

Die große Risikoverwirrung Teil 3: Die Krux mit der Unsicherheit

Von Karl-Heinz Thielmann und Prof. Dr. Ekaterina Svetlova

In dem ersten Teil unserer Reihe „Risikoverwirrung“ haben wir auf eine wichtige Unterscheidung zwischen Risiko und Unsicherheit hingewiesen, die von Frank Knight (1921) eingeführt sowie von Keynes und Shackle weiterentwickelt wurde. Risiko ist nach Knight dadurch definiert, dass sich dem Eintritt eines Ereignisses eine Wahrscheinlichkeit zuordnen lässt. Bei Unsicherheit hingegen ist völlig unklar, wie groß die Wahrscheinlichkeit ist. Sie ist deshalb mathematisch nicht fassbar und auch nicht mit einer Zahl zu beschreiben. Weiterhin haben diese Autoren darauf hingewiesen, dass im Wirtschaftsleben eher die Situationen „genuiner“ Unsicherheit vorherrschen, bei denen nicht nur die Wahrscheinlichkeiten, sondern auch die möglichen zukünftigen Zustände der Welt nicht bekannt sind. Dementsprechend sollte Unsicherheit als solche in die Überlegungen über zukünftige Handlungen einbezogen werden.

Diese Unterscheidungen werden allerdings nach wie vor weitgehend in der heutigen Finanzindustrie ignoriert. Dies hatte zwei Konsequenzen:

- Unsicherheit wird thematisiert, um Entscheidungsschwäche oder Nichtwissen zu überdecken.
- Im Umgang mit der Unsicherheit hat sich eingebürgert, dass sie so behandelt wird, als ob es sich um eine Situation unter Risiko handelt, die sich durch Wahrscheinlichkeiten beschreiben lassen.

Für Anleger muss die allgemeine Risikoverwirrung jedoch nicht bedeuten, dass die Auseinandersetzung mit der Zukunft aussichtslos ist. Drei Investoren, David F. Swenson, Warren Buffet und Nassim N. Taleb haben in den vergangenen Jahrzehnten verschiedene Vorgehensweisen entwickelt, um in einem unsicheren Umfeld als Anleger erfolgreich zu sein. Deshalb wird zum Abschluss dieser Artikelserie ein Blick auf ihre Ansätze gegeben und überprüft, inwieweit sie sich auf normale Anleger übertragen lassen.

a) Unsicherheit als Ausrede

In den Medien ist es populär geworden, Kursbewegungen an den Kapitalmärkten mit gesteigener oder gesunkener Unsicherheit zu erklären. Manager haben die Rücknahme oder den Aufschub von Investitionsentscheidungen in den vergangenen Jahren oft mit „erhöhter Unsicherheit“ begründet. Wie kann aber der Wert von etwas fallen oder steigen, was man gar nicht mit Zahlen messen kann? Und wieso kann das dann Konsequenzen für Kapitalmärkte haben?

Warren Buffet hat sehr schön in seinem letzten Jahresbericht für Berkshire Hathaway über den Gebrauch des Begriffs „Unsicherheit“ festgestellt:

„Natürlich ist die nahe Zukunft unsicher, Amerika ist mit dem Unbekannten seit 1776 konfrontiert. Nur manchmal fokussieren sich die Menschen auf die Myriade von Unsicherheiten, die immer existiert haben, während sie diese sonst ignorieren (normalerweise, weil dann die jüngste Vergangenheit ereignisarm war).“
[“Of course, the immediate future is uncertain; America has faced the unknown since 1776. It’s just that sometimes people focus on the myriad of uncertainties that always exist while at other times they ignore them (usually because the recent past has been uneventful).”]

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Menschen werden sich der Unsicherheit also eher bewusst, wenn sie schwierige Zeiten hinter sich haben. Andernfalls verdrängen sie diese. Dies hat mit einem aus der Behavioral Finance bekannten Phänomen zu tun, dass wir Menschen grundsätzlich Ereignisse aus der unmittelbaren Gegenwart in ihrer Wichtigkeit höher bewerten als in ihrem historischen Kontext. Nach den Aufschwung-Jahrzehnten im vergangenen Jahrhundert (50er und 60er Jahre; bzw. 80er und 90er Jahre) waren die meisten Menschen sorglos und gingen von einem weiteren Wachstum aus. Sie fühlten sich sicher und hatte die Möglichkeiten der Krise verdrängt. Nach den Jahrzehnten wie dem der Ölkrise (70er Jahre) bzw. der Zeit ab 2001 (die von Terrorismus, Krieg und Finanzkrise geprägt war) hingegen waren und sind viele Menschen verunsichert. Sie rechnen mit weiteren Schocks für die Finanzmärkte und einer Fortsetzung der Krisen.

Insofern steigt nach finanziellen Schocks wie einem Börsencrash oder der Finanzkrise das Bewusstsein für die Möglichkeit von Extremereignissen. Die Unsicherheit selbst verändert sich natürlich durch sie nicht. Wenn aber so viel über gestiegene oder gefallene Unsicherheit berichtet wird, muss es einen anderen Grund haben.

Dieser dürfte darin liegen, dass sich Unsicherheit in ihrer Nichtmessbarkeit und Unbestimmbarkeit für eines perfekt eignet: als Ausrede zu dienen. Warren Buffet mokiert sich an anderer Stelle seines Jahresberichtes darüber, dass Unsicherheit von vielen Managern vor allem als Argument genutzt wird, um Entscheidungen zu vermeiden. Und damit trifft er wohl den Kern der Sache: Die Argumentation mit gesteigener oder gefallener Unsicherheit ist in der Regel nur vorgeschoben. Sie hat meist nur den Zweck, zu überdecken, dass man nichts weiß bzw. nichts entscheiden will oder auch über die wahren Beweggründe hierfür keine Auskunft geben mag. Wer mit „erhöhter Unsicherheit“ argumentiert, ist niemals zu widerlegen, da diese ja nicht greifbar ist.

Ähnliches kann man auch für die Verwendung des Begriffs der Unsicherheit in der Presseberichterstattung über Finanzmärkte annehmen: Wenn man eine Kursbewegung kommentieren muss, aber über die eigentlichen Hintergründe nichts weiß, kann man immer argumentieren, dass die Unsicherheit sich verändert hat.

b) Die Quantifizierung der Unsicherheit

Der Brauch hat sich in unserer Welt eingebürgert, dass nur derjenige Ernst genommen wird, der eine Behauptung mit Zahlen belegen kann. Wenn Zahlen vorhanden sind, gehen Menschen relativ unkritisch damit um und hinterfragen nur äußerst selten, wie die präsentierten Werte zustande gekommen sind.

Die beste Illustration hierfür ist das Verhalten von Banken und Ratingagenturen vor und während der Wirtschaftskrise 2008. Wir würden in unserer Argumentation auch so weit gehen zu behaupten, dass dies auch eine der Ursachen der Krise war und entscheidend zu ihrer Eskalation beigetragen hat. Mit anderen Worten hat eine andauernde Risikoverwirrung eine dramatische Relevanz für das Wirtschaftsgeschehen.

Vor der Finanzkrise hatten viele Kreditverkäufer, Investment Banker, Fondsmanager und Privatanleger nicht realisiert, dass sie sich nicht in einer Situation mit kalkulierbaren Risiken, sondern in der Situation einer genuine Unsicherheit befanden. Dementsprechend haben sie sich verhalten, als ob sie in einer Risikosituation wären: Sie haben Risiken kalkuliert und sich dabei auf die Modelle verlassen, die angeblich eine Quantifizierung der Risiken ermöglichen (zum Beispiel Ausfallrisikomodelle der Ratingagenturen oder Value at Risk, die wir in den Teilen 1 und 2 unserer Reihe besprochen haben). Die Ergebnisse dieser Modelle basieren auf den Wahrscheinlichkeitsverteilungen, die aus der Geschichte als bekannt angenommen wurden. Grundsätzlich ging man bei der Bestimmung der für die Risikokalkulation notwendigen Parameter von der Einheitlichkeit der Vergangenheit und Zukunft aus. Da aber die Wirtschaftssituation vor und während der Krise eine ganz spezifi-

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

sche war, also eine Unsicherheitssituation eben, war das sich verlassen auf die einheitliche Wiederholung der Vergangenheit fatal.

Dies führte zu der Fehlkalkulation der Risiken, genauer gesagt, zu einer Unterschätzung der Risiken weltweit, die z. B. der damalige Federal Reserve Chairman Alan Greenspan als die zentrale Ursache der Wirtschaftskrise benannt hat. Die Unterschätzung von Risiken führte zu einer erhöhten Nachfrage nach den riskanten Anlagen; immer mehr von diesen wurden produziert und gekauft. Mit anderen Worten, obwohl die handelnden Personen sich in der Situation einer Unsicherheit fanden, behandelten sie diese als eine Risikosituation mit perfekt bekannten möglichen Weltzuständen und Wahrscheinlichkeitsverteilungen. Ihre Entscheidungen setzten unberechtigtweise einen hohen Grad der Vorhersagbarkeit voraus, was zu fatalen Folgen geführt hat.

Die Risikounterschätzung während der Wirtschaftskrise bezog sich primär auf die Berechnung der Ausfallrisiken für die neuen Finanzinstrumente wie ABS (asset backed securities), CDO (collateral debt obligations) and CDS (credit default swaps). Diese Produkte beinhalten Tranchen mit niedrigem, mittelmäßigem und hohem Risiko. Für alle Tranchen wurde das Ausfallrisiko eingeschätzt. Obwohl die Zukunft prinzipiell unsicher ist, hatten Finanzinstitute sowie Ratingagenturen bei der Risikoeinschätzung keine Unsicherheitselemente eingebaut. Ihre Risikomodelle beruhten auf der Annahme, dass Risiken der prinzipiell bekannten zukünftigen Ereignisse berechnet werden können und dass man sich auf die entsprechenden Wahrscheinlichkeiten verlassen kann. So schrieben 2003 die Analysten Peter Crosbie und Jeff Bohn von Moody's/KMV in einer Darstellung ihrer Methodik:

„Das Ausfallrisiko ist die Unsicherheit, die über die Fähigkeit eines Unternehmens besteht, seinen finanziellen Verpflichtungen nachzukommen. Vor einem Ausfall gibt es keinen eindeutigen Weg zu unterscheiden, ob Firmen zahlungsunfähig werden oder nicht. Das Beste, was wir machen können ist, die Möglichkeit eines Ausfalls durch eine Wahrscheinlichkeit zu bewerten.“ [“Default risk is the uncertainty surrounding a firm’s ability to service its debts and obligations. Prior to default, there is no way to discriminate unambiguously between firms that will default and those that won’t. At best we can only make probabilistic assessments of the likelihood of default.”]

Es ist interessant, dass das Kreditratingunternehmen die Unsicherheit als Element der einzuschätzenden Situation in diesem Fall eingesteht, dann aber daraus schlussfolgert, dass man sich auf Wahrscheinlichkeiten verlassen muss. Die Zuordnung von Wahrscheinlichkeiten wurde als einziger möglicher Weg, mit der Situation umzugehen, angesehen. Diese Verwechslung von Risiko und Unsicherheit war typisch und führte in der Konsequenz zu der Unterschätzung der Ausfallrisiken der Tranchen und der Produkte.

Zur Bestimmung der Ausfallrisiken wurden in den Risikomodellen vorwiegend Häufigkeitswahrscheinlichkeiten benutzt. Diese beruhten aber auf den historischen Daten und machten deswegen laut Knight und Keynes in den einmaligen unsicheren Wirtschaftssituationen besonders wenig Sinn. Auf die innovativen Finanzinstrumente bezogen bestand zudem das Problem darin, dass diese Finanzinstrumente so gut wie keine Kurshistorie hatten.

Neben den Wahrscheinlichkeiten war ein anderer wichtiger Parameter der Risikomodelle die Korrelation zwischen den Bestandteilen in den Tranchen. Die Kalkulationen von diesen Korrelationen basierten auf der Annahme, dass sie über die Zeit stabil bleiben. Mögliche Unvorhersagbarkeiten wurden schlicht und einfach nicht berücksichtigt. (“...made no allowance for unpredictability”, wie Felix Salmon 2009 in seiner Analyse

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

“Recipe for Disaster: The Formula That Killed Wall Street” schrieb). Das bedeutet, dass wenn die Korrelationen in der Vergangenheit niedrig waren, wurden sie auch in den Zeiten, in denen sie sich erhöht hatten, als zu niedrig eingeschätzt. Dies führte zu der Unterschätzung der Verbindung von Risiken.

Ein anderes gutes Beispiel ist das Value at Risk (VaR) -Modell, das oft für die Einschätzung der Risiken von Portfolios mit strukturierten Produkten eingesetzt wurde. Erstens basiert die Risikoeinschätzung nach diesem Modell meistens auf einer als normal angenommenen Wahrscheinlichkeitsverteilung, sodass genau die gleiche Problematik wie bei den Kalkulationen des Ausfallrisikos gilt. Zweitens ist speziell die Berücksichtigung von Liquidität problematisch. Das Standard VaR-Modell berücksichtigt sie überhaupt nicht. Schon vor der Finanzkrise gab es einige Versuche, Liquidität einzubeziehen, was aber nicht unbedingt Erkenntniszuwächse brachte, da jetzt auch Liquidität auf der Basis der Historie eingeschätzt werden musste. Diese war aber noch unregelmäßiger als bei den Kursen und insbesondere bei strukturierten Finanzprodukten nur sehr kurz verfügbar. Dass Liquidität auch von strukturellen Faktoren – wie z. B. Tradinglimits bei Wertpapierhändlern abhängig – war, die sich kurzfristig schnell ändern können und sich auch nicht eindeutig quantifizieren lassen, erschwerte die Einbeziehung von Liquidität zusätzlich.

Jane Croft stellte 2009 in der Financial Times fest:

„Illiquide Finanzprodukte in VaR einzubeziehen, das auf kurzfristige Kursschwankungen abzielt, ist nicht aussagekräftig, wenn man langfristig gebunden ist und möglicherweise durch große Kursausschläge getroffen wird. VaR unterschätzt das Risiko.“ [“Putting really illiquid products into VaR, where you are looking at short-term moves in prices, is not appropriate because you will be locked in for a longer period and potentially suffer larger price moves. VaR will understate risk.”]

Es ist offensichtlich, dass insbesondere in Hinblick auf Liquidität von strukturierten Produkten vor der Finanzkrise eine große Unsicherheit vorherrschte. Diese wurde aber wie eine Risikosituation behandelt, quasi „mit Gewalt“ quantifiziert. Dies führte zu groben Fehleinschätzungen. Die Finanzkrise eskalierte u.a. auch deshalb, weil vielen Verantwortlichen die Diskrepanzen zwischen aus der Vergangenheit abgeleiteten Annahmen und tatsächlichen Ereignissen nicht bewusst waren. Als sich ihre Anlagen nicht als so risikofrei herausstellten, wie die Berechnungen es nahelegten, stürzten ihre Anlagekonzepte wie Kartenhäuser zusammen.

Allerdings führte diese Erfahrung seitdem erstaunlicherweise nur bei einer Minderheit zum Überdenken der Einstellung gegenüber der „Risiko-Unsicherheit“-Problematik. Risikomodelle, welche die Zukunft quantifizieren, werden weiterhin angewandt, obwohl deren Probleme bekannt sind. Der Einsatz von VaR ist nach wie vor gängige Praxis im Risikomanagement. Wenn überhaupt, wird nach besseren Modellen gesucht, die z. B. Finanzmarktschocks anders modellieren. So wird zum Beispiel derzeit in der Fachpresse das MVaR als der große Durchbruch in der Risikomessung gefeiert. Aber auch dieser neue Ansatz ist letztlich nichts anderes als der Versuch einer Quantifizierung der Unsicherheit, der allerdings Extremereignisse stärker einbezieht als das ursprüngliche VaR-Modell. Aber auch durch MVaR wird eine Kontrollillusion für Unsicherheit aufrechterhalten, die allerdings restriktiver ist als im ursprünglichen Ansatz. Die nächsten systematischen Fehleinschätzungen scheinen vorprogrammiert. Auch gibt es nach wie vor keinen allgemein akzeptierten Ansatz zur quantitativen Erfassung von Liquiditätsrisiken. Angesichts der Abhängigkeit der Liquidität von strukturellen und institutionellen Voraussetzungen wird es diesen wohlmöglich auch niemals geben.

Wenn endlich eingesehen wird, dass man sich in der Wirtschaft und speziell an Finanzmärkten tagtäglich in der Situation einer genuinen Unsicherheit befindet, d. h. in der Situation, wo imperfektes Wissen, Einmaligkeit

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

und Überraschungen das Geschehen bestimmen, sollte die Einstellung zu den vorherrschenden Risikomodellen grundsätzlich überdacht werden.

c) Die Konsequenzen für den Anleger

Wie kann man mit der Unsicherheit an Finanzmärkten umgehen?

Die erste Konsequenz für den Anleger muss die Abkehr von der Illusion sein, dass man Unsicherheiten bzw. Risiken an den Finanzmärkten prognostizieren bzw. kontrollieren kann. Insbesondere in einer langfristigen Sichtweise kann man sie nicht in konkreten Zahlen fassen. Wenn überhaupt, kann man nur Kursrisiken von sehr liquiden Wertpapieren einigermaßen mit quantitativen Methoden erfassen. Diese können sich jedoch für langfristig ausgerichtete Investoren als relativ irrelevant und im Einzelfall sogar als irreführend herausstellen.

Doch dies heißt nicht, dass man in Fatalismus versinkt und grundsätzlich davon ausgehen sollte, dass langfristige Anlagestrategien in einem unsicheren Umfeld sinnlos sind. Man muss sich allerdings darauf einstellen, dass an den Finanzmärkten immer wieder zu erheblichen und nicht vorhersehbaren Schocks und Turbulenzen kommen kann.

„Risiko kommt daher, dass man nicht weiß, was man tut.“

(“Risk comes from not knowing what you’re doing”)

Warren Buffet

Warren Buffet schrieb einmal: „Ich bin sicher, dass sich in den nächsten Jahren weitere große Schocks ereignen werden. Wir werden weder versuchen, sie vorherzusehen noch von ihnen zu profitieren. Wenn wir Unternehmen ausmachen können, die so ähnlich sind wie diejenigen, die wir in der Vergangenheit gekauft haben, dann werden externe Überraschungen nur geringe Auswirkungen auf unsere langfristigen Ergebnisse haben.“ Also geht es für den Anleger nicht darum, dass man negative Überraschungen vermeidet. Als Investor muss man sich darauf einstellen, dass sie passieren und sich auch in Zukunft weiterhin ereignen werden. Man kann sie nicht vermeiden, eben weil sie aus Unsicherheit resultieren und damit immer überraschend sind.

Die zweite Konsequenz für den Anleger muss es daher sein, in seiner Anlagestrategie die möglichen Folgen von negativen Schocks einzubeziehen, ohne sich aber aller Ertragschancen zu berauben.

Für eine langfristige Anlagestrategie in einem unsicheren Umfeld haben wir drei unterschiedliche Vorgehensweisen identifiziert. Interessant ist, dass alle diese Ansätze schon vor der Finanzkrise bekannt und umgesetzt wurden. Sie alle haben sich über längere Zeiträume – inklusive der Finanzkrise – bewährt. Insofern ist die Ignoranz, die ihnen nach wie vor von großen Teilen der Kapitalanlageindustrie entgegengebracht wird, erstaunlich.

1) **Weitestgehende Diversifikation: David F. Swensens Multi-Asset Ansatz**

Vor ca. 20 Jahren hat der Fondsmanager David F. Swensen für den von ihm betreuten Stiftungsfonds der amerikanischen Yale-Universität den sogenannten Multi-Asset-Ansatz entwickelt. Hierbei setzt er auf eine möglichst breite Streuung der Investments über verschiedene Anlageformen. Eine Aufteilung des Vermögens in 5 bis 7 ähnlich große Anteile wird angestrebt, die jeweils auf eine Anlageklasse konzentriert sind. Für eine optimale Risikostreuung sollen die Kursentwicklungen der einzelnen Anlageklassen niedrig korreliert, d. h. so unabhängig voneinander wie möglich sein. Der Grundgedanke ist schon in der Modern Portfolio Theory enthalten und ausgearbeitet. Swensen ging aber mit seinem Vorgehen weit über diesen Ansatz hinaus und löste sich auch von einem nur auf Volatilität bezogenen Risikodenken.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Die Entwicklung des Multi-Asset-Ansatzes geschah nicht nur aufgrund von Risikoüberlegungen. David F. Swensen hatte ganz grundsätzliche Einwände formuliert gegen die traditionelle Art der Portfoliostrukturierung, bei der vor allem auf Renten und Aktien gesetzt wird, diese in Anlehnung an führende Marktindizes ausgewählt und Anlagequoten in Abhängigkeit von der Risikobereitschaft des Anlegers festlegt werden.

Folgende Kritikpunkte an den indexorientierten Konzepten wurden von Swensen formuliert:

- 1) Die Beschränkung der Kapitalanlage auf die relativ liquiden Formen Aktien und Renten lässt die Möglichkeiten einer breiteren Streuung der Risiken auf verschiedene Anlageklassen und damit einer Verminderung des Gesamtrisikos ungenutzt. Die Einbeziehung von illiquiden Immobilien, Hedgefonds und Private Equity vermindert die Abhängigkeit von Kapitalmärkten und verbessert damit die Risikodiversifikation.
- 2) Der Fokus auf Marktindizes geht an den tatsächlichen Erfordernissen der Investoren vorbei, die vor allem an absoluten Erträgen interessiert sind.
- 3) Hedge Fonds oder Private Equity haben aufgrund ihrer flexiblen Möglichkeiten und der intransparenten Märkte, in denen sie tätig sind, bessere Chancen, Marktineffizienzen für überdurchschnittliche Erträge zu nutzen, da sich in relativ effizienten Märkten wie bei denjenigen für Aktien oder Renten mit fundamental-analytischen Methoden kaum noch einen Wissensvorsprung gegenüber dem Markt erzielen lässt.

Im Gegensatz zu traditionellen Portfolios bietet die Vorgehensweise von Swensen in Hinblick auf die Unsicherheit den Vorteil, dass man aufgrund der starken Streuung des Portfolios beim Eintritt eines Extremereignisses mit einem sehr viel kleineren Anteil betroffen wird. Zudem können durch Hedgefonds auch Strategien abgebildet werden, die gegenüber Marktschwankungen neutral oder diesen sogar entgegen gerichtet sind.

In Swensens ursprünglichen Ansatz wurden folgende 6 Anlageklassen als Basisstruktur vorgesehen:

1. Inländische Aktien; 2. ausländische Aktien; 3. außerbörsliche Unternehmensbeteiligungen (Private Equity); 4. Immobilien; 5. Anleihen & Liquidität; sowie 6. auf absolute Erträge ausgerichtete Hedge Fonds.

Später wurden noch Rohstoffe hinzugenommen. Die verschiedenen Anlageklassen werden durch Subfonds, die durch externe Fondsmanager verwaltet werden, repräsentiert.

Anleihen und Liquidität werden aufgrund ihrer niedrigen Rendite grundsätzlich als negativ angesehen, sollten aber zur Absicherung nicht fehlen und mit ca. 5%-10% Portfolioanteil vertreten sein.

Zu Anfang des vergangenen Jahrzehnts konnte Swensen mit seinem Ansatz spektakuläre Gewinne erzielen und wurde damit sehr berühmt. Performanceprobleme während der Finanzkrise 2008 ließen seinen Stern zwischenzeitlich aber wieder sinken. Die Probleme waren aber weniger in seiner Methodik zu sehen, sondern auch darauf zurückzuführen, dass Swensen seinen eigenen Ansatz im Laufe der Jahre immer inkonsequenter umsetzte. So setzte er mit einem Anteil von über 1/3 stärker auf Hedgefonds als im ursprünglichen Ansatz vorgesehen und hielt daran viel zu lange fest. Inzwischen wurden diese Anlagevehikel aber deutlich zurückgeführt und machte zum Ende des Juni 2012 (leider sind keine aktuelleren Zahlen verfügbar) nur noch 14,5% aus. Der Schwerpunkt liegt derzeit auf Private Equity (ca. 35% Anteil).

Trotz dieser zwischenzeitlichen Schieflage gehört der Stiftungsfonds von Yale nach wie vor zu den langfristig erfolgreichsten Investoren. Mit einer Durchschnittsrendite von 10,6% p.a. für die 10 Jahre bis 30. Juni 2012

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

konnten in einem Krisenjahrzehnt klare Wertgewinne erzielt werden. Über 20 Jahre wurde eine Performancezahl von 13,7% p.a. ermittelt; jährlich ca. 5% besser als der Durchschnitt anderer Stiftungsfonds.

Interessanterweise haben Swensen und sein Team bei der Yale-Universität bei der Ermittlung ihrer Anlagestrategie eine Reihe von quantitativen Techniken angewandt, die auf der Modern Portfolio Theory basieren. Allerdings wird den Ergebnissen dieser Analysen nicht – wie bei vielen Anderen in der Investmentbranche – blind geglaubt, sondern diese werden durch qualitative Einschätzungen ergänzt bzw. relativiert. So wird im Jahresbericht für 2012 vermerkt:

„Qualitative Überlegungen spielen eine äußerst wichtige Rolle bei Investmententscheidungen. Die Definition einer Anlageklasse ist einigermaßen subjektiv und verlangt präzise Abgrenzungen, wo sie nicht existieren. Erträge und Korrelationen sind schwer vorherzusagen. Historische Daten geben eine Richtung vor, müssen aber adjustiert werden, um strukturelle Änderungen oder anomale Perioden zu berücksichtigen. Quantitative Maße haben Probleme, Faktoren wie Markt-Liquidität oder den Einfluss von sehr seltenen, aber sehr relevanten Ereignissen zu erfassen.“ [“...qualitative considerations play an extremely important role in portfolio decisions. The definition of an asset class is quite subjective, requiring precise distinctions where none exist. Returns and correlations are difficult to forecast. Historical data provide a guide, but must be modified to recognize structural changes and compensate for anomalous periods. Quantitative measures have difficulty incorporating factors such as market liquidity or the influence of significant, low-probability events.”]

Der Multi-Asset-Ansatz in seiner ursprünglichen Formulierung ist nicht für Privatanleger nachzubilden. Zum einen haben diese i.d.R. nicht die Möglichkeit, direkt in Hedgefonds oder außerbörsliche Unternehmensbeteiligungen zu investieren. Zum anderen fehlen ihnen auch die Möglichkeiten, Fondsmanager eingehend und unabhängig zu bewerten. Deshalb hat David F. Swensen 2005 seinen Ansatz für Privatanleger abgewandelt. Für sie hat er in seinem Buch „Unconventional Success“ folgende Vermögensstruktur als beispielhaft vorgeschlagen:

1. Inländische Aktien mit einer Gewichtung von 30%; 2. ausländische Aktien aus entwickelten Ländern mit 15%; 3. ausländische Aktien aus Schwellenländern 5%; 4. Immobilien 20%; 5. festverzinsliche Staatsanleihen 15%; sowie 6. inflationsgeschützte Staatsanleihen 15%.

Diese Struktur sollte mit Indexfonds möglichst kostengünstig umgesetzt werden. Auch wenn Swensen einer Indexorientierung bei fachlich versierten Anlegern kritisch gegenübersteht, bietet die Orientierung an Marktindizes für die breitere Anlegerschichten Vorteile in Hinblick auf Transparenz, Kosten und Verständlichkeit. In einem Interview mit der Financial Times sagte er einmal:

„... man soll nur in das investieren, was man versteht ... die überwiegende Anzahl von privaten und institutionellen Investoren sollte sich auf kostengünstige Indexfonds konzentrieren, weil diese einfach zu verstehen sind.“ [“...you should invest only in things that you understand ... the overwhelming number of investors, individual and institutional, should be completely in low-cost index funds because that’s easy to understand.”].

Grundsätzlich hat diese Vorgehensweise auch aus unserer Sichtweise vieles für sich, auch wenn man bei der von Swensen vorgeschlagenen Struktur aus heutiger Perspektive im Rentenbereich weniger auf Staatsanleihen, sondern vor allem auf Unternehmensbonds setzen sollte. Weiterhin kann man im Rahmen eines Multi-Strategy (auch: Multi-Style) -Ansatzes die Risikostreuung noch weiter erhöhen, wenn man innerhalb einer Anlageklasse nach verschiedenen Investmentstilen differenziert. Auch innerhalb einer Anlageklasse sind völlig

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

unterschiedlichen Entwicklungen sowohl in Hinblick auf die Performance wie auch in Bezug auf die Risikoparameter möglich. Durch die Auswahl von mehreren Strategien, die von unterschiedlichen Einflussfaktoren abhängen, kann die Risikominderung durch Streuung verstärkt werden.

2) Analytische Kompetenz: Warren Buffet

Warren Buffet ist mit seiner Holding Berkshire Hathaway einer der mit Abstand erfolgreichsten Langfristanleger unserer Zeit. Für ihn besteht die beste Risikoabsicherung in einer gründlichen fundamentalen Analyse des Herausgebers eines Wertpapiers. Zentral ist dabei die Einschätzung der operativen Risiken, die sich für ein Unternehmen aus dem eigenen Geschäftsfeld (z. B. Wettbewerbsposition) oder der Gesamtwirtschaft (z. B. Inflation) ergeben. Während Swensen darauf setzt, beim Eintritt von Extremereignissen möglichst wenig Angriffsfläche zu bieten, sucht Buffet nach Anlagen, die Schocks relativ gut überstehen.

Egal ob Aktie, Rente oder Unternehmensbeteiligung, Buffet hat eine Mindestrenditeerwartung und überprüft, ob diese unter schwierigen Bedingungen erfüllbar ist. Hierzu analysiert er nicht nur die üblichen finanzwirtschaftlichen Kennzahlen zur Beurteilung von Solidität, Rentabilität und der Bewertung. Insbesondere die Einschätzung von zwei qualitativen Faktoren hat für ihn zentrale Bedeutung: 1) Die Frage, ob ein von ihm analysiertes Unternehmen einen dauerhaften Wettbewerbsvorteil besitzt; sowie 2) ob das Management fachlich kompetent und persönlich vertrauenswürdig ist.

Charakteristisch für Buffet ist, dass er zwar auch diversifiziert, aber bei Weitem nicht so breit wie beispielsweise Swensen. Er beschränkt sich bei seinen Langfristanlagen auf Anleihen, Aktien und außerbörsliche Unternehmensbeteiligungen (Private Equity). Weiterhin konzentriert Buffet seine Engagements in Bereichen, in denen er besondere Expertise besitzt (Konsumgüter, Rückversicherung etc.) und verlässt nur im Ausnahmefall den heimischen, US-amerikanischen Markt. John Maynard Keynes, der neben seiner Tätigkeit als Ökonom auch einer der erfolgreichsten Investoren der 30er und 40er Jahre des 20. Jahrhunderts (vgl. hierzu „Mit ruhiger Hand Nr. 10“) war und in vieler Hinsicht als Vorläufer von Warren Buffet gilt, ging sogar noch weiter. Er analysierte und investierte nur in ganz bestimmten Sektoren, die er von vornherein als diejenigen mit überdurchschnittlichem Wachstumspotenzial identifiziert hatte bzw. bei denen er keine Strukturprobleme vermutete.

Buffet – wie vor ihm Keynes – geht durchaus auch größere Engagements in einzelnen Unternehmen ein, wenn er hiervon besonders überzeugt ist. So hat er einmal geschrieben: „Das Risiko kann stark reduziert werden, wenn man sich auf wenige Anlagen konzentriert.“ [“Risk can be greatly reduced by concentrating on only a few holdings.”] Die Logik dahinter ist: besser wenige Anlagen, die man sehr gut kennt und denen man vertraut, als viele Investments, die man nicht mehr überblicken kann. Er ist sich dabei der analytischen Grenzen des Menschen bewusst. Für ihn ist der Schlüssel zum Management von Risiken und Unsicherheit nicht möglichst viele Informationen zu verarbeiten, sondern die vorhandene Information richtig zu organisieren und tief gehend zu verstehen.

Buffet würde allerdings auch niemals alles auf eine Karte setzen, da ihm klar ist, dass sich auch bei der besten Analyse ein Fehler einschleichen bzw. immer etwas schief gehen kann. Deswegen diversifiziert er schon seine Beteiligungen, aber in einem deutlich geringerem Ausmaß als beispielsweise in einem Marktindex.

Buffet versucht nicht, wie schon erwähnt, Marktschwankungen zu prognostizieren. Allerdings ist er darauf vorbereitet, wie seine hohe Liquiditätshaltung zeigt. Denn knapp 20 % des Portfolios seiner Beteiligungsgesell-

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

schaft Berkshire Hathaway besteht aus Liquidität bzw. US-Staatsanleihen, auch wenn sich diese weit unter seinen üblichen Renditevorstellungen verzinsen. Dies deutet darauf hin, dass das Liquiditätsrisiko für ihn eine sehr große Bedeutung hat, obwohl er nicht wie ein Publikumsfonds Mittelabflüsse von enttäuschten Investoren befürchten muss. Einerseits hängt die hohe Liquidität mit Erfordernissen des Versicherungsgeschäfts zusammen, das einen Teil seiner außerbörslichen Beteiligungen ausmacht. Andererseits sieht Buffet Kurschwankungen an Aktienmärkten weniger als Risiko denn als Chance, gelegentlich günstig Aktien zu erwerben, und benötigt Liquidität, um diese gegebenenfalls nutzen zu können.

Wenn er eine attraktive Möglichkeit sieht, die sich aus einer Marktineffizienz ergibt, hat sich Buffet auch schon in Rohstoffen und Derivaten engagiert bzw. Merger-Arbitrage gemacht. Hierbei hat er aber immer darauf geachtet, dass nicht „gewettet“ wird. Wenn, dann werden nur sehr moderate Risiken in begrenztem Umfang eingegangen, die gegenüber den möglichen Erträgen gut vertretbar erscheinen.

Obwohl Warren Buffet in der Wirtschaftspresse gerne als Vorbild für Privatinvestoren zitiert wird, ist seine Anlagephilosophie dennoch relativ schwierig allgemein übertragbar, da seine Methodik für gute Anlageentscheidungen eine gewisse finanzanalytische Vorbildung sowie eine eingehende Beschäftigung mit potenziellen Investments verlangt.

Für Anleger, die allerdings die Bereitschaft mitbringen, sich tiefer mit Investmentthemen zu befassen oder die aufgrund ihrer beruflichen Tätigkeit über branchenspezifisches Expertenwissen verfügen, kann die Orientierung an Buffet sehr wertvoll sein.

3) Risiko-Spreizung: Talebs Barbell-Strategie

Nassim N. Taleb ist in den vergangenen Jahren berühmt geworden, weil er den Begriff des „schwarzen Schwans“ geprägt hat. Hiermit werden nicht oder nur sehr schwer vorhersagbare Extremereignisse beschrieben, die Finanzmärkte gründlich erschüttern. Vor seiner Karriere als Buchautor hatte Taleb einige Zeit als Optionshändler sowie Hedgefondsmanager gearbeitet. Seine Erfahrungen aus dieser Zeit hat er nicht nur später publizistisch verarbeitet, sondern auch zur Entwicklung einer Anlagestrategie genutzt, die ihn persönlich sehr wohlhabend gemacht hat.

Seine Grundidee basiert auf einer Barbell-Strategie (in Deutsch auch gelegentlich als „Hantelstrategie“ bezeichnet). Diese bedeutet, dass man sich innerhalb eines Spektrums von verschiedenen Anlagemöglichkeiten jeweils auf den extremen Enden positioniert. Der Begriff kommt ursprünglich aus dem Rentenfondsmanagement und bezeichnet eine Anlagestrategie, die vor allem auf sehr kurzfristig sowie sehr langfristig laufende Anleihen setzt, aber mittlere Laufzeiten vernachlässigt.

Nassim N. Taleb schlug in seinem Buch „Anti-Fragilität“ vor, diesen Ansatz der extremen Positionierung auch auf das Risikospektrum zu übertragen. So propagierte er, bei der Kapitalanlage sehr sichere Investments – wie z. B. Staatsanleihen – mit extrem riskanten Finanzinstrumenten – wie z. B. Optionen – zu kombinieren und völlig auf das mittlere Risikospektrum (z. B. Aktien) zu verzichten. Typisch wäre z. B. eine Anlage, die zu 95% aus Staatsanleihen besteht sowie zu 5% aus Verkaufsoptionen, die weit von ihrem Ausübungspreis entfernt sind und daher sehr günstig zu erwerben sind. Im Falle eines Börsencrashes würden diese Optionen extrem an Wert gewinnen, ansonsten wertlos verfallen. Durch die Staatsanleihen wird ein nominaler Kapitalerhalt gewährleistet, durch die Zinseinnahmen werden die Verluste auf der Optionsseite teilweise kompensiert.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Unter normalen Kapitalmarktbedingungen führt diese Strategie zur vielen regelmäßigen kleinen Verlusten, die aber durch einen sehr hohen Ertrag im Falle eines Extremereignisses mehr als ausgeglichen werden.

Taleb verfolgt dabei eine zu Swensen und Buffet entgegengesetzte Logik. Bei diesen geht vor allem darum, auf konventionelle Weise hohe Erträge zu erzielen und die Folgen von Extremereignissen zu begrenzen. Taleb will vor allem von diesen Extremereignissen profitieren. Er nimmt dafür in Kauf, dass es während der überwiegenden Anlagedauer zu vielen kleinen Verlusten kommt, nur um im Falle des Eintretens eines Extremereignisses einmalig enorme Gewinne einzustreichen.

Voraussetzung für die Funktionsweise von Talebs Strategie ist allerdings, dass sich mit risikofreien Anlagen ca. 4%-5% p.a. erzielen lassen. Bei den heutigen Verhältnissen am Kapitalmarkt ist mit Staatsanleihen solider Staaten nach Steuern und Inflation kein Kapitalerhalt mehr möglich. Die Kompensation von Optionsverlusten mit sicheren Zinserträgen geht momentan nicht mehr. Damit besteht die Gefahr, dass die Optionsverluste sich so akkumulieren, dass das eingesetzte Kapital verloren ist, bevor die Optionen aufgrund eines Finanzmarkt-schocks Gewinne bringen können.

Eine weitere Voraussetzung ist, dass der Markt Extremereignisse systematisch unterschätzt und damit falsch bewertet. Dies war sicherlich vor der Finanzkrise 2008 der Fall. Gegenwärtig ist aber unserer Einschätzung nach eher davon auszugehen, dass der Markt den Eintritt von Extremereignissen möglicherweise sogar überschätzt. Dies ist nicht zuletzt das Ergebnis des Erfolges von Talebs Buch „Der schwarze Schwan“.

Talebs Ansatz hat in den vergangenen Jahrzehnten funktioniert, weil einerseits Staatsanleihen ausreichende Zinsen abwarfen, andererseits alle paar Jahre die Kapitalmärkte von Schocks erschüttert wurden, die viele Marktteilnehmer unvorbereitet trafen. So gab es den Aktiencrash von 1987, die EWS-Krise 1992, den US-Rentenmarkteinbruch 1994; Russland- und Asienkrise 1998; Terrorismus und Irakkrieg 2001-03, Finanzkrise ab 2008 sowie die Eurokrise und US-Budgetkrise ab 2010. In der Zukunft ist aber nicht unbedingt davon auszugehen, dass solche Krisen sich in dieser Häufigkeit und vor allem nicht in dem Umfang wiederholen. Unseren Berechnungen nach gab es seit 1928 32 Kurseinbrüche im Dow Jones 30 mit Kursverlusten von über 10%, die als Schocks gezählt werden können. Allerdings passierten diese vor allem bis 1940 (24 mal) und ab 1987 (7mal). Dazwischen lagen 46 Jahre mit nur einem Schock (1962).

Inzwischen reagieren viele Investoren gelassener auf Extremereignisse; gleichzeitig ist die Vorsicht gegenüber potenziellen Spekulationsblasen sehr hoch. Notenbanken intervenieren zunehmend aggressiver zur Finanzmarktstabilisierung. Insofern könnten die kommenden Jahre für Talebs Barbell-Strategie schwierig werden. Möglicherweise kann aber auf diesen Ansatz zu anderen Zeiten, an denen sowohl die Zinsen wie auch die Sorglosigkeit der Anleger wieder deutlich höher sind, wieder erfolgreich zurückgegriffen werden.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Impressum:

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

Vorstand: Karl-Heinz Thielmann, Oliver Clasen

Aufsichtsrat: Dr. Gregor Seikel (Vorsitzender)

Weinbrennerstr. 17, 76135 Karlsruhe

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

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

Inhaltlich verantwortlich: Karl-Heinz Thielmann

Weinbrennerstr. 17, D-76135 Karlsruhe

Bildnachweis: Seite 2: Karl-Heinz Thielmann; Seite 5: <http://www.martinhilbert.net/WorldInfoCapacityPPT.html>

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

Die Analyse „Die große Risikoverwirrung Teil 3: Die Krux mit der Unsicherheit“ entstand in Co-Autorenschaft mit Prof. Dr. Ekaterina Svetlova (<http://karlshochschule.de/de/lehkrafte/#prof-dr-ekaterina-svetlova>). Sie hat die Professur für „International Business and Finance“ an der Karlsruhochschule International University in Karlsruhe inne und publizierte zuletzt insbesondere zum Thema „Risiko und Unsicherheit“. Ihre weiteren Forschungsschwerpunkte sind:

- Verknüpfung der Ökonomie mit Geisteswissenschaften wie Philosophie und Soziologie
- Methodologie der Wirtschaftswissenschaften
- Wirtschaftssoziologie und Soziologie der Finanzmärkte
- Modellieren und Umgang mit theoretischen Modellen auf den Finanzmärkten

Vor ihrer wissenschaftlichen Tätigkeit hat Frau Prof. Dr. Ekaterina Svetlova als Analystin und Fondsmanagerin 7 Jahre lang praktische Kapitalmarkterfahrung gesammelt.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Anhang:

a) Unser System der Unternehmensanalyse:

1. Mit der **qualitativen Analyse** werden Erfolgsfaktoren identifiziert, durch die Unternehmen eine anhaltende Fähigkeit zur Generierung von freiem Cashflow bzw. Überschusskapital haben: Weil sie a) aufgrund von dauerhaften Wettbewerbsvorteilen über eine überdurchschnittliche Marktposition verfügen; b) ein am langfristigen Unternehmenserfolg ausgerichtetes Management haben; c) den Erfolg nicht auf Kosten der Mitarbeiter oder der Umwelt erzielen (Corporate Governance; Nachhaltigkeit) bzw. d) von globalen Megatrends profitieren.
2. **Finanzstatusanalyse**: Bilanz, Gewinn-und-Verlust-Rechnung sowie Cashflow Rechnungen aus den aktuellsten Geschäftsberichte werden mit Bilanzkennzahlen ausgewertet.
3. Die **Bewertungsanalyse** wird auf der Basis eigener Prognosen mittels allgemein anerkannter und weitverbreiteter Methoden der fundamentalen Analyse wie dem DCF-Modell; der Kennzahlenanalyse (insbesondere Kurs-Gewinn-Verhältnis; Dividendenrendite; Kurs-Buchwert; Unternehmenswert zu Umsatz) sowie von Peergroup-Vergleichen durchgeführt.
4. Bei der technischen Analyse untersuchen wir langfristige Trendverläufe sowohl in der absoluten Kursentwicklung wie auch in der relativen Kursentwicklung zu einem Vergleichsindex. Sofern nicht anders bezeichnet, ist für europäische Aktien dieser Vergleichsindex der STOXX® Europe 600 Preisindex; für außereuropäische Aktien der STOXX® Global 1800 Preisindex.
5. Darüber hinaus erfassen wir auch die **Risikofaktoren**, die einem langfristigen Anlageerfolg entgegenstehen. Dabei werden folgende Risiken einzeln bewertet:

Ausfallrisiko (Renten: das angelegte Geld wird nicht oder nur unvollständig zurückgezahlt; Aktien: Aufgrund von unternehmerischem Misserfolg kommt es zur dauerhaften Wertminderung der Anlage). Die Kriterien für das Ausfallrisiko sind: bei Unternehmen Bonität, Verschuldung (bilanziell und außerbilanziell), freier Cashflow, Produktvielfalt, Marktzutritt-Schranken, etc.; bei Ländern Budgetdefizite, Schattenhaushalte, Leistungsbilanzsalden, Währungssystem, Stabilität.

Kursrisiko (eine Kapitalanlage kann aufgrund von Kursschwankungen nur zu einem ungünstigen Kurs verkauft werden). Kriterien für das Kursrisiko sind Volatilitätskennzahlen wie die Standardabweichung oder β , etc.

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

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

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

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

einzelner Investments auf Risikozusammenhänge zwischen den einzelnen Finanzinstrumenten achten und einen qualifizierten Anlageberater hinzuziehen.

Rechtliche Hinweise:

Hinweise gemäß FinAnV:

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

Hinweis gemäß § 4 FinAnV:

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

Die Kurszeitreihen für die Grafiken in „Klartext: Repressive Easing“ wurden bei der Deutschen Bundesbank sowie beim US Treasury (<http://www.treasurydirect.gov>) bezogen.

Für den Artikel „Die asymmetrische Welt“ wurden folgende Quellen verwendet:

George A. Akerlof: The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism; The Quarterly Journal of Economics, Vol. 84, No. 3. (Aug., 1970), pp. 488-500 (<https://www.iei.liu.se/nek/730g83/artiklar/1.328833/AkerlofMarketforLemons.pdf>); Beunza, D., and D. Stark (2004). "Tools Of the Trade: The Socio-Technology Of Arbitrage In A Wall Street Trading Room. Industrial and Corporate Change" 13(2), 369-400. Zitat von Seite 369; Martin Hilbert & Priscila López: "The World's Technological Capacity to Store, Communicate, and Compute Information"; Science 1 April 2011: Vol. 332 no. 6025 pp. 60-65 (<http://www.sciencemag.org/content/332/6025/60.abstract>); die Website von Martin Hilbert: <http://www.martinhilbert.net/index.html>. Zur International Data Corporation (IDC) vgl. <http://www.idc.com/>. Zu Fehlern bei Wikipedia vgl. Oliver Klatt, „Schwindeleien auf Wikipedia: Diese Geschichten sind ein Witz“, Spiegel online, 29.5.2013 <http://einestages.spiegel.de/external/ShowTopicAlbumBackgroundXXL/a28578/I0/I0/F.html>.

Für den Beitrag „Die große Risikoverwirrung Teil 3: Die Krux mit der Unsicherheit“ wurden folgende Quellen verwendet:

Warren Buffet wurde zitiert nach seinem einleitenden Aktionärsbrief in dem Geschäftsbericht für Berkshire Hathaway 2012 (<http://www.berkshirehathaway.com/letters/2012ltr.pdf>, "Of course, the immediate future"); Zum „Economic Policy Uncertainty Index“ vgl.: <http://www.policyuncertainty.com/index.html>; Croft, J. (2009), 'Modeling adapts as catastrophic clouds clear', Financial Times, 21, 5 October; Grosby, P. and J. Bohn (2003), Modeling Default Risk, San Francisco: KMV; Knight, F.H. (1921), Risk, Uncertainty and Profit, Mineola, NY: Dover Publ.; Salmon, F. (2009), 'Recipe for disaster: the formula that killed Wall Street', Wired, 24 September 2009, available at: http://www.wired.com/techbiz/it/magazine/17-03/wp_quant?currentPage=all, last access on June 25, 2013; Skidelsky, R. (2009), Keynes: The Return of the Master, London: Penguin; Svetlova, E. and Fiedler, M. (2011): Understanding Crisis: On the Meaning of Uncertainty and Probability. In: Asenjo, O. and Marcuzzo, C. (eds.): The Recession 2008. Competing explanations. Camberley, UK: Edward Elgar publishing, 42-62.

Zu David F. Swensen vgl. seine Bücher: Pioneering Portfolio Management: An Unconventional Approach to Institutional Investment, (Fully Revised and Updated 2009) sowie Unconventional Success: A Fundamental Approach to Personal Investment (2005). Das Interview mit dem Zitat von Swensen ist in der Financial Times am 12. Oktober 2009 erschienen und unter <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/dd91a3ec-b461-11de-bec8-00144feab49a.html#axzz2WxXt0KKu> abzurufen.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Weitere Angaben zu seinem Vorgehen sind auf der Website <http://investments.yale.edu/> einsehbar.

Warren Buffet wurde zum Thema Investieren unter Unsicherheit zitiert nach Robert G. Hagstrom (2000) „Investieren mit Warren Buffet“, Seite 190. Das Zitat “Risk comes from not knowing what you’re doing” wurde von http://www.searchquotes.com/quotes/author/Warren_Buffett/ übernommen. Zum Thema Risiko bei Warren Buffet vgl. auch Lawrence A. Cunningham (3. Auflage 2009):“ The Essays of Warren Buffett: Lessons for Investors and Managers”. Zum Auswahlprozess von Anlagen bei Buffet vgl.: Mary Buffett, David Clark (2. Auflage (2012): „So liest Warren Buffett Unternehmenszahlen: Quartalsergebnisse, Bilanzen & Co - und was der größte Investor aller Zeiten daraus macht“.

Zu Nassim Taleb vgl.: „Der schwarze Schwan“, 4. dt. Auflage München 2012; sowie: „Anti-Fragilität: Anleitung für eine Welt, die wir nicht verstehen“ München 2013.

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. Volkswirtschaftliche Zeitreihen beziehen wir - sofern nicht anders angegeben - bei der Deutschen Bundesbank und beim IWF.

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 26.

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 1.7.2013.

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: Aktien von Halma, SAP und SGS
- 2) in den vergangenen 12 Monaten an Transaktionen beteiligt: Aktien von Halma, SAP und SGS
- 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.