

Der Kay-Report und seine Bedeutung für Deutschland

Von Karl-Heinz Thielmann

Die Finanzkrise von 2008 löste bei vielen Menschen tief greifende Zweifel über die Funktionsweise der Finanzmärkte aus, zumal einfache Erklärungsansätze für das Zustandekommen der Turbulenzen offensichtlich keine befriedigenden Antworten liefern konnten.

Eine der Initiativen, um etwas besser zu verstehen, was schiefgegangen war und was es zu verbessern gilt, ging vom britischen Wirtschaftsministerium aus. Im Juni 2011 wurde der in Großbritannien sehr bekannte Wirtschaftsprofessor John Kay (<http://www.johnkay.com/>) damit beauftragt, zu überprüfen, inwieweit der Aktienmarkt überhaupt noch seine ökonomische Funktionen erfüllt. Als wesentliche Funktionen des Aktienmarktes wurden definiert: Er soll a) zur Schaffung und Verbesserung von erfolgreichen britischen Unternehmen führen sowie b) die Kapitalanleger an deren Erfolg partizipieren zu lassen.

Im Juli dieses Jahres legte John Kay nun seinen Report vor (<http://www.bis.gov.uk/kayreview>). In ihm stellte er fest, dass der britische Aktienmarkt seinen eigentlichen Aufgaben nicht mehr nachkommt. Als Quelle der Finanzierung von produktiven Investitionen spielen Aktien in Großbritannien praktisch keine Rolle mehr. Stattdessen dienen Börsengänge im Moment fast nur noch dem Ausstieg von Alt-Investoren. Immer mehr Unternehmen werden zudem von der Börse genommen oder ihr Kapital durch Aktienrückkäufe reduziert. Weiterhin führt die wachsende Dominanz von an kurzfristigen Performancezielen orientierten Vermögensverwaltern dazu, dass immer mehr Aktieninvestoren ihr Anlageverhalten an den Aktionen anderer Marktteilnehmer orientieren und immer weniger an den fundamentalen Daten derjenigen Unternehmen, in die eigentlich investiert wird. Damit gehen die Zusammenhänge zwischen Wirtschaftsentwicklung, Börsenkursen, Unternehmenserfolg und Anlageergebnis verloren.

Als Ursache für diese Fehlsteuerung wurde das kurzfristige Denken sowohl von Unternehmen wie auch von Investoren identifiziert. Als Gründe für diese Entwicklung wurden wiederum zwei zentrale Ursachen benannt:

- Falsche Leistungsanreize bei Unternehmen und Investmentgesellschaften.
- Ein genereller Vertrauensverlust am Kapitalmarkt.

In Hinblick auf die Anreizsetzung sieht Kay vor allem ein Problem darin, dass es in vielen Bereichen des Kapitalmarktes Belohnungen für Aktivitäten gibt, die längerfristig kontraproduktiv sind: Sei es, dass Führungskräfte Reorganisationen oder Restrukturierungen nur durchführen, weil sie sich gegenüber ihren Vorgängern profilieren müssen; Börsenhändler gemessen am Volumen ihrer Transaktionen vergütet werden; Analysten an der Zahl ihrer Empfehlungen und den hieraus generierten Umsätzen bewertet werden; oder Finanzberater nur dann Geld verdienen können, wenn sie ihre Kunden zu an sich überflüssigen Umschichtungen überreden.

Kurzfristiges Denken bei Unternehmen hat vor allem zwei Ausprägungsformen: zu niedrige Investitionen und „hyperaktives“ Management. Mit zu niedrigen Investitionen sind sowohl zu niedrige Ausgaben für Kapitalgüter wie auch ungenügende Aufwendungen für Forschung und Entwicklung sowie für die Fortbildung der Mitarbeiter gemeint. Unternehmen, die zu wenig investieren, können kurzfristig überdurchschnittliche Rentabilitätskennzahlen aufweisen, verspielen aber ihre Wettbewerbsposition und sind dann längerfristig in der Existenz gefährdet.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Unter „hyperaktivem“ Management versteht Kay den Aktionismus vieler Unternehmensführer, deren Handeln vor allem darauf ausgerichtet ist, Taten zu produzieren. Anstatt die operative Performance ihrer Firma zu stärken, setzen sie auf permanente interne Reorganisationen; bzw. richten ihre Strategie vorwiegend auf Unternehmenskäufe und –verkäufen aus; oder fabrizieren durch Financial Engineering (= Bilanztricksereien) finanzielle Erfolge, die mit der eigentlichen operativen Tätigkeit nichts mehr zu tun haben.

Kurzfristiges Denken bei Investmentgesellschaften macht Kay weniger an dem Aufstieg von High Frequency Trading fest, auch wenn dies ein Symptom der Tendenz zur Kurzfristigkeit ist. Trading Aktivitäten hat es an der Börse immer gegeben und ökonomisch gesehen erfüllt Trading die Funktion, Liquidität für Langfristinvestoren zu schaffen. Deshalb sieht Kay das Problem weniger darin, dass traditionell kurzfristig orientierte Trader auch weiterhin kurzfristig sind. Das Problem ist, dass eigentlich langfristig ausgerichtete Investoren wie Versicherungen oder Investmentfonds selbst zunehmend kurzfristig agieren. Diese Tendenz hängt nicht zuletzt damit zusammen, dass die Performance von Investmentmanagern sowohl kurzfristig wie langfristig in Vergleich mit Marktindizes sowie Konkurrenten gemessen wird. Keiner kann und will es sich leisten, in Performanceranglisten zurückzufallen. Wenn ein Markt fundamentalen Trends entgegenläuft, muss sich auch der Fondsmanager kurzfristig gegen die langfristig bessere Struktur positionieren, weil er sonst Gefahr läuft, in den Rankings zurückzufallen und Kunden zu verlieren. Deswegen gleichen sich fast alle Fondsmanager sehr nah an den Marktindex an, auch wenn sie etwas anders behaupten.

Das Problem wird noch dadurch verschärft, dass die Beaufsichtigung der Fondsmanager – sei es durch die staatliche Finanzaufsicht oder durch interne Risikomanager – darauf abzielt, Risiken, soweit es geht zu vermeiden. Ein Fondsmanager, der ein deutliches Abweichungsrisiko zu seinem Index eingeht und dafür nicht sofort Recht bekommt, geht für sich das persönliche Risiko ein, hierfür bestraft zu werden, selbst wenn er längerfristig gesehen völlig richtig positioniert ist.

Auch die Rolle der Finanzmarktaufsicht wird kritisch beleuchtet. Insbesondere diejenigen Vorschriften werden infrage gestellt, die auf die Theorie effizienter Märkte zurückgehen, nach der ein Markt um so effizienter ist, je mehr Informationen zur Verfügung stehen. Dies habe dazu geführt, dass die meisten Finanzmarktteilnehmer eine enorme Menge nichtssagender Daten produzieren, die Investoren sogar zu falschen Aktionen verleiten können. Zudem hat ein auf Kursschwankungen ausgerichtetes Risikoverständnis bei der Regulierung dazu geführt, dass Versicherungen und Pensionsfonds sich vom Aktienmarkt sehr stark zurückgezogen haben. Kaum eine Rolle spielt bisher bei der Finanzmarktregulierung, welche Anreizstrukturen bei Fondsmanagern, ihren Beratern und Vertriebspartnern bestehen.

Ein weiteres schwerwiegendes Problem sieht Kay darin, dass viele Fondsmanager, wenn ihnen bei einem ihrer Investments etwas nicht gefällt, lieber die Aktien verkaufen als auf das Management Einfluss zu nehmen. Viele Fondsmanager scheuen die Kosten und die Mühen, die mit einem Engagement auf Hauptversammlungen oder anderen Investorentreffen verbunden sind. Zudem liegen viele Aktien nicht mehr wie früher in den Händen von Privataktionären und inländischen Institutionen, sondern überwiegend in den Händen von relativ gleichgültigen ausländischen Investoren und Indexfonds. Managements, die ihrem Unternehmen langfristig schaden, können so leichter agieren. Die direkte Einflussnahme von Fondsmanagern auf Unternehmenslenker wäre aber ein zentraler Punkt, mit dem sie die operative Effizienz von schwachen Firmen verbessern und so zur Verbesserung der gesamtwirtschaftlichen Situation beitragen könnten.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Weiterhin bemängelt Kay, dass viele Analysten und Investoren positiv auf Unternehmensmeldungen reagieren, die kurzfristige Erfolge auf Kosten der langfristigen Marktposition generieren. Somit würde ein Umfeld geschaffen, in dem Vorstände belohnt werden, wenn sie Entscheidungen treffen, um kurzfristig gute Zahlen zu produzieren, dabei aber die langfristige Wettbewerbsposition gefährden. Dies können übertriebene Kostensenkungen oder unsinnige Akquisitionen sein. Allerdings sind die Beispiele, die Kay zu diesem Punkt anführt, wie GEC, ICI oder BP schon relativ alt. Insofern ist zu hoffen, dass zumindest in diesem Punkt schon eine Verbesserung eingetreten ist.

Den Vertrauensverlust an den Finanzmärkten wird von John Kay vor allem auf die wachsende Zersplitterung und Anonymisierung des Finanzmarktes zurückgeführt. Vor 50 Jahren war der Privatanleger dominierend, der Aktien von Unternehmen kaufte, die er persönlich kannte. Heutzutage investiert der Anleger bei einer Institution, die in Fonds anlegt, die wiederum in Subfonds aufgespalten sein können. Diese legen direkt in Aktien und andere Wertpapiere an oder indirekt über Derivate bzw. strukturierte Produkte. Insbesondere die strukturierten Produkte können extrem intransparent sein und böse Überraschungen bergen. Und zu jeder Stufe gibt es spezialisierte Berater, die jeweils eine eigene Interessenlage einbringen.

Im Finanzbereich gibt es inzwischen eine Vielzahl von Situationen, bei denen sich Anbieter, Kunden und Berater gegenüberstehen und unterschiedliche Informationen über den jeweils relevanten Sachverhalt haben. Für diejenigen mit einem Informationsvorsprung besteht ein großer Anreiz, ihren Vorteil auszunutzen. Dieser Anreiz ist umso größer, je anonym die Beziehung zwischen den einzelnen Akteuren ist. Je weniger die Interessenlage der mit unterschiedlichen Informationen ausgestatteten Geschäftspartner übereinstimmt und umso geringer die persönliche Beziehung zwischen ihnen ist, desto größer ist die Verführung zum Missbrauch von Expertenwissen. Die Finanzkrise 2008 war nicht zuletzt deshalb so schlimm, weil die Anonymisierung und Zersplitterung der Finanzintermediation dazu führte, dass Risiken, die z. B. durch Immobilienspekulation in Kalifornien entstanden waren, global über mehrere Stufen weitergereicht und damit völlig unkontrollierbar wurden. Sie konnten dann z. B. auf einmal zur plötzlichen Pleite einer norwegischen Pensionskasse führen, bevor sich die Fondsmanager überhaupt bewusst werden konnten, in was sie eigentlich investiert hatten.

Als Konsequenz hat John Kay eine Reihe von Maßnahmen vorgeschlagen, um einerseits das Vertrauen an den Kapitalmärkten wieder herzustellen und um andererseits Anreize für Finanzmarktteilnehmer zu schaffen, die dem Wohl der Gesamtheit dienen.

Die wichtigsten Einzelempfehlungen sind:

- Verhaltenskodexe sollen entwickelt werden, die die treuhänderische Verantwortung von Unternehmensführern und Fondsmanagern in den Vordergrund stellen.
- Die Kommunikation von Investoren und Unternehmen sollte verbessert werden wie z. B. durch die Einbeziehung von Investoren bei Management-Personalentscheidungen. Weiterhin soll die Wahrnehmung von Investoreninteressen effektiver gestaltet werden wie z. B. durch Einrichtung einer Koordinationsstelle für Investoreninteressen.
- Die Finanzmarktkommunikation von Unternehmen soll sich nicht mehr an der kurzfristigen Steuerung von Ertragserwartungen orientieren.
- Die Effektivität von Unternehmenstransaktionen soll besser analysiert werden.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

- Die Finanzmarktregulierung soll ihre Aufmerksamkeit darauf richten, wie die treuhänderischen Beziehungen zwischen einzelnen Finanzmarktteilnehmern besser geregelt werden können.
- Vermögensverwalter sollen zu vollkommener Transparenz gezwungen werden, einerseits was die Kostenbelastung für ihre Mandate angeht, andererseits aber auch was Zusatzeinnahmen (wie z. B. aus der Aktienleihe) betrifft.
- Verpflichtungen zum kurzfristigen Performancereporting sollen aufgehoben werden, stattdessen sollen Fondsmanager ihre Entscheidungen besser begründen.
- Risikomodelle sollen von einer Regierungskommission in Hinblick auf ihre tatsächliche Aussagekraft überprüft werden. Darüber hinaus soll die Praxis aufgegeben werden, dass Aufsichtsbehörden spezifische Risikomodelle vorschreiben.
- Die Bezahlung sowohl von Vermögensverwaltern als auch von Managern darf sich nicht mehr an der Erreichung von kurzfristigen Performancezielen orientieren, sondern sollte auf die Erreichung längerfristiger Ziele ausgerichtet sein. Bonuszahlungen sollen nur noch anhand von dauerhaften Erfolgskriterien berechnet und zeitverzögert ausgezahlt werden dürfen.
- Die Möglichkeiten für Privataktionäre, Aktien direkt zu halten, sollen wieder verbessert werden.

Unserer Einschätzung nach sind die Schlussfolgerungen Kays im Wesentlichen nachvollziehbar und zu begrüßen. Lediglich die von ihm vorgeschlagene Aufweichung der Verpflichtung zum umfassenden Performance-reporting ist kritisch zu sehen. Eine möglichst umfassende Information von Investoren auch mit Performancezahlen erscheint unserer Einschätzung nach im Sinne größtmöglicher Transparenz wünschenswert. Wenn die Investoren die Daten falsch bewerten, dann sollte nicht die Information vermindert werden, sondern besser erläutert werden.

Wenn man die Aktienmärkte von Deutschland und Großbritannien vergleicht, so stellt man fest, dass das Gesamtergebnis von Kay sich durchaus auch auf deutsche Verhältnisse übertragen lässt: Der Aktienmarkt hat seine Rolle als Finanzierungsquelle für produktive Investitionen verloren. Neuemissionen dienen vor allem als Ausstiegsmöglichkeit von Altinvestoren. Kurzfristige Anleger dominieren das Börsengeschehen, der Bezug zwischen Aktienkursen, Gesamtwirtschaft und Unternehmensentwicklung scheint verloren gegangen.

Doch lassen sich die Ergebnisse und Empfehlungen von John Kay auch im Detail auf Deutschland übertragen? Hierzu muss die Situation am Kapitalmarkt und bei den Unternehmen unterschieden werden.

Am Kapitalmarkt gibt es große strukturelle Unterschiede zwischen beiden Ländern. Publikumsfonds sind allerdings in Großbritannien wie in Deutschland ungefähr gleich wichtig. Institutionelle Investoren spielen in Großbritannien traditionell eine größere Rolle am Aktienmarkt wie in Deutschland. Allerdings ist in beiden Ländern die Bedeutung im vergangenen Jahrzehnt geschrumpft, weil verschärfte Aufsichtsregeln in beiden Ländern vor allem Versicherungen dazu zwangen, die Aktienquoten deutlich zurückzufahren.

In Deutschland sind bei Privatanlegern sog. Zertifikate populär, während diese in Großbritannien von der Finanzaufsicht sehr negativ gesehen werden. Zertifikate zählen zu den strukturierten Finanzprodukten und sind ein Sammelbegriff für Inhaberschuldverschreibungen, die über derivative Komponenten verfügen, sodass ihre Wertentwicklung von der Wertentwicklung anderer Finanzprodukte abhängt. Während sie in Deutsch-

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

land von Banken mit Milliardenvolumen auch an wenig qualifizierte Privatanleger verkauft werden, ist in Großbritannien der Gebrauch strukturierter Produkte ausgesprochenen Spezialisten vorbehalten.

Zertifikate sind sehr oft mit begrenzten Laufzeiten versehen und daher vor allem für kurz- und mittelfristige Anlagen geeignet. Sie stehen sehr stark in der Kritik, weil bei ihnen sowohl die echte Kostenbelastung wie auch die Risikosituation viel schwerer zu beurteilen ist als wie bei anderen Finanzinstrumenten.

In Großbritannien sind dafür andere Formen der langfristigen Kapitalanlage populär, wie z. B. Investment-trusts. Dies sind geschlossene und auf unbestimmte Zeit angelegte Anlagegesellschaften, die langfristige Investmentthemen verfolgen. Ihre Anteile werden wie Aktien an der Börse gehandelt; es gibt keine Rücknahmegarantie zum Nettoinventarwert wie bei offenen Publikumsfonds.

In Deutschland hingegen sind sogenannte geschlossene Fonds recht beliebt, mit denen Kapitalanleger sich für einen Zeitraum von mehreren Jahren an einem unternehmerischen Projekt beteiligen, z. B. gewerbliche Immobilien, Filmproduktion, Schifffahrt, alternative Energien, Rohstofferschließung etc. Problematisch an diesen Fonds sind vor allem zwei Dinge: 1) Die Risikostreuung ist mangelhaft und 2) sie gehören dem grauen Kapitalmarkt an. Sie unterstehen daher nicht der Finanzaufsicht und können auch von unseriösen Anbietern angeboten werden. Hier ist allerdings Besserung in Sicht, derzeit bereitet die Bundesregierung einen Gesetzentwurf zur Verbesserung des Anlegerschutzes vor.

In Hinblick auf die Risikomanagementvorschriften für institutionelle Investoren muss festgehalten werden, dass hier die gleichen, von Kay kritisierten Risikomodelle angewandt werden. Bei der Erzeugung überflüssiger und irreführender Datenmengen hat Deutschland Großbritannien weit hinter sich gelassen: Sowohl die vorgeschriebenen Informationen zu Anlageprodukten wie auch viele Pflichtmeldungen von Banken und Vermögensverwaltern an das BaFin verursachen inzwischen eine Unmenge von Daten ohne Aussagekraft. Ein Beispiel für die noch restriktiveren Vorschriften für deutsche Vermögensverwalter ist die inzwischen eingeführte Verpflichtung zum monatlichen Performancereporting, deren einziges konkretes Ergebnis bisher war, dass Kunden in einer Papierflut ertrinken.

Hoffnung bestand allerdings zwischenzeitlich in Hinblick auf die von Kay bemängelte Ignoranz der Aufsichtsbehörden bezüglich falscher Anreizsetzung. Bis vergangene Woche plante die EU, Provisionen beim Vertrieb von Finanzprodukten zu verbieten, womit eine wesentliche Ursache für Beratungsmisbrauch beseitigt worden wäre. Dieses Vorhaben wurde jedoch im EU-Parlament im letzten Moment gestoppt.

Grundsätzlich muss man daher sagen, dass die auf den Kapitalmarkt bezogenen Kritikpunkte von John Kay für Deutschland noch sehr viel stärker gelten. Die in Deutschland üblichen Finanzinstrumente sind sehr viel mehr auf kurzfristige Anlagezeiträume ausgelegt, bei einigen langfristigen Investments wie geschlossenen Fonds ist der Anlegerschutz (noch) mangelhaft. Dafür werden noch mehr nichtssagende Daten produziert.

Auf der Unternehmensseite hingegen hebt sich Deutschland positiv von Großbritannien ab, wie auch Kay in seinem Report mehrfach anhand von Beispielen feststellt. Zwar gibt es auch in Deutschland Beispiele für Unternehmen, die ihre Geschäftspolitik an der kurzfristigen Optimierung des Börsenkurses ausrichten, allerdings sind diese sehr viel seltener als in Großbritannien.

Kay selbst nennt als Grund für die stärker ausgeprägte Weitsichtigkeit deutscher Aktiengesellschaften den stärkeren Einfluss von Unternehmerfamilien, die ihr Engagement an einer Firma langfristig und

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

generationenübergreifend verstehen. Wir würden zudem als weiteren Grund noch die grundsätzlich stärkere Exportorientierung vieler deutscher Gesellschaften sehen. Wer im internationalen Wettbewerb dauerhaft bestehen will, muss am langfristigen Aufbau seiner Marktposition arbeiten und kann sich kurzfristiges Denken nicht leisten. Deutsche Unternehmen setzen sich in der Regel im Qualitätswettbewerb durch und nicht durch niedrige Preise. Verlässliche Qualität setzt aber einen langfristigen Ansatz sowohl bei Forschung und Entwicklung wie auch bei der Produktion und dem Marketing voraus.

Es gibt zwar auch am britischen Aktienmarkt inzwischen einige Gesellschaften mit typisch deutschen Eigenschaften. Ihre Rolle wächst zwar, sie sind aber in Relation zum Gesamtmarkt weit weniger bedeutend.

Komplett gestört ist in Deutschland die Kommunikation zwischen Kapitalmarkt und Managern. Ich selbst weiß aus vielen Gesprächen, dass die meisten Unternehmer den Kurskapriolen am Aktienmarkt völlig fassungslos gegenüberstehen. Nur wenige Fondsmanager und Analysten werden von den Unternehmenslenkern wirklich ernst genommen; wie ich leider feststellen musste, zurecht. In Deutschland können die Manager zumeist nichts von den Investoren lernen, sondern umgekehrt.

Auch wenn John Kay das mangelhafte Engagement der institutionellen Aktionäre in Großbritannien kritisiert, so muss doch festgestellt werden, dass sie sehr viel aktiver sind als in Deutschland. Insbesondere in Hinblick auf die Verhinderung von überzogenen Managementvergütungen (z. B. bei Glaxo oder Aviva) oder zweifelhafter Akquisitionen (z. B. bei Prudential) konnten sich die Aktionärsvertreter gelegentlich durchsetzen. In Deutschland hingegen war das Verhalten von institutionellen Investoren gegenüber Unternehmen lange von den Interessen der Banken geprägt, zu denen die jeweiligen Investmentfirmen gehörten. Einmischung galt als Tabu. Erst seit einigen Jahren beginnt sich dies zu wandeln. Die großen Fondsgesellschaften haben inzwischen spezialisierte Beauftragte, die sich teilweise sehr kritisch mit Unternehmensleitern auseinandersetzen. Zu größeren Konflikten zwischen Fondsvertretern und Managern ist es in Deutschland im Gegensatz zu Großbritannien aber noch nicht gekommen.

Abschließend kann man sagen, dass der Kay Report viele interessante Punkte enthält, die sich trotz aller Unterschiede im Wesentlichen auch auf Deutschland übertragen lassen. Denn die Kernaussagen, dass kurzfristiges Denken die Funktionsweise des Aktienmarktes stört und falsche Anreize und berechtigtes Misstrauen in den Finanzmarkt die Ursachen hierfür sind, gelten für beide Länder. Sehr wahrscheinlich kann man sie auch auf die meisten anderen bedeutenden Volkswirtschaften übertragen. Im Detail unterscheiden sich aber alle Nationen, insofern sind die Analyse und die Empfehlungen nur bedingt übertragbar. In Deutschland besteht weniger auf der Unternehmensseite Handlungsbedarf, am Aktienmarkt um so mehr.

Funktionsfähige Kapitalmärkte sind eine Voraussetzung für echten Wohlstand. Aktienmärkte haben eine volkswirtschaftliche Funktion, wenn sie zum Spielcasino verkommen, ist etwas verkehrt. Wenn Finanzmärkte durch Financial Engineering Vermögenswerte produzieren, die nur auf dem Papier stehen, ist die Katastrophe vorprogrammiert, weil sich die fiktiven Wertzuwächse irgendwann mit einem großen Knall in Luft auflösen. Dies ist zuletzt 2008 geschehen und wird wieder passieren, wenn die strukturellen Ursachen für Finanzkrisen nicht angegangen werden. John Kay muss das Verdienst zugesprochen werden, dass er Systemfehler und mögliche Lösungsansätze klar benennt. Sein Report sollte weltweit zur Pflichtlektüre für alle Wirtschaftspolitiker, Bankvorstände, Fondsmanager sowie Finanzmarktregulierer werden und sie sollten die richtigen Konsequenzen hieraus ziehen. Dann besteht vielleicht Hoffnung für die globale Finanzwelt.

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

Anhang:

a) Unser System der Unternehmensanalyse:

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

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

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

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

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

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

b) Empfehlungssystem:

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

Rechtliche Hinweise:

Hinweise gemäß FinAnV:

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

Hinweis gemäß § 4 FinAnV:

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

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

Für Kursdaten haben wir eine eigene Datenbank aufgebaut, die - sofern nicht anders angegeben – die amtlichen und um Kapitalmaßnahmen bereinigten Kurse von der jeweiligen Hauptbörse enthält. Hauptbörsen sind: Aktien Deutschland & ETF's: Xetra; Renten: Börse Stuttgart; USA: NYSE bzw. Nasdaq; Niederlande & Frank-

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

reich: 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 7.

3) Das Datum der ersten Veröffentlichung unserer Analysen ist – sofern nicht anders gekennzeichnet – das Wochenende vor dem auf der ersten Seite angegebene Erscheinungstag von „Mit ruhiger Hand“; für diese Ausgabe also der 1.10.2012.

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.