

Regelmäßiges Chaos an der Börse

Von Karl-Heinz Thielmann

Grundsätzlich unterscheidet man bei der Wertpapieranalyse zwischen zwei Richtungen, der Fundamentalanalyse und der technischen Analyse.

Bei der Fundamentalanalyse handelt es sich um eine Untersuchung und Bewertung von ökonomischen Faktoren, welche die Wertentwicklung eines Wertpapiers beeinflussen. Dabei geht es im Wesentlichen darum, Chancen und Risikofaktoren für die zukünftigen Cashflows aus einer Kapitalanlage einzuschätzen. Hierbei wird zwischen zwei grundsätzlichen Analyseansätzen entschieden: Value, das sich vor allem auf Bewertungskriterien bezieht; und Wachstum, das vor allem die Dynamik der zukünftigen Entwicklung einzuschätzen versucht. Bei Aktien und Corporate Bonds steht in der Regel ein Unternehmen im Mittelpunkt, wobei sowohl das wirtschaftliche Umfeld wie auch die operativen Besonderheiten zu beachten sind. Bei Renten oder Devisen konzentriert sich die Analyse im Wesentlichen auf die gesamtwirtschaftlichen Aussichten eines Lands bzw. einer Währungsunion.

Auch wenn gelegentlich ein sogenannter „fairer Wert“ bzw. „innerer Wert“ als Ergebnis der Fundamentalanalysen genannt und von vielen Analysten auch als Kursziel bezeichnet wird, so ist dieses dennoch keine Kursprognose. Denn dieser „faire Wert“ entspricht nur dem Wert zu einem ganz bestimmten Zeitpunkt (meist dem Veröffentlichungszeitpunkt der Analyse) und ist unter ganz speziellen Annahmen zustande gekommen, die meist gar nicht oder nur im Kleingedruckten veröffentlicht werden. Weil sich diese Annahmen oft unterscheiden, können Analysten trotz sehr ähnlicher Ansichten zu der Unternehmensentwicklung im Ergebnis zu völlig unterschiedlichen inneren Werten kommen. Zudem können unerwartete Ereignisse wie Bilanzfälschung etc. die Annahmen sehr kurzfristig völlig ad absurdum führen und zu ganz anderen Bewertungen führen.

Die starke Abhängigkeit der Resultate von Variationen der Annahmen über die Zukunft und vom Analysezeitpunkt macht die Fundamentalanalyse sehr umstritten. Während Befürworter darauf verweisen, dass sie trotz aller Unsicherheiten die einzige Methodik ist, mit der sich der ökonomische Wert einer Anlage einschätzen lässt, ist für Kritiker die Möglichkeit von Manipulationen ein Indiz dafür, dass die Fundamentalanalyse nur ein Rechtfertigungsinstrument für schon im vornherein geplante Anlageurteile ist. Wenn man die Annahmen entsprechend zurechtbiegt, kann man innerhalb gewisser Grenzen begründen, was man will. In der Tat ist von einigen Analysten bekannt geworden, dass sie eine „Vorgabe“ für die Bewertung hatten und dann im Nachhinein die Annahmen so gestalteten, damit sie zum Ergebnis passten.

Doch was wäre die Alternative zur Fundamentalanalyse? Ein Zweig der Wertpapieranalyse, die sich ganz auf die Betrachtung von Mustern von Kursverläufen konzentriert, ist die sogenannte charttechnische Analyse. Sie beruht auf der Erfahrung, dass sich die Kurse von Wertpapieren in ganz bestimmten Mustern bewegen, und diese Muster Trends beschreiben. Weder Muster noch Trends können vom Analysten beeinflusst werden, insofern scheint die Charttechnik auf den ersten Blick objektiver. Da allerdings auch die Interpretation von Mustern und Trends sehr subjektiv sein kann, relativiert sich dieser Vorteil aber wieder.

Charttechnische Analyse bedeutet schlicht und einfach nichts anderes, als dass Bilder von Kursbewegungen betrachtet werden und nach regelmäßigen Mustern gesucht wird. Da sich die Kurse ständig neu durch das

Mit ruhiger Hand

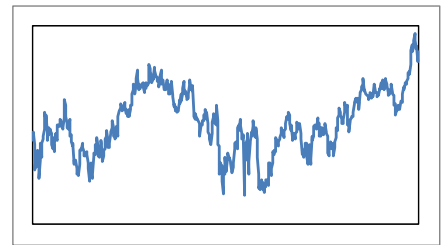
Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Wechselspiel von Angebot und Nachfrage nach Wertpapieren ergeben, setzt die Charttechnik voraus, dass es auch bei den Veränderungen bei Angebot und Nachfrage gewisse Gesetzmäßigkeiten gibt.

Die traditionelle Charttechnik hinterfragt allerdings nicht, wie diese Muster zustande kommen. Generell wird meist als Begründung genannt, dass sich diese Muster aus spezifischen, wiederholbaren Verhaltensweisen der Marktteilnehmer ergeben, ohne aber genau zu analysieren, wie diese im Detail zustande kommen. Kritiker werfen der Charttechnik darum auch oft vor, nicht ausreichend zu differenzieren, ob die ihr zugrunde liegenden Muster zufällig, begründet, oder manipuliert sind.

So schrieben der Chaostheoretiker Benoit B. Mandelbrot und der Journalist Richard L. Hudson in ihrem Buch „Fraktale und Finanzen“:

„Muster sind das Narrengold der Finanzmärkte. Die Macht des Zufalls reicht aus, scheinbare Muster und Pseudozyklen hervorzubringen, die für alle Welt vorhersagbar und diskontierbar erscheinen. Ein Finanzmarkt ist jedoch besonders anfällig für Trugbilder dieser Art. Meine mathematischen Modelle können Tabellen erzeugen, die allein durch das Wirken von von Zufallsprozessen scheinbare Trends und Zyklen zeigen. Sie würden jeden professionellen `Chartisten` an der Nase herumführen. Ebenso sind Blasen und Abstürze Bestandteil der Märkte. Sie stellen die unvermeidliche Folge des menschlichen Bedürfnisses dar, in der Regellosigkeit Muster zu finden.“



Kurschart oder Zufallsmuster?

Berüchtigt bei Chartisten sind deshalb die sogenannten „Fehlsignale“: Dies sind Marktbewegungen, die auf einmal nicht mehr den alten Mustern folgen. Wird nur auf der Basis von Charts investiert, können sie zu erheblichen Verlusten führen. Aufgrund der Häufigkeit der Fehlsignale haben Charttechniker Handelspraktiken – wie z. B. die sog. Stop Loss Order – entwickelt, mit denen Verluste begrenzt werden sollen. Allerdings stellt sich die Frage, ob man überhaupt auf der Basis eines unzuverlässigen – und möglicherweise nur zufälligen – Signals investieren sollte.

Zudem folgen viele charttechnische Analysen einem bestimmten tautologischen Schema: Eine typische Aussage lautet beispielsweise: „... wenn die Unterstützung hält, steigt der Kurs wieder. Wenn sie nicht hält, fällt der Kurs hingegen ...“. Allerdings bringt eine solche Aussage weder den langfristig noch den kurzfristig ausgerichteten Anleger weiter. Sie sagt nämlich nicht anderes aus als, „wenn die Herde erstmal losrennt, bleibt sie nicht so schnell wieder stehen.“ Ob die Herde losrennt und in welche Richtung sie läuft, kann die Charttechnik aber oft nicht vorhersagen. Um zum Ergebnis zu kommen, dass eine gestartete Herde erst einmal nicht stehen bleibt, benötigt man keine Charttechnik.

Dennoch ist unzweifelhaft, dass die Kurse von Wertpapieren Trends und Mustern folgen. Zudem gibt es große Ähnlichkeiten in diesen Mustern seit Anbeginn des Handels mit Wertpapieren und Devisen im 17. Jahrhundert.

Warum funktioniert Charttechnik manchmal, warum funktioniert sie gelegentlich auch nicht? Warum kommt es so oft zu bestimmten Mustern? Warum haben sich diese Grundmuster in 400 Jahren Börsengeschichte trotz aller technischen Neuerungen kaum verändert? Dies lässt sich nur klären, wenn die Gesetzmäßigkeiten identifiziert werden, die „zufällige“ Muster von begründeten unterscheiden. Hierzu muss man insbesondere verstehen, warum sich Anleger in einer bestimmten Art und Weise verhalten.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Grob gesagt verkaufen Anleger Wertpapiere und sorgen damit für fallende Kurse, wenn sie erwarten, dass diese im Kurs weiter fallen (oder sich im Vergleich mit anderen Papieren unterdurchschnittlich entwickeln). Im Gegenzug kaufen Anleger Wertpapiere und sorgen damit für steigende Kurse, wenn sie erwarten, dass diese im Kurs weiter steigen (oder sich im Vergleich mit anderen Papieren überdurchschnittlich entwickeln).

Doch was veranlasst die Anleger hierzu? Oberflächlich betrachtet mag man annehmen, dass Investoren von Nachrichten, die die fundamentale Einschätzung einer Anlage verändern, reagieren.

Doch Aktien-, Renten oder Devisenkurse reagieren nicht auf Nachrichten. Sie reagieren auf Anleger, die diese Nachrichten interpretieren. Insbesondere reagieren sie darauf, wie Investoren, Trader und (inzwischen auch) Computer einschätzen, dass andere Anleger diese Nachrichten interpretieren. Entscheidend für die Kursentwicklung ist also, wie Erwartungen über die Erwartungsbildung anderer Marktteilnehmer zustande kommen.

Diese sind aber nicht eindeutig vorherbestimmbar. Denn es ist natürlich so, dass ein eher kurzfristig orientierter Anleger nur einen Vorteil aus seinen Annahmen über die Erwartungen der anderen ziehen kann, wenn er dauerhaft die anderen richtig einschätzt und sie wiederum ihn falsch einschätzen. Da einige der übrigen Marktteilnehmer aber auch aufgrund ihrer Fehler (und damit zusammenhängenden Verlusten) lernen und ihr Verhalten anpassen, ist nicht vorherbestimmbar, wie das Endergebnis aussehen wird.

Nur so ist zu erklären, warum manchmal Aktien nach einer positiven Überraschung manchmal fallen statt steigen. In diesem Fall ist die Nachricht Auslöser für Gewinnmitnahmen bei kurzfristig ausgerichteten Tradern, die wiederum andere zum Nachahmen verleiten. Es kann aber auch genau das Gegenteil passieren.

Denn viele Anleger haben die Angewohnheit, sich in ihren Anlageentscheidungen weniger auf ihr eigenes Urteil zu verlassen als auf das Handeln anderer. Sie folgen lieber, anstatt eine eigene Meinung zu vertreten. Dieser sog. Herdentrieb bewirkt, dass wenn eine Bewegung zustande gekommen ist, immer mehr Menschen sich dieser Bewegung anschließen, schlicht und einfach nur aus dem Grund, dass sie hoffen, dass sie mit der Masse schon in die richtige Richtung laufen werden. Insbesondere die Mechanismen des Herdentriebes spielen eine große Rolle nicht nur beim Zustandekommen von Mustern, sondern auch bei der Bestimmung ihrer Dauer.

Ein weiterer wichtiger Faktor, der für das Aussehen von Mustern verantwortlich gemacht wird, sind die strukturellen Umstände, unter denen der Kurs zustande kommt. Diese spiegeln sich in der sogenannten „Liquidität“ wieder, die ein Maß für die Handelbarkeit eines Finanzinstruments ist.

Die Liquidität ist davon abhängig, dass es viele Marktteilnehmer gibt, die bereit sind, in dem entsprechenden Instrument zu handeln. Hierzu gehören private und institutionelle Anleger, Trader, sowie Market Maker, die ständig bereit sind, Wertpapiere zu kaufen oder zu verkaufen. Diese verdienen an der Differenz zwischen An- und Verkaufskursen, dem sogenannten Spread. Dieser Spread sowie die Größenordnung von Positionen, für die Kurse gestellt werden, sind ein guter Indikator für die Liquidität des Marktes. Doch wovon hängt dieser Spread ab? Er hängt wiederum von der Erwartung der Market Maker ab, einen Abnehmer für die Gegenposition einer Handelsposition zu finden, sei es durch einen direkten Wiederverkauf oder für ein Absicherungsgeschäft mit Derivaten. Und die Erwartungen der Handelspartner der Market Maker hängen wiederum an den Annahmen über die Erwartungen der anderen. Auch die Liquidität resultiert also letztlich daraus, was jeweils verschiedene Marktteilnehmer von anderen annehmen, in welchen Größenordnungen diese zu handeln bereit sind.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

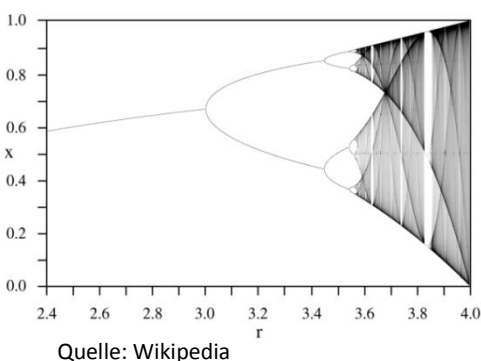
Also hängt auch die Liquidität letztlich von den Erwartungen der Marktteilnehmer über die Erwartungen anderer Marktteilnehmer ab. Insbesondere in Momenten starker Verunsicherung kann deshalb plötzlich auch die Liquidität für ansonsten gut handelbare Wertpapiere austrocknen. Dies kann dann zu starken Kursschwankungen führen, die wiederum dazu geeignet sind, bestehende Muster zu durchbrechen oder neue zu bilden.

Gerade kurzfristig funktionieren Charts oft nach dem Prinzip einer sich selbst erfüllenden Prophezeiung. Je mehr kurzfristig orientierte Trader (und auch Handelsprogramme) sich an charttechnischen Signalen ausrichten, desto stärker wird damit der durch sie aufgelöste Impuls in eine Richtung. Überschreitet eine Aktie beispielsweise eine Widerstandslinie, so springen charttechnisch orientierte Trader auf und treiben mit ihren Käufen den Kurs weiter nach oben. Dieser Effekt kann aber auch manipuliert werden. So wird er regelmäßig von Wertpapierhändlern ausgenutzt, die Wertpapiere bzw. zugehörige Derivate langsam akkumulieren, um dann zu einem geeigneten Zeitpunkt mit massiven Käufen die Kurse über eine wichtige charttechnische Linie zu treiben. Wenn dann die anderen Käufer aufspringen, kann der Auslöser dieser Bewegung seine Positionen mit Gewinn glattstellen.

Insofern trifft Mandelbrots Aussage, dass charttechnische Muster „Narrengold“ sein können, gerade für kurzfristig orientierte Chartisten besonders zu. Rein aus dem Chartbild kann man nicht ersehen, ob die Kursbewegung einen realen Hintergrund hat, auf Zufall basiert, oder sogar eine Manipulation als Ursache hat.

Die wissenschaftliche Theorie, die eng mit Mandelbrots Namen verbunden ist und sich auch mit dem Zustandekommen von Mustern befasst, ist die sogenannte Chaostheorie. Sie ist genau 50 Jahre alt und wurde von dem amerikanischen Meteorologen Edward Lorenz entwickelt, der bei Simulationen mit Wettermodellen feststellte, dass kleinste Abweichungen bei den eingegebenen Daten zu extremen Veränderungen bei den Ergebnissen führen können.

Sie befasst sich im Wesentlichen mit dynamischen Systemen, deren zeitliche Entwicklung unvorhersagbar erscheint, obwohl die zugrunde liegenden Wirkungszusammenhänge eindeutig bestimmbar sind. Wenn mehrere Ereignisse aufeinanderfolgen, sind die Ergebnisse am Anfang noch gut kalkulierbar. Wenn sich die Wirkungskette aber weiter fortsetzt und die Einflussfaktoren immer komplexer werden, werden mehrere Ergebnisse möglich, die dann wieder eine kaum noch zählbare Anzahl von weiteren Konsequenzen haben.



Dieser Schritt von noch einigermaßen bestimmbareren Konsequenzen von Ereignissen hin zu einer scheinbar unendlichen Variation von Möglichkeiten wird auch als „Übergang ins Chaos“ bezeichnet. In der Grafik links ist solch ein Prozess dargestellt. Während es am Anfang bei einem Ereignis relativ klar bestimmbare Alternativen gibt, aus denen wiederum klare Alternativen hervorgehen, vermischen sich irgendwann einmal die möglichen Resultate (in der Grafik bei ca. $r=3,6$): Es gibt eine Vielzahl von möglichen Ergebnissen und Folgeereignissen, der Übergang ins Chaos hat stattgefunden.

Genau wie in der Malerei muss man auch an der Börse Verständnis für Surrealismus haben. Manchmal stehen die Beine oben und der Kopf unten.

André Kostolany (Die Kunst, über Geld nachzudenken)

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Die Art und Weise, wie Marktteilnehmer ihre Erwartungen über die Erwartungen anderer bilden, entspricht einem solchen chaotischen Prozess. Dabei folgen sie uralten Grundmustern, die sich wiederum in bestimmten Chartformationen widerspiegeln.

Es ist stark umstritten, ob man in der Chaostheorie eine Bestätigung oder Widerlegung charttechnischer Analysemethoden sehen kann. Die Befürworter der Charttechnik sehen in der durch die Chaostheorie gezeigten Regelmäßigkeit in der Wiederkehr bestimmter Kursmuster einen Beleg für die Validität charttechnischer Aussagen. Kritiker – wie z. B. Mandelbrot – sehen gerade durch die Zufälligkeit der Muster ihre Aussagekraft infrage gestellt.

Meiner Einschätzung nach sind beide Extrempositionen zu polarisierend. Die Tatsache, dass sich Chartmuster in Zusammenhang mit bestimmten Sachverhalten sehr oft wiederholen, spricht dafür, dass die Charttechnik als Analysewerkzeug durchaus ihren Wert hat. Da es aber keineswegs eindeutig ist, welche Muster sich aus bestimmten Anfangssituationen ergeben, erscheinen das Abgeben von Kursprognosen nur auf der Basis von charttechnischen Signalen aber extrem fragwürdig. Ohne Einordnung der Analyseergebnisse in einen fundamentalen Rahmen können diese Signale sogar teilweise sehr irreführend sein.

Genau die vom realen Umfeld abgelöste Ableitung von Signalen nur aus nackten Mustern ist aber überwiegende Praxis in den meisten Publikationen zum Thema Charttechnik. Daher ist es kein Wunder, dass es zu vielen Fehleinschätzungen kommt und diese Methode bei vielen Anlegern einen schlechten Ruf genießt. Wie man Charttechnik aber dennoch als nützliches Analyseinstrument in der langfristigen Kapitalanlage einsetzen kann, wird im nächsten Kapitel behandelt.

Kann man aber die kurze Phase vor dem „Übergang ins Chaos“ für erfolgreiche Prognosen und daraus abgeleitete Handelsaktivitäten nutzen? Eine Reihe von Hedgefonds, die mit Algorithmen die Finanzmärkte absuchen, um mögliche Trading-Chancen zu identifizieren, versuchen dies.

Die meisten dieser Fonds feierten teilweise spektakuläre Anfangserfolge, die dann aber oft auch bald wieder zu Ende gingen. Erfolg versprechende Strategien werden oft schnell imitiert oder erreichen eine Größenordnung, in denen sie nicht mehr funktionieren. Oder die Märkte lernen schneller als die Modelle.

Einer der wenigen Fonds, die es dauerhaft geschafft haben, erfolgreich zu sein, ist der „Medallion Fund“ von der Hedgefonds-Gesellschaft Renaissance Technologies, die 1982 durch den Mathematiker James Simons gegründet wurde. Ihm werden jährlich durchschnittliche Renditen von ca. 30 % zugeschrieben. Die Gesellschaft verwendet computergestützte Modelle, um Marktineffizienzen zu identifizieren und Preisänderungen in hochliquiden Finanzinstrumenten vorauszusagen. Eine enorme Menge von Daten wird durch spezielle Algorithmen möglichst zeitnah analysiert, um außergewöhnliche Preisbewegungen zu identifizieren und auszunutzen. Hierzu wird laufend in die jeweils neuste IT-Ausstattung investiert. Fast 300 Mitarbeiter – darunter viele mit besten Universitätsabschlüssen – sitzen in East Setauket, Long Island, einem Vorort von New York, und sind laufend mit der Verbesserung und der Umsetzung der Computerprogramme befasst. Nur so schafft es die Fondsgesellschaft bisher, schneller als die Konkurrenz zu bleiben.

Wie schwer dieser Erfolg zu wiederholen ist, zeigen allerdings die anderen Fonds von Renaissance Technologies. Die Gesellschaft verwaltet immerhin inzwischen insgesamt 22 Mrd. US\$. Der Medallion Fonds ist schon seit Jahren für außenstehende Investoren geschlossen, die Eigentümer sind derzeit vor allem Firmengründer James Simons, Mitarbeiter und ihre Familienmitglieder. Im Jahr 2012 mussten 2 der 4 öffentlichen Fonds Ver-

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

luste hinnehmen, der Aktienfonds erzielte mit einem Plus von 8,4% nur ein deutlich unter der Marktperformance liegendes Ergebnis.

Kurzfristige „chaotische“ Muster an der Börse zu erkennen und für Handelsstrategien zu nutzen, ist also möglich. Allerdings ist der Aufwand enorm, da man laufend sehr viel Geld für die neuste Technologie und hoch qualifizierte Mitarbeiter aufwenden muss. Anscheinend ist auch die Größenordnung sehr begrenzt, in der man dies tun kann. Denn Kapitalmärkte haben die Eigenschaft, dass sie „lernen“, Marktineffizienzen also nach gewissen Zeiträumen allgemein erkannt und dann ausgeglichen werden. Voraussetzung für den Erfolg von Handelsprogrammen, die versuchen kurzfristige Trends und Ineffizienzen auszunutzen, ist, dass sie dauerhaft schneller lernen als der Markt. Dies ist aber extrem schwierig.

Der derzeit in Zürich lehrende Forscher Didier Sornette ist einer der letzten verbliebenen Universalgelehrten unserer Zeit, die anstatt Fachidiotentum zu pflegen, interdisziplinär arbeiteten. Ursprünglich Physiker, hat ihn sein Berufsweg nicht nur an Universitäten, sondern auch in die Forschungsabteilungen von Technologieunternehmen, das Risikomanagement bei Banken sowie das Anlagemanagement mit quantitativen Methoden geführt.

Er hat spezifische Muster identifiziert, die mit Spekulationsblasen verbunden sind. Bestimmte Kursmuster vor dem Platzen einer Blase gleichen auffallend den seismischen Diagrammen bei Erdbeben und anderen statistischen Mustern in Zusammenhang mit katastrophalen Ereignissen. Nach Sornette ähneln sich die Mechanismen, mit denen es zu Desastern kommt, seien es natürliche oder menschengemachte. Er führt sie auf Selbstverstärkungsprozesse bei dynamischen Prozessen zurück. Bei Finanzmärkten weist er darauf hin, dass nicht nur offensichtlich prozyklisches Verhalten (wie der allgemeine Herdentrieb oder Anlagestrategien wie „Momentum“) Blasen und folgende Kursstürze verursacht, sondern auch vorgebliche Absicherungsstrategien wie „Option-Hedging“ oder „Portfolio-Insurance“.

Damit könnte es ihm gelungen sein, die Chaostheorie und vielleicht auch die Chartanalyse als analytisches Werkzeug weiterzuentwickeln. Allerdings hat auch er noch kein Universalrezept zur Vorhersage von Finanzmarktschocks gefunden. Viele, aber nicht alle Krisen lassen sich durch seine Muster beschreiben. Er hat sie deshalb auch „Dragon Kings“ (Drachenkönige) getauft, um sie von Nassim N. Talebs „schwarzen Schwänen“ – den wirklich nicht vorhersagbaren Schocks – abzugrenzen.

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 8:

https://upload.wikimedia.org/wikipedia/commons/7/7d/LogisticMap_BifurcationDiagram.png

Für den regelmäßigen Bezug von „Mit ruhiger Hand“ können Sie sich unter 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 β , etc.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

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

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

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

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

b) Empfehlungssystem:

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

Rechtliche Hinweise:

Hinweise gemäß FinAnV:

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

Hinweis gemäß § 4 FinAnV:

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

Rio Tintos Expansionspläne in Pibara wurden beschrieben nach Neil Hume: Rio Tinto chief defends \$5bn expansion of iron ore project, Financial Times 9. Mai 2013 (<http://www.ft.com/intl/cms/s/0/2fd1e664-b876-11e2-a6ae-00144feabdc0.html#axzz2b0ctBJDj>).

Zum Thema Rohstoffpreisentwicklung vgl.: José Antonio Ocampo: "SUPER-CYCLES OF COMMODITY PRICES SINCE THE MID-NINETEENTH CENTURY" <http://www.imf.org/external/np/seminars/eng/2012/commodity/pdf/Ocampo.pdf>. Sein Vortrag ist als Video abrufbar unter: <http://www.imf.org/external/mmedia/view.aspx?vid=2260899208001>. Preisdaten wurden beim IWF bezogen, Daten zur Investitionen in Australien bei „The Bureau of Resources and Energy Economics (BREE)“ (<http://www.bree.gov.au>). Zu JP Morgan vgl.: "JPMorgan quits physical commodities business" von CNBC.com; (<http://www.cnbc.com/id/100900230>)

Zur Chaostheorie vgl.: Benoit B. Mandelbrot, Richard L. Hudson: „Fraktale und Finanzen“ (2. Aufl. Piper Verlag, München 2005). Zu Renaissance Technologies vgl. <http://www.institutionalinvestorsalpha.com/Article/3148189/Is-Renaissance->

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

[Technologies-Falling-off-the-Mark.html](#) sowie [http://en.wikipedia.org/wiki/Renaissance Technologies](http://en.wikipedia.org/wiki/Renaissance_Technologies) . Zu Didier Sornette vgl.: James Owen Weatherall: „The Physics of Wall Street“, (Houghton Mifflin Harcourt, Boston & New York 2013) sowie seine Website <http://www.er.ethz.ch/people/sornette>.

Zu Sornettes Theorie der Drachenkönige auf den Finanzmärkten vgl. Didier Sornette: „Dragon-Kings, Black Swans and the Prediction of Crises“ aus dem International Journal of Terraspace Science and Engineering (Juli 2009) <http://arxiv.org/abs/0907.4290>.

Zur Charttechnik gibt es viele Bücher, die aber im Wesentlichen auf die kurzfristigen Aspekte abstellen. Noch am besten wird die Thematik behandelt im Klassiker von 1948: „Technical Analysis of Stock Trends“, von Robert D. Edwards und John Magee , der 2013 in einer von W. H. C. Bassetti überarbeiteten 10. Auflage erschienen ist.

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. Die Kursdaten für Gold kommen vom World Gold Council (<https://www.gold.org/>).

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 21.

3) Das Datum der ersten Veröffentlichung unserer Analysen ist – sofern nicht anders gekennzeichnet – der auf der ersten Seite angegebene Erscheinungstag von „Mit ruhiger Hand“; für diese Ausgabe also der 5.8.2013.

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 Scheider Electric, Capita Group
- 2) in den vergangenen 12 Monaten an Transaktionen beteiligt: Aktien Scheider Electric, Capita Group
- 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.