

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Klartext: Der Triumph des Moral Hazard

Liebe Langfristanleger,

ich muss gestehen, ich bin einem Irrtum unterlegen. Bisher gehörte ich auch zu den Leuten, die sich oft und gerne darüber beschwert haben, dass viele Menschen in der Finanzbranche aus der Krise der vergangenen Jahre nichts gelernt haben. Inzwischen muss ich mich revidieren: Die betreffenden Personen haben schon etwas gelernt; und zwar, dass sie mit ihrem Fehlverhalten durchkommen. Moral Hazard, also rücksichtsloses Verhalten zulasten Anderer, lohnt sich; und insofern ist es auch konsequent, so weiterzumachen wie bisher.



Inhalt:

Seite 8: Der Markt für Wohnimmobilien in Deutschland

Seite 13: Charttechnik für Langfristanleger Teil 3: Globale Sektortrends

Seite 24: Impressum, Anhang

Seite 27: Disclaimer

Moral Hazard wurde schon recht früh als einer der wesentlichen Ursachen für die Finanzkrise identifiziert. Vorwiegend Investment-Banker hatten Produkte konstruiert und abgesetzt, die hohe Risiken für die Allgemeinheit implizierten, ihnen selbst aber große Bonuszahlungen bescherten. Als das Ganze dann platzte, mussten Kunden, Steuerzahler und Aktionäre die Rechnung bezahlen. Die Verursacher hingegen konnten fast immer ihr Geld behalten.

Ein Hauptgrund für den Erfolg rücksichtslosen Verhaltens liegt darin begründet, wie sich unser Wirtschaftssystem in den letzten Jahrzehnten verändert hat. Es hat eine Entkoppelung der Verursachung von der Belohnung bzw. Bestrafung gegeben.

Früher funktionierte Kapitalismus (vereinfacht gesagt) so: Ein Unternehmer hat eine tolle Idee für ein neues Produkt. Er organisiert die Herstellung bzw. den Transport, auf die Kosten schlägt er eine Marge drauf, an der er verdient. Wenn den Kunden das Produkt gefällt, wird der Unternehmer reich. Wenn Kunden hingegen mit der Ware unzufrieden sind oder ein Fehlverhalten des Anbieters vermuteten, bleiben sie weg, der Unternehmer wird durch finanzielle Verluste bestraft.

Heute funktioniert Kapitalismus so: Unternehmer im klassischen Sinne gibt es kaum noch (nehmen wir mal Leute wie Steve Jobs oder Richard Branson als Ausnahme von der Regel). Dafür gibt es Konzerne. Die haben i.d.R. keine Ideen für tolle neue Produkte mehr. Deswegen werden bestehende genommen und so „verpackt“, dass sie neuer und besser aussehen als die alten. Dies ist nur möglich, indem man 1) entweder neue Produkteigenschaften hinzu erfindet, oder 2) indem man Schwächen oder Risiken, die hiermit verbunden sind, verschleiert. Akzeptiert der Kunde dieses Spiel, kann der Konzern eine hohe Marge durchsetzen und die Manager und Aktionäre werden reich. Funktioniert dies nicht, werden die Manager trotzdem reich, nur die Aktionäre werden arm.

Die Konsumgüterindustrie ist weitgehend den ersten Weg gegangen. Durch Werbung und durch differenzierende Eigenschaften wird für das Produkt ein „Zusatznutzen“ geschaffen, der sich aber im Wesentlichen in der Psychologie abspielt. Man will „Begehrlichkeiten wecken“, wie es einmal ein BMW-Vorstand ausgedrückt hat, die dann gegen entsprechende Bezahlung wieder bedient werden. Ob man hiermit nur die kleinen menschlichen Schwächen ausnutzt oder wirklich etwas besser macht, möchte ich einmal dahingestellt sein lassen,

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

hierüber kann man geteilter Ansicht sein. Möglicherweise sollte man auch jeden Einzelfall anders einschätzen und eine generelle Bewertung daher vermeiden.

Die Finanzindustrie ist im Wesentlichen den zweiten Weg gegangen. Dies reflektiert der Boom in sog. Finanzinnovationen seit Mitte der 80er Jahre des vergangenen Jahrhunderts. Diese Finanzinnovationen sind eigentlich wenig innovativ, sondern zumeist nichts andere als Umverpackungen bestehender Basisprodukte. Denn im Grunde genommen sind die Angebote der Bankbranche seit Jahrhunderten gleich: Finanzierung von Handel, Investitionen und Immobilien durch Kredite; das Einlagengeschäft; Vermittlung von Eigenkapital; Anlageberatung und Vermögensverwaltung; sowie Börsengeschäfte incl. Termingeschäfte.

Allerdings sind diese Standardangebote immer wieder veränderten Technologien und neuen rechtlichen Rahmenbedingungen angepasst worden. Dies führte gerade in den letzten Jahrzehnten zu vielen sinnvollen Neuerungen, wie z. B. Indexfonds, die Bankkunden Kosten gespart und vieles vereinfacht haben.

Mit dem Stichwort „Finanzinnovation“ ist allerdings eine ungute Entwicklung verbunden. Denn dies ist ein Marketingetikett, das sich vor allem auf Produkte bezieht, die nicht aus der an sich natürlichen Anpassung von Finanzprodukten an neue Erfordernisse und Möglichkeiten entstanden sind, sondern um Kosten und Risiken zu verschleiern. So wird bezeichnenderweise dieses Wort fast nie in Verbindung mit Indexfonds verwendet, die ja eine wirklich nützliche Erfindung waren (und auf einen „klassischen Unternehmer“ – Jack Bogle – zurückgehen). Stattdessen bezieht sich dieser Terminus i.d.R. auf sogenannte „strukturierte Produkte“, die im Ergebnis zumeist die Komplexität erhöhen. Dies sind Finanzinstrumente, deren Wertentwicklung auf manchmal recht komplizierte Art und Weise mit derjenigen anderer Wertpapiere verknüpft ist. Oftmals sind diese auch mit einer derivativen Komponente versehen. Strukturierte Produkte erfreuen sich bei Anbietern von Finanzprodukten seit Jahren einer hohen Beliebtheit. Der Grund hierfür liegt in ihrer Intransparenz, denn diese ermöglicht die Einrechnung versteckter Gebühren. Unglücklicherweise wird aber auch das Verstecken von Risiken erleichtert.

Die strukturierten Produkte mit der größten Anziehungskraft insbesondere für sicherheitsorientierte Anleger waren vor 10 Jahren in den USA die sogenannten CDOs (Collateralized Debt Obligations). Sie bestanden aus Portfolios von festverzinslichen Wertpapieren, die i.d.R. schwer handelbar waren. Deswegen fasste man sie in einer Zweckgesellschaft zusammen, die wiederum selbst Anleihen unterschiedlicher Risikograde emittierte. Die Vorteile schienen offensichtlich: Illiquide Anlagen wurden handelbar gemacht, der Anleger konnte je nach seiner Risikobereitschaft eine Anlage mit einem deutlichen Zinsvorteil zur Staatsanleihe bekommen. Der Schönheitsfehler war: Die Risikosituation war in Wirklichkeit sehr intransparent; speziell zum Ende des US-Immobilienbooms ab 2006 landeten immer mehr schlechte Papiere bei den CDO-Zweckgesellschaften, ohne dass dies für die Käufer ersichtlich war. Was folgte ist bekannt: 2007 platzte die Blase, die CDOs wurden faul, immer mehr Banken gerieten in eine Schieflage und mussten gerettet werden. Als im September 2008 Lehman Brothers nicht mehr gestützt wurde, zerstörten die Schockwellen fast das gesamte Weltfinanzsystem.

Hank Paulson, damaliger US-Finanzminister und davor Investment-Banker alter Schule, wollte mit der Verweigerung einer Unterstützung von Lehman Brothers ein Zeichen gegen Moral Hazard setzen. Dies ist ihm gründlich misslungen. Denn gezeigt wurde vor allem eins: die Folgeschäden einer Bestrafung von Fehlverhalten im Finanzbereich sind viel größer, als wenn man Steuergelder zum Ausgleich von Zockerverlusten nimmt. Damit ist die Erpressbarkeit der Welt von skrupellosen Bankern eindrücklich demonstriert worden.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Nun mag man einwenden, dass es seit 5 Jahren eine Vielzahl von Initiativen und Neuregelungen gab, mit denen die Gründe der Finanzkrise angegangen werden sollten. Bei näherem Hinsehen entpuppen sich jedoch diese Maßnahmen im Wesentlichen als Versuche einer zukünftigen Schadensbegrenzung. Das eigentliche Problem, dass Banker einen wirtschaftlichen Anreiz haben, ihre Kunden mit intransparenten Produkten zu schädigen, ist nicht angegangen worden.

Die Oberflächlichkeit der Veränderungen wird klar, wenn man sie sich im Einzelnen betrachtet:

1) Regulierung

Eine übertriebene Deregulierung des Finanzsektors galt bei vielen als eine der Ursachen der Finanzkrise. Insofern erschien eine Konsequenz ganz klar: Mehr Regulierung. Seit 2008 gibt es weltweit eine immer weiter eskalierende Flut von Vorschriften, Handlungsanweisungen, Haftungsklauseln, Zulassungskriterien, Informationsblättern, Mindestanforderungen etc. Die einzige messbare Konsequenz ist allerdings bisher: eine extreme Bürokratisierung aller Abläufe und Aufblähung der Kosten bei Banken. Seriöse Finanzinstitute ziehen sich immer mehr aus bestimmten Geschäftsfeldern zurück, wie z. B. in Deutschland bei der Anlageberatung. Es scheint kaum mehr zumutbar, je Kundengespräch 7 Seiten Formular für ein Beratungsprotokoll durchzuackern. Konsequenz: Entweder Banken verstoßen gegen das Recht und verzichten ganz auf ein Protokoll, bzw. schieben dem Kunden ein Protokoll unter, das er nicht versteht; oder Banken halten sich an das Recht und quälen Kunden mit bürokratischen Prozeduren, bevor sie beraten bzw. etwas verkaufen. Da es Kunden i.d.R. recht einfach haben wollen, landen sehr viele dann beim Finanzschwindler, der sich nicht mit irritierenden Formularen oder Risikobelehrungen aufhält.

Die Eigenkapitalregeln von Banken wurden verschärft, um im Falle erneuter Probleme weniger auf Steuergelder zurückgreifen zu müssen. Da allerdings die Geschäftsmethoden im Grunde die gleichen geblieben sind, wurde die Gefahr von neuen Großschäden nicht gebannt, lediglich ihre Konsequenzen für den Steuerzahler abgemildert. Zudem basieren die Eigenkapitalregeln und die Berechnungen der Anforderungen nach wie vor auf dem Grundansatz der „risikogewichteten Aktiva“. Hierdurch werden Staatsanleihen bevorzugt und Unternehmenskredite diskriminiert. Speziell die Eurokrise hat gezeigt, wie fragwürdig eine solche Vorgehensweise ist; zum einen, weil Staatspapiere auch sehr riskant sein können; zum anderen, weil Anlegergelder so in die Staatskassen umgelenkt werden und der Wirtschaft nicht mehr für Investitionskredite zur Verfügung stehen.

Wenn man seriösen Finanzdienstleistern das Leben schwer macht, so kann dies nur heißen, dass die Aufsichtsbehörden sich anscheinend damit abgefunden haben, dass die Finanzbranche grundsätzlich unseriös ist. Nur dann macht es Sinn, sie so eng an die Kette zu nehmen wie möglich. Hinter den rigiden Eigenkapitalanforderungen steht vor allem das Bemühen, dafür zu sorgen, dass im Fall des nächsten Platzens einer Spekulationsblase die Folgen vom System selbst absorbiert werden können. Dies bedeutet eine Verschiebung des Haftungsrisikos vom Staat auf die Aktionäre. Dies ist zwar systemgemäß und daher prinzipiell richtig, lässt aber die potenziellen Täter, rücksichtslose Manager, nach wie vor außen vor.

2) Justiz

Es gab eine Reihe von Strafverfahren gegen Hedgefondsmanager und Investment-Bankern wegen manipulativer oder betrügerischer Geschäftspraktiken. Doch diese haben fast immer nur zu Geldstrafen geführt, die zumeist aber vom Institut (und damit im Endeffekt wieder von den Aktionären) oder gelegentlich auch von einer Managerhaftpflichtversicherung beglichen wurden. Gefängnisstrafen hat es aber nur

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

extrem selten gegeben, wenn wie z. B. bei Berhard Madoff ein Schneeballsystem hinter dem Betrug stand. Nicht wenige Manager mussten ihren Posten räumen, die meisten haben bei ihrem Abgang aber noch fette Abfindungen kassiert. Die Praxis des „goldenen Fallschirms“ hat dazu geführt, dass das Eingehen von Risiken auf Kosten von Kunden und Aktionären für die eigentlich Verantwortlichen nicht nur relativ risikolos ist, sondern sich sogar richtig lohnen kann.

„Skin in the game“, man soll seine eigene Haut riskieren, lautet die Forderung von Nassim N. Taleb an die Finanzmanager, wenn sie Risiken eingehen. Ursprünglich war Investmentbanking ja auch in der Form von Partnerschaften organisiert. Wenn Manager hohe Risiken eingingen, setzen sie dann auch ihr Vermögen und das ihrer Partner mit aufs Spiel. Sie standen mit ihrem Kapital für verantwortungsvolles Handeln ein. Zu dieser Zeit gingen von diesem Geschäft keine Systemrisiken aus. Inzwischen stehen anonyme Aktionäre mit ihrem Kapital und Steuerzahler für die Fehler der Manager ein und sprechen so eine Einladung zur Selbstbedienung aus.

Es ist ein beliebtes Thema geworden, sich über zu hohe Managergehälter zu empören. Diese Aufregung geht aber am Kern vorbei. Warum soll ein Manager, der Leistung bringt und unternehmerisch gute Entscheidungen trifft, nicht viel verdienen? Ich sehe ehrlich gesagt keinen Grund. Ein Problem besteht allerdings, wenn die hohe Bezahlung eines Managers von seiner Leistung entkoppelt wird und er mittels Abfindungen sogar im Fall eines Versagens mehr bekommen kann als bei Erfolg. Dies kann nicht sinnvoll sein.

3) Politik

Ein besonderer Treppenwitz der Geschichte ist, dass die Politik in einigen Ländern die Einführung einer Finanztransaktionssteuer propagiert hat, um „die Verursacher der Finanzkrise an den Kosten zu beteiligen.“ Allerdings ist diese Abgabe nicht besonders hoch. Zudem bestraft sie im Wesentlichen die Bankkunden, also die Opfer der Finanzkrise. Die Dummen sind also wieder einmal die gleichen.

Was wirklich helfen würde, wären gesetzliche Regelungen, welche die persönliche Haftung von Bankmanagern regeln würden. Nach dem Platzen der Internetblase 2000 und in der Folge aufgedeckten Betrugsfällen sind in den USA einige prominente Manager wegen Bilanzfälschung zu langjährigen Haftstrafen verurteilt worden, was durchaus abschreckend gewirkt hat. Von den für die Finanzkrise verantwortlichen Top-Managern befinden sich alle noch auf freiem Fuß, fast alle können von ihrem Vermögen sehr gut leben.

4) Risikomanagement

Der Economist beschrieb in seiner Ausgabe vom 7. September 2013 als offensichtlichsten Grund der Finanzkrise „diejenigen Finanzmarktakteure, die vorgaben, einen Weg gefunden zu haben, Risiken auszuschalten, sie aber tatsächlich nur aus den Augen verloren hatten.“ („the financiers themselves ... who claimed to have found a way banish risk when in fact they had simply lost track of it“). Banker haben also nicht nur ihre Kunden belogen, sondern vor allem erstmal sich selbst, weil sie mit pseudomathematischer Präzision Risikobewertungen ermittelten, die völliger Unfug waren. Wir sind hierauf detailliert in unserer Reihe „Die große Risikoverwirrung“ eingegangen.

Am Umgang der Finanzmärkte mit dem Thema Risiko hat sich dennoch seit Jahren kaum etwas geändert. Dies ist insbesondere erstaunlich, weil Nassim N. Taleb mit seinem 2008 erschienen Bestseller „Der schwarze Schwan“ die grundlegenden Probleme auch einer breiteren Öffentlichkeit vermittelt hat. Insbesondere die anhaltende Popularität der Kennzahl „Value at Risk“ spricht Bände: Sie unterschätzt massiv die Konsequenzen von seltenen Extremereignissen. Dies ist schon länger bekannt; eigentlich ist sie schon seit

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

1998 diskreditiert, als die Turbulenzen bei Schwellenländerverschuldung und die anschließende Pleite des Hedgefonds LTCM die Schwächen dieses Konzepts offenlegten. Daraus hätte man zwei Konsequenzen ziehen können: a) man verzichtet ganz auf sie, weil man Unsicherheit nicht für quantifizierbar hält, oder b) man verwendet modifizierte Konzepte wie Modified Value-at-Risk (MVaR) oder Conditional Value at Risk (CVaR), mit denen einige Schwächen ausgebügelt wurden. Den ersten Weg bevorzuge ich, den zweiten Weg viele Risikomathematiker; wer nun am Ende recht hat, wird sich zeigen.

Was aber gar nicht mehr gehen sollte, ist, dass Value at Risk in seiner ursprünglichen Form verwendet wird. Genau dies ist aber nach wie vor die gängige und überwiegende Praxis im täglichen Risikomanagement, was übrigens auch von Regulatoren gefordert und unterstützt wird.

Ob diese unveränderte Vorgehensweise auf Dummheit, Ignoranz, Lernunfähigkeit oder bewusster Täuschung beruht, möchte ich einmal dahingestellt sein lassen. Tatsache ist aber, dass die Finanzbranche mit Risiken so unbedarft hantiert wie schon vor 5 oder vor 15 Jahren. Wenn ein Vermögensverwalter mit „professionellem Risikomanagement“ wirbt, kann dies inzwischen als ein Warnsignal für Kunden gewertet werden.

Das Geschäftsmodell der meisten Banken ist nach wie vor von Transaktionen getrieben. Sie können nur von Kunden profitieren, mit denen sie möglichst viele Umsätze machen, womit sie automatisch ein Interesse daran bekommen, das Kundenvermögen entweder zu riskieren oder zu vermindern. Dieser tiefsitzende Interessenkonflikt ist das Grundübel der Branche. Das ist zwar weithin bekannt, wird aber kaum infrage gestellt.

Interessenkonflikte gibt es auch in anderen Branchen. Gefährlich werden diese im Finanzbereich durch intransparente Produkte die fehlende Verantwortung der Manager. Können Sie sich vorstellen, dass ein Autohersteller bewusst oder fahrlässig minderwertige Bremsen in einen neuen Wagen einbaut? Und können sie sich vorstellen, dass Kunden beim Autokauf ein mehrseitiges Protokoll unterschreiben müssen, in dem sie u.a. versichern, dass sie sich der Risiken möglicherweise minderwertiger Bremsen bewusst sind und bereit sind, alle Folgen selbst tragen? Natürlich kann man sich das nicht vorstellen, und deswegen fahren wir alle mit einigermaßen sicheren Autos auf unseren Straßen herum. Wenn es dann doch zu Unfällen kommt, ist aber auch fast immer relativ schnell klar, dass diese auf Fehler von Autofahrern selbst zurückzuführen sind. Schlechte Produkte als Ausrede für eigene Dummheit sind bei geschädigten Kunden damit ebenfalls selten geworden.

Man wird heutzutage kaum jemanden im Finanzbereich treffen – und das trifft sowohl für Schaltermitarbeiter, Anlageberater, Vorstände oder auch Aufsichtsbeamte zu – der nicht eingesteht, dass in dieser Industrie etwas Grundlegendes falsch läuft. Jeder kann unzählige Anekdoten über die Absurdität seines Arbeitsalltags erzählen. Nur äußerst wenige allerdings haben bisher Konsequenzen hieraus gezogen. Sie wissen, dass sie das Falsche machen, folgen aber unbeirrt weiter diesem Weg, weil sie einen ökonomischen Anreiz haben, dies so zu machen. Sie wissen schlicht und einfach nicht, wie sie sonst ihren Lebensstandard finanzieren sollen.

Ohne aber die Bereitschaft, Grundsätzliches infrage zu stellen, wird sich nichts ändern. Hier ist jeder gefragt:

- Sowohl private wie auch institutionelle **Kunden** verdrängen gerne Risiken und freuen sich über unrealistische Renditeversprechungen. Solange sie Berater bevorzugen, die nach dem Mund reden und ganz einfache, sichere und hochrentierliche Anlagen versprechen, landen sie automatisch bei Abzockern.
- **Banken** dürfen ihren Erfolg nicht mehr daran messen, wie viel kurzfristige Umsätze sie mit einem Kunden machen, sondern vielmehr, inwieweit sie an einer langfristigen Kundenbeziehung partizipieren. Insbeson-

Mit ruhiger Hand

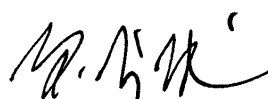
Informationen für die langfristige Kapitalanlage

dere dürfen keine Boni mehr dafür gezahlt werden, dass Mitarbeiter ihren Kunden Produkte mit versteckten Risiken andrehen. Dies ist keine Utopie, selbst für Großbanken: Der schwedische Finanzkonzern Handelsbanken hat bereits vor 40 Jahren das Geschäftsmodell geändert und vor allem auch das Anreizsystem umgestellt. Die Kreditausfälle lagen seitdem in Krisenzeiten weit unter Branchenschnitt. Das Management ist durch einen langfristigen Incentive-Plan an das Unternehmen gebunden, Bonuszahlungen gibt es nicht. Hiervon profitieren sowohl die Kunden (die Bank gewinnt regelmäßig in Kundenzufriedenheitsumfragen) wie auch die Aktionäre (der Aktienkurs hat sich in den letzten 10 Jahren trotz Finanzkrise mehr als verdoppelt). Dennoch hat sich diese Bank außerhalb Skandinaviens bisher nicht zum Model für andere Finanzinstitute entwickelt. Dies kann nur daran liegen, dass führende Banker für sich persönlich immer noch die größeren Vorteile von kurzfristiger Abzocke erhoffen; und ihren Aktionären dieses egal ist.

- Das **Investment Banking** ist „deal driven“, langfristige Beziehungen sind aufgrund der Natur des Geschäfts schwierig. Investment-Banken sollten deshalb wieder Partnerschaften mit persönlicher Verlustbeteiligung werden; oder Haftungszahlungen im Falle eines Scheiterns von Geschäften festgelegt werden können.
- Die **Finanzaufsicht** muss ihren Fokus verschieben: Es darf weniger darum gehen, die Folgen eines Finanzmarktschocks zu mildern, als darum, einen solches Ereignis zu verhindern. Die Regulierung muss deswegen weg von Verhaltensregeln und formalen Anforderungen. Stattdessen muss sie ihr Augenmerk darauf richten, dass a) die Transparenz von Finanzprodukten erhöht wird; b) keine finanziellen Anreize mehr für Fehlverhalten bestehen; und c) Verantwortliche für Fehlverhalten den Schaden nicht mehr auf Dritte, d. h. Aktionäre, Kunden oder Steuerzahler abschieben können, sondern selbst mit ihrem eigenen Geld und notfalls auch mit einem Gefängnisaufenthalt dafür gerade stehen.
- Angesichts der gestiegenen Eigenkapitalanforderungen müsste **Bank-Aktionären** klar sein, dass sie im Falle erneuter Probleme diejenigen sind, die im Wesentlichen die Zeche zahlen. Dennoch gehen sie in der Masse erstaunlich unkritisch mit Bank-Vorständen um. Wer sich nur daran orientiert, dass jeweils der nächste Quartalsgewinn gut ausfällt, toleriert implizit das Eingehen von Abzockpraktiken und unnötigen Risiken. Wenn die Aktionäre als Eigentümer der Banken von ihren Vorständen keine Änderungen beim Geschäftsmodell verlangen, haben diese auch keinen Handlungsdruck.

Solange sich all dies nicht ändert, lohnt es sich im Finanzbereich weiterhin, Risiken zu verstecken und ihre Konsequenzen auf Unbeteiligte abzuladen. Moral Hazard hat sich als Geschäftsprinzip etabliert, nicht trotz, sondern gerade wegen der Finanzkrise. Es gibt viel zu wenige positive Ausnahmen wie z. B. Handelsbanken. Dies ist schade und gefährdet nicht nur die Finanzbranche, sondern die ganze Wirtschaft. Banken haben volkswirtschaftlich gesehen eine wichtige Aufgabe, nämlich Kapitalgeber und Kapitalnachfrager zusammenzubringen. Dieser Aufgabe kommen sie im Moment eher schlecht als recht nach, weil sie einerseits die Kapitalgeber abzocken und andererseits bei den Kapitalnehmern nicht richtig zwischen seriösen Klienten und betrügerischen Hallodris unterscheiden können. Zudem brauchen wir in einem Land wie Deutschland mit einer zunehmend älter werdenden Bevölkerung erfolgreiche private Geldanleger, deren Vermögensbildung als Entlastung einer immer weniger finanzierbaren staatlichen Altersvorsorge dient.

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



Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Impressum:

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

Vorstand: Karl-Heinz Thielmann, 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

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.

Das Ziel „Begehrlichkeiten wecken“ wurde von BMW-Vorstand Dr. Reithofer 2007 in einer Rede in Shanghai formuliert:

<http://www.7-forum.com/news/Rede-von-Dr-Norbert-Reithofer-BMW-Group-1565.html>

Zum Thema „Skin in the Game“ vgl.: <http://www.blicklog.com/2013/08/12/neue-denker-ber-konomie-und-verantwortung-skin-in-the-game/>

Zu der Studie über den Wohnungsmarkt in Deutschland wurden neben den im Text explizit genannten folgende Quellen hinzugezogen: db Reseach: „Hauspreiszyklen“, Juli 2013; sowie: Immowelt 24 & Hochschule für Wirtschaft und Umwelt Nürtingen Geislingen: „Marktmonitor Immobilien 2013“ (Maklerumfrage)

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. 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 24.

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 7.10.2013.

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.