

## 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 Öaktien 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, Marktin-effizienzen 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 Kursausschlägen 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 Marktineffizienzen 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.



# 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.