Unternehmens reflektiert.
- Unternehmen mit starker Marktposition und vertrauenswürdigem Management werden klar bevorzugt.
- Zusatzerträge können durch mittelfristig ausgerichtetes, antizyklisches Trading erzielt werden.

Diese Kriterien sind heutzutage alles andere als veraltet. Im Gegenteil, nach den Erfahrungen der Finanzkrise erscheinen sie relevanter denn je. Insbesondere seine erfolgreiche Konzentration auf langfristig attraktive Bereiche des Aktienmarktes sollte all den zu denken geben, die propagieren, einfach nur den Markt zu kaufen. Denn mit dem Markt kauft man Gewinner und Verlierer, als Investor profitiert man aber nur von den Gewinnern. Diese sind natürlich im Einzelnen schwer zu identifizieren. Wenn man aber den Aktienmarkt quasi „vorsortiert“ und sich nur auf aussichtsreiche Segmente konzentriert, hat man schon sehr viel gewonnen. Keynes hatte dies erkannt. Wir sollten uns wieder darauf besinnen.

Naives und intelligentes Indexieren

Von Karl-Heinz Thielmann

Einer der Haupttrends an den Kapitalmärkten in den vergangenen Jahren war die Hinwendung sowohl privater wie auch institutioneller Anleger zu Indexfonds. Diese spiegeln normalerweise einen für eine bestimmte Anlageklasse repräsentativen Marktindex wider und sind in der Regel mit nur sehr sehr geringen Kosten belastet.

Empirisch gesehen schaffen es ca. 80-90% aller Publikumsfondsmanager nicht, nach Abzug aller Kosten auf mittlere Sicht einen Marktindex zu schlagen. Die Gründe hierfür haben wir in der Oktober-Ausgabe 2012 dargestellt. Index-Investoren verzichten daher von vornherein auf den Versuch, eine überdurchschnittliche Performance zu erzielen, sondern wollen vor allem eine unterdurchschnittliche Wertentwicklung vermeiden. Sie legen vor allem Wert auf eine möglichst genaue Vermögensstrukturierung - also die Aufteilung ihrer Anlagen auf verschiedene Kategorien - und setzen diese Struktur mithilfe von Indexfonds möglichst kostengünstig um.

Denn Indexfonds haben gegenüber aktiv gemanagten Fonds vor allem zwei Vorteile: Sie sind sehr flexibel und ihr Anlageprozess ist im Gegensatz zu den meisten aktiven Fonds auf die Vermeidung von Kosten ausgelegt. So werden die meisten Indexfonds an der Börse gehandelt und ihre Liquidität durch Market Maker garantiert. Die Fondsgesellschaften können ihre Zu- und Abflüsse mittels Programmhandel steuern und damit viele direkte und versteckte Kosten vermeiden, die aktive Fonds haben. Darüber hinaus sind die Managementgebühren vergleichsweise gering.

Allerdings zeigen die letzten Jahre, dass viele Anleger Indexfonds relativ unreflektiert kaufen, ohne sich richtig zu überlegen, wofür der von ihnen gewählte Marktindex eigentlich repräsentativ ist. Man spricht dann auch von „naivem Indexieren“, weil die Verwendung von Indexfonds ohne eine gründliche Analyse der Indexbestandteile und ihrer Sensitivitäten erfolgt.

Unter „intelligentem Indexieren“ wird hingegen eine selektive Auswahl von spezifischen Indizes verstanden. Grundlage dieser Vorgehensweise ist eine gründliche Analyse sowohl des Index wie auch seiner wichtigsten Komponenten auf ihre Performance- und Risikoeigenschaften.

„Naive“ Indexierung ist ein vor allem dann anzutreffendes Phänomen, wenn Investoren Aktienfonds aus einem bestimmten Land oder Region nur deswegen kaufen, weil sie von bestimmten makroökonomischen Trends in ihrem Anlagesegment profitieren wollen. Hierbei vergessen diese Anleger aber regelmäßig, dass Aktienmärkte und nationale Volkswirtschaften nur noch sehr lose miteinander in Beziehung stehen, weil:

- in einer globalisierten Welt die Gewinnentwicklung der erfolgreichen Unternehmen zunehmend von internationalen Faktoren abhängig ist und immer weniger von nationalen Besonderheiten;
- die Zusammensetzungen der Marktindizes keineswegs repräsentativ für die regionalen Volkswirtschaften sind;
- Wachstumssektoren in marktbreiten Indizes oft unterrepräsentiert sind, da diese von ineffizienten Großunternehmen dominiert werden, die oftmals auch noch massivem staatlichem Einfluss ausgesetzt sind;

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

- auch Faktoren wie die gesetzlichen Rahmenbedingungen und Corporate Governance entscheidend dafür sind, ob Aktionäre am wirtschaftlichen Erfolg tatsächlich partizipieren.

Besonderes augenfällig ist Divergenz zwischen wirtschaftlicher Dynamik und Aktienmarktentwicklung in vielen Schwellenländern. So waren insbesondere in China sehr viele Anleger enttäuscht, die von dem hohen Wachstum der Volkswirtschaft profitieren wollten, dann aber feststellen mussten, dass sich der Aktienmarkt nur sehr mäßig entwickelte.

Warum die Problematik eines für die Wirtschaftsentwicklung wenig repräsentativen Marktindex insbesondere in Schwellenländern besonders gravierend ist, soll hier an zwei Beispielen erläutert werden.

Grundsätzlich gilt für fast alle großen Schwellenländer, dass ihre Wirtschaft noch bis vor wenigen Jahrzehnten staatlich gesteuert war. Somit sind die inländischen Großunternehmen oftmals noch ganz oder teilweise in Staatsbesitz und damit starkem politischen Einfluss ausgesetzt. Aber auch, wenn Unternehmen in Privatbesitz sind, werden sie in Schwellenländern sehr oft von Einzelpersonen (wie z. B. die russischen Oligarchen) oder Familienclassen dominiert, deren Interessen nicht immer mit denen des Unternehmens oder der freien Aktionäre identisch sind.

Ein weiteres typisches Charakteristikum vieler Schwellenländerbörsen ist die hohe Gewichtung von Unternehmen aus den Sektoren Finanzen, Grundstoffe, Energieversorger und Telekommunikation. Hierbei handelt es sich überwiegend um Gesellschaften, die sehr kapitalintensiv sind und damit eine hohe Anfälligkeit gegenüber zyklischen Wirtschaftsschwankungen besitzen. Darüber hinaus spiegeln insbesondere die Finanztitel, die Grundstoffaktien und die Versorger eine antiquierte Wirtschaftsstruktur wider. Sie werden im Rahmen des wirtschaftlichen Wandels, der für erfolgreiche Schwellenländer zu erwarten ist, strukturell an Bedeutung verlieren. Zudem sind diese Sektoren potenzielle Verlierer einer stärkeren Integration in die Weltwirtschaft, da sie dann oftmals von effizienteren multinationalen Konzernen verdrängt werden. Bei Finanzwerten ist zudem das Risikomanagement oft fragwürdig und von politischen Einflüssen verzerrt.

Als Beispiele für diese Ausrichtungen sollen hier zwei Indizes dargestellt werden, die in Deutschland Grundlage für Fonds sind.

Sektorgewichtungen in %	
FTSE Bric 50	Jan 13
Finanzwerte	41,6
Öl & Gas	26,7
Telekommunikation	11,1
Konsum	7,1
Rohstoffe	7,1
Technologie	3,5
Dienstleistungen	1,6
Sonstige	1,3

Zum einen handelt es sich um einen Index, der die 50 führenden Werte aus den sogenannten BRIC-Ländern – also Brasilien, Russland, Indien und China – enthält. Ein solches Index-Investment mit den wichtigsten Titeln aus den größten Nationen ist bei vielen Anlegern sehr beliebt, die sich im Rahmen ihrer Strategie auf einen Aktienfonds für alle Schwellenländer beschränken. Mit einer ca. 75%-Gewichtung in Finanzwerten, Öl&Gas, und Rohstoffen ist der Index in „Old Economy“-Sektoren sehr hoch gewichtet. Nur ca. 12% sind in Konsum, Technologie und Dienstleistungen, also potenziellen Wachstumssegmenten.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

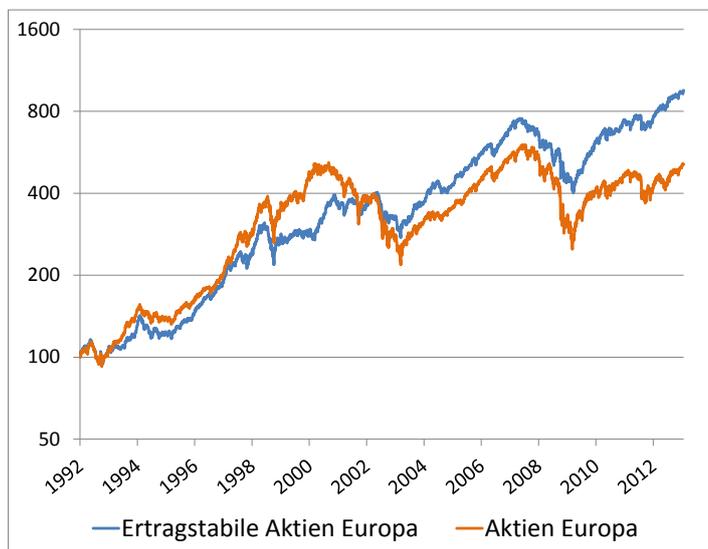
Bei einzelnen Ländern, wie in dem hier angeführten Beispiel Polen, ist die Verzerrung des Marktindex hin zu relativ gesättigten und längerfristig problematischen Sektoren noch ausgeprägter. So machen hier Finanzwerte, Rohstoffe, Energie und andere Versorger 88% des Index aus. Konsumgüter und Technologie hingegen nur 7%.

Es kann mit Fug und Recht bezweifelt werden, dass ein solcher Index repräsentativ ist für diejenigen Unternehmen, die in den nächsten Jahren von der zunehmenden Integration Polens in Europa profitieren können.

Sektorgewichtungen in %	
MSCI Polen	Jan 13
Finanzwerte	43
Rohstoffe	17,7
Energie	15,7
Versorger	11,5
Telekommunikation	4,9
Konsum nichtzyklisch	3,6
Konsum zyklisch	1,8
Technologie	1,8

Allerdings können auch Indexinvestoren durch eine Auswahl von Indizes mit überdurchschnittlichem Ertrags-Risiko-Profil ihr Anlageergebnis verbessern. Diese Möglichkeit wird als intelligentes Indexieren bezeichnet, weil es analytische Vorarbeit voraussetzt. Seltsamerweise wird intelligentes Indexieren aber noch zu selten genutzt, wie die Absatzzahlen der Fondsgesellschaften zeigen: Nach wie vor werden vor allem an marktbreiten Indizes ausgerichtete Fonds nachgefragt, während Produkte für Strategie- oder Sektorindizes noch ein Nischendasein führen. Dabei eröffnen gerade diese die Möglichkeit, Portfolios mit Indexfonds so zu strukturieren, dass sie gegenüber einfachen Gesamtmarktprodukten verbesserte Eigenschaften haben.

Ein Beispiel für intelligentes Indexieren wäre, für ein Aktienportfolio auf eine Mischung aus ertragsstabilen Sektoren zu setzen. So haben z. B. zahlreiche empirische Studien belegt, dass die Aktien von ertragsstabilen Unternehmen nicht nur weniger schwanken als der Gesamtmarkt, sondern auch über mehrere Jahre hinweg betrachtet eine überdurchschnittliche Wertentwicklung haben. In folgender Grafik ist die Entwicklung eines zusammengesetzten Index für ertragsstabile Werte in Europa dargestellt, der als ein Durchschnitt der Indizes für Nahrungsmittelaktien (STOXX® Europe TMI Food Producers Net Return), für Haushaltswaren (STOXX®



Europe TMI Household Goods Net Return) sowie für Medizintechnik (STOXX® Europe TMI Health Care Equipment & Services Net Return) berechnet wurde. Zum Vergleich wird ebenfalls die Wertentwicklung für europäische Aktien (gemessen am STOXX® Europe 600 Net Return) gezeigt.

Ertragsstabile Aktien haben in Europa im Zeitraum seit 1992 mit 850% einen mehr als doppelt so starken Wertzuwachs erzielt wie der Gesamtmarkt mit 410%. Hierbei haben sie deutlich weniger geschwankt. Sowohl während des Runs auf Technologieaktien bis 2000 sowie bei den Kurseinbrüchen 2003 und 2008 waren die Ausschläge

sehr viel moderater. Allerdings zeigen die Entwicklungen vor 2000 auch, dass ertragsstabile Aktien in Börsenphasen, die von spekulativen Kursblasen geprägt sind, sich schlechter als der Gesamtmarkt entwickeln. Investoren sollten die Geduld mitbringen, solche Phasen durchzustehen. Denn gerade in schwierigen Börsenzeiten haben sich ertragsstabile Aktien besonders bewährt.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Impressum:

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

Vorstand: Karl-Heinz Thielmann

Aufsichtsrat: Dr. Gregor Seikel (Vorsitzender)

Weinbrennerstr. 17, 76135 Karlsruhe

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

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

Inhaltlich verantwortlich: Karl-Heinz Thielmann

Weinbrennerstr. 17, 76135 Karlsruhe

Bildnachweis: Seite 2: Karl-Heinz Thielmann

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

Anhang:

a) Unser System der Unternehmensanalyse:

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

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

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

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

b) Empfehlungssystem:

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

Rechtliche Hinweise:

Hinweise gemäß FinAnV:

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

Hinweis gemäß § 4 FinAnV:

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

Die Originalzitate in dem Beitrag „Family Offices – eine Alternative für das professionelle Vermögensmanagement“ sowie ihre Quellen lauten:

“When the Scott family sold Provincial Insurance, the mid-sized UK insurance company it founded in 1903, for Pounds 350m in 1994, the family decided it wanted to find some way of keeping and managing the money together. Alexander Scott, former chairman of Provincial, was put in charge of finding the right vehicle to do so. (...). The aim, he says, was to find a way of investing the family's money together, but diversifying the products it used and its suppliers. Banks could not convince him they would do that. In 1996 he set up SandAire and five years later it opened its doors to other families in the same position. (...). SandAire, which is one of only a handful of multi-family offices in the UK, now manages Pounds 500m in assets, catering to the needs of 14 other families. The advantage it offers families, says SandAire, is that it knows first-hand what matters to wealthy families, whose big concern is often how the next generation copes with inheriting millions. “We eat our own cooking,” says Scott. These types of office say they can do what most banks cannot do: offer clearly independent advice without suspicion of internal pressures to cross-sell products from other parts of the bank.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

“Open architecture” - the ability to pick any product from any provider is important to families” (zit. n. K. Burgess, “Keeping it in the family”, Financial Times, FT Report, 27.11.2004, S. 4).

“Through the family office the family is linked to other institutions in society, such as corporations, political parties, and the institutions to which foundations give. Thus, the family office serves to provide external coordination between the family and social institutions. In addition to strengthening kinship solidarity, investments in common economic interests provide the potential for corporate control” (zit. n. M. Dunn, “The family office as a coordinating mechanism within the ruling class”, Critical Sociology, Vol. 9, S. 8-23).

“The Guinness story is typical of what can go wrong with family offices. As generation succeeds generation, the number of descendants proliferates, creating more work for the family office but with each individual's share of the money reducing. Often, as families become more disparate, their investment objectives diverge” (zit. n. K. Burgess & M. Urrey, “Inside the secret world of family fortunes. Investment offices for the very wealthy can face scale problems”, Financial Times, 03.09.2005, S. 4).

“Some boutiques outsource to larger institutions to broaden their offerings, while some large banks have standalone multifamily offices within their empires” (zit. n. R. E. Silverman, “A burden of wealth: family-office hunting; the rich face increasingly confusing choices as they seek help in managing their fortunes; need your dog walked?”, Wall Street Journal, 03.01.2008, S. B.7).

“Stanhope is neither a bank, nor just a family office. Instead, we bring together the best of both worlds: the high service standards and transparency expected of a private family office, combined with the quality of investment expertise and operational excellence typically associated with a major global financial institution” (zit. n. Stanhope Capital, URL: <http://www.stanhopecapital.com/about-us>, Zugriff am 17.01.2013).

Zu Keynes Leben und Werk vgl. Robert Skidelsky: Keynes – The Return of the Master; London 2009; Penguin Books; sowie <http://www.maynardkeynes.org> Keynes Karriere als Investor wird am genauesten dargestellt bei: David Chambers und Elroy Dimson: KEYNES THE STOCK MARKET INVESTOR; Cambridge 2012 (<http://ssrn.com/abstract=2023011>).

Die Berechnungen für heutige Geldwerte wurden mit Hilfe folgender Website vorgenommen: <http://www.thisismoney.co.uk/money/bills/article-1633409/Historic-inflation-calculator-value-money-changed-1900.html>

Die Originalzitate von Warren Buffet lauten:

“The riskiness of an investment is not measured by beta (a Wall Street term encompassing volatility and often used in measuring risk) but rather by the probability – the reasoned probability – of that investment causing its owner a loss of purchasing-power over his contemplated holding period.” (Letter to the shareholders of Berkshire Hathaway for 2011) (<http://www.berkshirehathaway.com/letters/2011ltr.pdf>)

"Risk comes from not knowing what you're doing." (<http://www.bigfatpurse.com/2007/09/warren-buffett-risk-comes-from-not-knowing-what-youre-doing/>)

Eine ausführliche Darstellung der Performanceeigenschaften von Aktien ertragsstabiler Unternehmen findet sich bei:

James P. O'Shaughnessy: What Works on Wall Street: The Classic Guide to the Best-Performing Investment Strategies of All Time; Mcgraw-Hill Professional; Auflage: 4. Auflage. (Dezember 2011)

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

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

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.

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 20.

3) Das Datum der ersten Veröffentlichung unserer Analysen ist – sofern nicht anders gekennzeichnet – der auf der ersten Seite angegebene Erscheinungstag von „Mit ruhiger Hand“; für diese Ausgabe also der 4.2.2013.

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

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.