

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

## Klartext: Lernprobleme

Liebe Langfristanleger,

vor 4 Jahren herrschte an den Kapitalmärkten das nackte Grauen. Das Weltfinanzsystem war durch den Zusammenbruch von Lehman Brothers in seinen Grundfesten erschüttert. Vor Kurzem noch als grundsolide angesehene Finanzunternehmen wie AIG, Merrill Lynch, Royal Bank of Scotland oder Hypo Real Estate benötigten Rettungsaktionen im Umfang von Hunderten von Milliarden Euro. Die stark vom Finanzsektor abhängigen Volkswirtschaften in Westeuropa und Nordamerika mussten einen scharfen Einbruch hinnehmen, der die gesamte Weltwirtschaft in die Rezession riss.



Inzwischen hat sich die Lage mit Ausnahme von Südeuropa wieder weitgehend stabilisiert, von einer wirklichen Erholung kann aber auch keine Rede sein. Denn die der Finanzkrise zugrunde liegenden Probleme sind nicht wirklich angegangen worden. Dies ist eigentlich erstaunlich, weil schon bald nach dem Einbruch in der Öffentlichkeit eine umfassende Diskussion über die Gründe der Finanzkrise einsetzte.

### *Inhalt:*

*Seite 4: Der Glanz des Goldes*

*Seite 14: Gut und teuer – Aktien der Hersteller von Konsumgütern des täglichen Bedarfs*

*Seite 25: Impressum, Anhang*

*Seite 28: Disclaimer*

Inzwischen ist relativ klar, warum das Desaster kam und warum es viel schlimmer war als bei vorangegangenen Schuldenkrisen. Da war zum einen der sorglose Umgang sowohl von privaten wie staatlichen Schuldnern mit einer Erhöhung ihrer Verbindlichkeiten. Weiterhin hat eine an kurzfristigen Verkaufserfolgen orientierte Bonuskultur Bankmitarbeiter zum Eingehen von unverantwortlichen Risiken ermutigt. Diese Risiken wurden mit Hilfe von neuartigen Finanzinstrumenten „umverpackt“ und damit quasi unsichtbar gemacht. Ratingagenturen und Investmentbanken vermittelten dann mit Hilfe von mathematisch komplexen Risikoansätzen eine Scheinsicherheit für viele Finanzanlagen, die einer Konfrontation mit der Realität nicht

standhielt. Eine mangelnde Kapitalisierung bei vielen Finanzinstituten führte dann dazu, dass sie einer plötzlich verschlechterten Risikosituation nicht gewachsen waren. Hinzu kam, dass eine realitätsferne Wirtschaftswissenschaft sich lieber mit abstrakten Modellen als mit konkreten Sachverhalten beschäftigt hatte und den Ereignissen in der wirklichen Welt dann völlig ratlos gegenüberstand.

Nun könnte man meinen, alle diese Erkenntnisse müssten zu grundlegenden Änderungen geführt haben. Wenn man sich aber die Konsequenzen anschaut, die bisher gezogen worden sind, muss man feststellen, dass bisher nur ein Problem angegangen wurde: die Rekapitalisierung der Banken. Damit hat man aber nur die Anfälligkeit des Finanzsektors gegenüber der nächsten Krise vermindert. Die eigentlichen Ursachen der Krise sind nach wie vor vorhanden und werden von vielen Verantwortlichen ignoriert.

Nimmt man den Umgang mit Bonusregeln als Beispiel, so zeigt sich, wie gut es der Finanzbranche bisher gelungen ist, Konsequenzen zu umgehen. Eine der erfolgreichsten Banken der letzten Jahrzehnte – Handelsbanken

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

aus Schweden – hat Boni schon vor Jahrzehnten abgeschafft. Stattdessen werden Mitarbeiter über ein spezielles Programm am langfristigen Erfolg der Bank beteiligt. Dieses Beispiel wird aber von der übrigen Branche geflissentlich ignoriert. Dafür wird immer wieder argumentiert, man benötige Bonuszahlungen, weil man nur so gute Mitarbeiter bekommen und halten kann. Warum angeblich gute Mitarbeiter aber vor allem kurzfristige Leistungsanreize benötigen, bleibt schleierhaft. Vielmehr dürfte das krampfhaftes Festhalten an Bonusprogrammen damit zu tun haben, dass sie die Selbstbedienung von Finanzmanagern erleichtern.

Ein besonderes schönes Beispiel für die Vermeidung von Lerneffekten ist das Festhalten an Risikomodelle wie „Value at Risk“ bei der Steuerung von Bilanzrisiken. Die grundsätzlichen Mängel dieses Ansatzes sind schon seit Jahrzehnten bekannt. Speziell 2008 war „Value at Risk“ für gravierende Fehleinschätzungen und enorme Verluste verantwortlich. Dies hat jedoch nichts an der Popularität dieses Ansatzes geändert, was nach wie vor die bekannten Nebenwirkungen mit sich bringt. So musste Morgan Stanley erst vor Kurzem einen Handelsverlust von mehreren Mrd. US\$ für das dritte Quartal 2012 bekannt geben, für den vor allem die Risikosteuerung per „Value at Risk“-Modell verantwortlich war. Die Konsequenz: Einige Parameter für das Modell wurden geändert, ansonsten wird weitergemacht wie bisher. Und als Bestätigung für diese Vorgehensweise hat sich das Management von Morgan Stanley auch noch die Genehmigung von den Finanzaufsichtsbehörden hierfür geholt. Die Frage muss erlaubt sein: Wie ignorant kann man eigentlich sein?

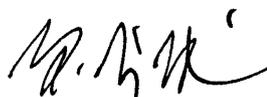
Den größten Reformstau gibt es aber wahrscheinlich in den Wirtschaftswissenschaften. Schon vor der Krise hatten viele Kritiker bemängelt, dass eine zunehmende Mathematisierung der Ökonomie auch eine wachsende Realitätsferne mit sich bringt. Und auch heutzutage noch kann ein Student seinen Abschluss in einem wirtschaftswissenschaftlichen Fach machen, ohne das Wort Finanzkrise je gehört zu haben. Stattdessen werden junge Ökonomen vorwiegend darin trainiert, aus hochkomplexen mathematischen Modellen relativ banale Aussagen abzuleiten. Nur ist leider der Erkenntniswert einer solchen Gehirnakrobatik gleich null. Diese Ausbildung führt realitätsfernen Rechenkünstlern, die von der realen Wirtschaft rein gar nichts verstehen. Allerdings sind diese „Wissenschaftler“ dann perfekt dafür geeignet, sich neue Modelle zur Verschleierung von echten Risiken auszudenken.

Eine vom Swiss Finance Institute herausgegebene Studie zeigte im vergangenen Jahr, dass die schlechtesten Banken während der Asien- und Russlandkrise 1998 auch die größten Verlierer 2008 waren. Die Prognose liegt nahe, dass genau diese unlängst mit Staatsgeld geretteten Institute auch in der nächsten Finanzkrise wieder Milliarden Gelder versenken werden.

Ob die mangelnde Bereitschaft, die richtigen Konsequenzen aus grundlegenden Erfahrungen zu ziehen, an ungenügender Lernfähigkeit oder Lernunwilligkeit liegt, weiß ich nicht. Solange man sich aber an den richtigen Schlussfolgerungen vorbeidrückt, bleibt das Weltfinanzsystem inhärent instabil. Mit restriktiveren Eigenkapitalvorschriften für die Banken wurde bisher vor allem eines erreicht: Die Kreditvergabe ist deutlich schwieriger geworden und damit auch die wirtschaftliche Erholung. Zudem werden diese kaum etwas nützen, wenn im Vorfeld der nächsten Krise verquere Risikoansätze und falsche Anreizstrukturen die Banker wieder zu den gleichen Fehlern wie im vergangenen Jahrzehnt verleiten.

Noch ist es nicht zu spät.

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



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

Inhaltlich verantwortlich: Karl-Heinz Thielmann

Weinbrennerstr. 17, 76135 Karlsruhe

Bildnachweis: Seite 2: Karl-Heinz Thielmann; Seiten 4, 7, 8, 13: Deutsche Bundesbank; Seiten 14, 17, 18 © Nestlé (creative commons licence); Seite 15: Henkel Pressebilder ; Seite 16: Societe BIC

## Anhang:

a) Unser System der Unternehmensanalyse:

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

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

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

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

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

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

## b) Empfehlungssystem:

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

## Rechtliche Hinweise:

### Hinweise gemäß FinAnV:

Die LONG-TERM INVESTIING 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. In „Klartext“ wurde auf die Studie „This Time Is the Same: Using Bank Performance in 1998 to Explain Bank Performance During the Recent Financial Crisis“ ([http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1779406&](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1779406&)) von Rüdiger Fahlenbrach, Robert Prilmeier & Rene M. Stulz Bezug genommen. Für „Goldtausch“ wurde im Wesentlichen auf Daten des World Gold Council ([www.gold.org](http://www.gold.org)), des IWF ([www.iwf.org](http://www.iwf.org)) und der schweizerischen Nationalbank (<http://www.snb.ch/de>) zurückgegriffen. Zum Zusammenhang zwischen Goldkursen und Presseberichten vgl. Ingo Narat: „Euphorische

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Berichte sind ein Warnsignal“ aus Handelsblatt Nr 178 vom 13.9.2012. Die historischen Performancevergleiche zu Gold stützen sich auf das CS Global Investment Returns Yearbook 2012, London, Februar 2012. Die Wiedergabe einer Untersuchung vom Investors Chronicle zu Gold vor 1800 stützt sich auf Javier Blas: „On the flip side“, Financial Times vom 16.12.2009.

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

Für Kursdaten haben wir eine eigene Datenbank aufgebaut, die - sofern nicht anders angegeben – die amtlichen und um Kapitalmaßnahmen bereinigten Kurse von der jeweiligen Hauptbörse enthält. Hauptbörsen sind: Aktien Deutschland & ETF's: Xetra; Renten: Börse Stuttgart; USA: NYSE bzw. Nasdaq; Niederlande & Frankreich: Euronext; Spanien: Börse Madrid; Italien: Börse Mailand; internationale Technologieaktien: Nasdaq. Bei nicht als ETF's gehandelten Investmentfonds werden die von der KAG veröffentlichten Rücknahmekurse genommen.

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 25.

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 5.11.2012.

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.