

## 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

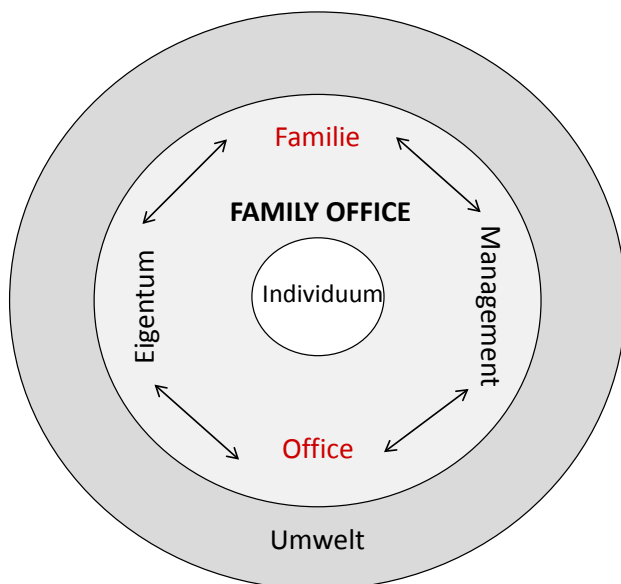


Abb. 1: Das Family Office als mehrdimensionales System

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](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.

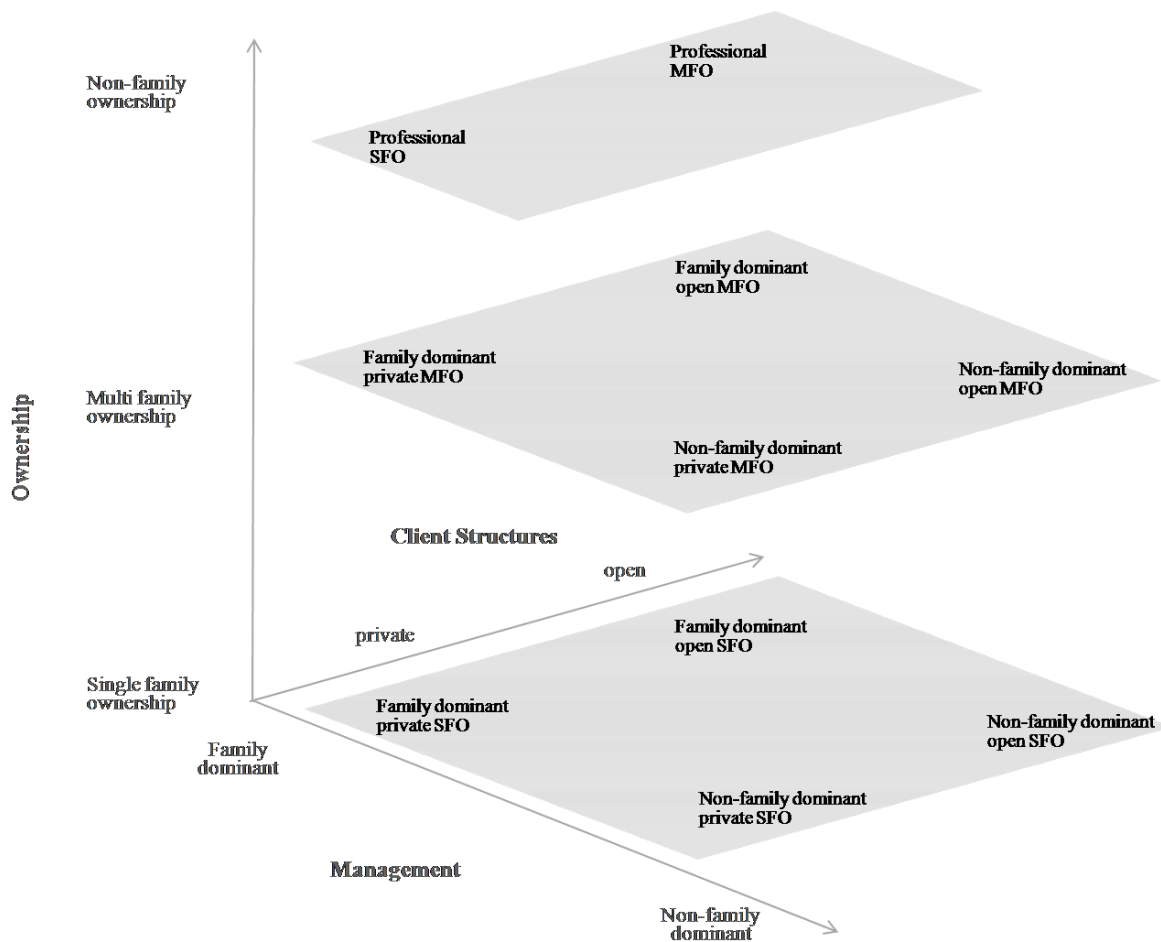


Abb. 2: Family Office-Strukturen

# 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](mailto:Carolin.Decker@whu.edu), <http://www.whu.edu>

# 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

Für den regelmäßigen Bezug von „Mit ruhiger Hand“ können Sie sich unter [www.Mit-ruhiger-Hand.de](http://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  $\beta$ , etc.
  - Liquiditätsrisiko (eine Kapitalanlage kann mangels Nachfrager nicht oder nur unter Wert verkauft werden). Kriterien für das Liquiditätsrisiko sind: Tiefs bei Börsenumsätzen; Bid Ask Spread; Transaktionskosten, etc.
  - Inflationsrisiko (eine Kapitalanlage wird durch Steigerungen des allgemeinen Preisniveaus entwertet). Kriterien für das Inflationsrisiko sind: Duration, Kapitalintensität, Zinssensitivität, Preiselastizität der Nachfrage, etc.



# 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.