

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Nummer 25, 5. Mai 2014

Heute mit folgenden Themen:

- **Blind Capital: wenn Geldanleger sich wie Konsumenten verhalten**
- **Benjamin Graham: eine Würdigung aus Anlass des 120. Geburtstages**
- **Langfristige Rohstofftrends: Welche Bestimmungsfaktoren sind wichtig?**

Vor fast 160 Jahren prägte Walter Bagehot den Begriff „**Blind Capital**“ für naive Anleger, die hoch rentablen Investments hinterherjagen, denen aber ein Grundverständnis für geschäftliche Zusammenhänge fehlte. Sie waren deshalb ein leichtes Opfer für Geldanlagen mit versteckten Risiken.

In den vergangenen Jahren hat sich der Trend zu solchen Investmentprodukten weiter verstärkt. Sie bieten große Vorteile für Emittenten, da sie so Risiken auf Kosten anderer eingehen können. Anleger durchschauen dies nicht, weil sie sich bei der Auswahl ihrer Investments wie Konsumenten verhalten: Marken sprechen Emotionen an, Schnäppchenjagd führt zum Ausblenden von Risiken.

Bedenklich ist heutzutage, dass es auch bei professionellen Investoren Anreize gibt, sich ähnlich wie „Blind Capital“ zu verhalten. Zudem haben die Finanzaufseher weltweit gegenüber problematischen Finanzprodukten wie Pflichtwandelanleihen eine positive Einstellung, weil für sie die Stärkung der Kapitalbasis des Finanzsektors offenbar wichtiger ist als der Anlegerschutz.

Am 9. Mai jährt sich zum 120. Mal der Geburtstag von **Benjamin Graham**, dem Vater der modernen Finanzanalyse sowie des Anlagestils Value-Investing. Dies ist Anlass, auf sein Leben und Werk zurückzublicken, das für viele herausragende Investoren wegweisend war. Weiterhin werden seine zentralen Konzepte von „Mr. Market“, des „Inneren Wertes“ sowie der „Sicherheitsmarge“ vorgestellt und erläutert, warum diese nicht an Aktualität verloren haben. Es wird aber auch gezeigt, dass die Voraussetzungen für erfolgreiches Value-Investing sehr hoch sind und es nicht für jeden geeignet ist.

Mit „**Langfristige Rohstofftrends – Teil 1**“ wird eine neue Artikelserie begonnen, die sich mit den Entwicklungen an den Märkten für Grundstoffe beschäftigt. Im ersten Beitrag wird gezeigt, warum sie in den vergangenen 20 Jahren für Anleger interessant geworden sind. Gleichfalls wird hinterfragt, ob die Gründe hierfür wirklich stichhaltig sind und auch in der Zukunft Bestand haben werden.

Im Auftaktbeitrag geht es weiterhin um die Energierohstoffe Erdöl, Kohle und Erdgas. Ihre Entwicklung verlief in den vergangenen Jahren sehr verschieden, was zum einen daran liegt, dass ihre Preise teilweise stark politisch beeinflusst werden. Zum anderen haben aber auch innovative Fördertechniken sowie unterschiedliche Flexibilität beim Transport zu gravierenden Divergenzen geführt.

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

## Klartext: Blind Capital

Liebe Langfristanleger,

1856 kreierte der britische Wirtschaftsjournalist Walter Bagehot den Begriff „Blind Capital“ für diejenigen Anleger, die leichtgläubig ihr Geld in hochrisikante Investments steckten. Er hatte damit vor allem Privatleute (Großmütter, Geistliche etc.) im Auge, die mehr Geld besaßen, als sie ausgeben konnten und deshalb sparten, ohne so recht zu wissen, warum. Große Mengen dieses blinden Kapitals waren für ihn die Voraussetzung für das Entstehen von Spekulationsblasen, die unweigerlich in Finanzkrisen enden mussten.



### *Inhalt:*

*Seite 7: Kein Mr. Market:  
Benjamin Graham zum 120.  
Geburtstag*

*Seite 12: Langfristige Roh-  
stofftrends (Teil 1)*

*Seite 20: Impressum, Anhang*

*Seite 24: Disclaimer*

Laut Bagehot waren diese privaten Anleger aus zwei Gründen anfällig: Einerseits waren viele nicht mit den mickrigen Zinsen einer Staatsanleihe zufrieden. Sie hatten das Gefühl, ihr Geld muss arbeiten, Gewinne erwirtschaften. Gleichfalls verstanden sie aber nicht einmal ansatzweise, wie „Business“, also das Geldverdienen durch Geschäftemachen, funktioniert.

Seit damals gibt es zwar viele neue Investmentprodukte, das Grundproblem ist aber geblieben. Noch immer stürzt sich naives „Blind Capital“ auf Anlagen, die hohe Erträge versprechen, ohne dass die Gründe für die angeblichen Renditen verstanden oder hinterfragt werden.

Speziell in den letzten Jahren gab es geradezu einen Boom an solchen Produkten. Ob es sich um geschlossene Beteiligungsfonds, Mittelstandsanleihen, Katastrophenanleihen (CAT-Bonds), Genussscheine oder die unter der niedlichen Bezeichnung CoCos (Abk. für Contingent Convertibles) daher kommenden Pflichtwandelanleihen bzw. Optionsgenussscheine handelt, sie alle vereint neben hohen Zinsen eines: Bei ihnen sind langfristige unternehmerische Risiken konzentriert, die nicht offensichtlich sind. Insbesondere gefährlich werden sie beim Eintritt von unerwarteten Extremereignissen. Dies können wirtschaftliche Schwierigkeiten beim Emittenten sein, aber auch allgemeine Probleme, wie Wirtschaftskrisen oder Naturkatastrophen, und einen Totalverlust als Konsequenz haben.

Für die Emittenten hingegen sind diese Anlageformen im Gegensatz zur klassischen Eigenkapitalfinanzierung ein Bombengeschäft: Sie können große Risiken eingehen, um für sich selbst hohe Renditen zu erwirtschaften. Im Erfolgsfall können sie das Meiste abkassieren, die Gläubiger bekommen nur einen Bruchteil. Bei Misserfolg hingegen bleiben überwiegend die Anleger auf dem Schaden sitzen. Dass diese Konstruktionen geradezu eine Einladung zum Missbrauch ist, erscheint offensichtlich.

Warum durchschauen dies so viele Investoren trotzdem nicht? „Gier frisst Hirn“ ist in Deutschland eine beliebte Phrase der Medien geworden, wenn Investoren Geld mit seltsamen Anlagen verloren

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

haben, wie zuletzt bei Prokon. Aber gerade dieses Beispiel zeigt, dass es eben nicht eine außer Kontrolle geratene Gier war, die zum Kauf dubioser Genussscheine verleitete, sondern Unwissenheit.

Viele der Prokon-Anleger waren vorher von Banken enttäuscht worden und suchten nach einer vertrauenswürdigen Alternative bei Geldanlagen außerhalb des etablierten Finanzsektors. Andere wollten mit der Windenergie eine sozial nützliche Technologie fördern. Nicht wenige wurden aber auch vom eloquenten Firmengründer und seiner geschulten Vertriebsgruppe regelrecht in die Investments „hineingequatscht“. Allen gemeinsam war nur, dass sie nicht einmal ansatzweise begriffen hatten, wie das Geschäftsmodell von Prokon funktionieren sollte.

Mangelnde Finanzbildung wird in der Öffentlichkeit ebenfalls gerne als Grund für schlechte Anlageergebnisse genannt. Jüngste empirische Untersuchungen zeigen jedoch, dass Finanzbildung als Bestimmungsursache für finanziellen Erfolg nur eine untergeordnete Rolle spielt, möglicherweise sogar gar keine. Ein kürzlich veröffentlichter Übersichtsartikel zum Thema des Einflusses von Finanzbildung der Wirtschaftswissenschaftler Daniel Fernandes, John G. Lynch, Jr. und Richard G. Netemeyer („Financial Literacy, Financial Education and Downstream Financial Behaviors“) merkt zudem an, dass ein einheitliches und umfassendes Verständnis des Begriffs „Finanzbildung“ bisher völlig fehlt. Stattdessen gibt es verschiedene Konzepte, die sich jedoch weitestgehend als nutzlos erwiesen haben.

Das tiefere Problem ist, dass die überwiegende Anzahl von Anlegern – und dies schließt sowohl die meisten privaten wie auch viele institutionelle ein – Geld anlegt, ohne sich zu fragen, wie der ökonomische Mechanismus funktionieren soll, der ihnen eine spätere Rückzahlung bzw. hohe Rendite ermöglichen und sichern soll. Um mit Bagehot zu sprechen: Vielen Anlegern fehlt ein grundlegendes Verständnis vom Business; von der Art und Weise, wie man Geld verdient. Dies ist etwas anderes als fehlende Finanzbildung, vielmehr geht es um die Einsicht, wie Kapitalismus funktioniert.

Grundlegende Finanzbildung, also das Wissen darum, was Aktie, Anleihe sowie Sparbuch sind und wie Zinseszins effekte oder Risikostreuung funktionieren, sollte an sich nicht schaden. Erfahrungsgemäß gibt es aber nicht wenige Anleger mit guter Finanzbildung, die ihr Geld besonders dämlich verlieren. Wie die Studie „The Influential Investor“ des „Center for Applied Research“ vor zwei Jahren herausfand, neigen gerade gut ausgebildete und professionelle Anleger dazu, ihre eigenen Kenntnisse relativ zu den übrigen Investoren massiv zu überschätzen. Sie haben deshalb die unangenehme Angewohnheit, in Produkte mit komplexen Risiken zu investieren, die sie selbst gar nicht verstehen. Diese „Überkonfidenz“ (Overconfidence) ist von der Verhaltensökonomie schon lange als eine der Hauptursachen von Anlegerfehlern identifiziert worden. Sie kann in gewisser Weise als Berufskrankheit von Finanzprofis angesehen werden.

Um Finanzanlagen zu beurteilen, die unternehmerische Risiken beinhalten, reicht es nicht, die dahinter stehende Finanzmathematik zu begreifen. Man benötigt Kenntnisse über die Funktionsweise von realen Märkten; man muss verstehen, warum Produkte erfolgreich sind, und was möglicherweise mit ihnen schiefgehen kann. Hierüber wissen die meisten Finanzexperten weniger als so mancher Handwerkermeister, geschweige denn viele Privatanleger.

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Aber nicht nur das Wissen hinsichtlich der Mechanismen und Fallstricke des Geldverdienens ist bei vielen „Experten“ mangelhaft. Selbst angeblich führende Ökonomen vergessen oft, dass die Verläufe von Konjunkturen, Rohstoffpreisen, Technologietrends, etc. zyklischen Mustern folgen. Sie prognostizieren deshalb gerne zum Zyklushochpunkt unendliches Wachstum (wie zum Höhepunkt der Internetblase 2000) oder zum Zyklustiefpunkt Dauerstagnation (wie unlängst während der Eurokrise zu beobachten). Wie Bagehot schon angemerkt hatte, ist „Blind Capital“ sehr anfällig für prozyklische Expertenprognosen. Es springt gerne auf Investmenttrends auf, die nach einer gewissen Erfolgsphase vor einer spekulativen Überhitzung stehen, womit große Verluste vorprogrammiert sind.

Es gibt aber noch einen weiteren Grund, warum mehr Finanzbildung wenig nützt: Viele Anleger verhalten sich beim Kauf ihrer Finanzprodukte so wie Konsumenten beim Erwerb von Gebrauchsartikeln. Sie vertrauen blind bekannten Markennamen, haben eine ausgeprägte Tendenz zur Schnäppchenjagd, und lassen sich leicht in Verkaufsgesprächen beeindrucken.

Einer der grundlegenden Denkfehler der Ökonomie ist, Sparen bzw. Investieren von Privatleuten vor allem als in die Zukunft verschobenen Konsum zu betrachten. Dann nämlich wäre eine Anlageentscheidung ein nüchternes Kalkül, bei dem die Ziele klar sind sowie Chancen und Risiken abgewogen werden. Tatsächlich hat der Bedarf an Geldanlagen – und auch dies hatte schon Bagehot richtig beobachtet – oft vor allem damit zu tun, dass viele Menschen mehr Geld haben oder verdienen, als sie mit Konsum von Produkten oder Dienstleistungen ausgeben wollen. „Blind Capital“ hat daher keine klar definierten Anlageziele. Die Geldanlage dient als Mittel des Konsums von Überschussliquidität.

Marken haben beim Konsum eine wichtige Funktion. Sie sprechen die Emotionen des Konsumenten an, verbinden die Ware mit einem bestimmten Image oder imaginären Zusatzeigenschaften, was den Nutzen für den Kunden erhöht, bzw. bei bestimmten Luxusgütern erst schafft. Die immateriellen Nutzen von Marken sind im Finanzbereich sehr wichtig, da sie erstens Sicherheit signalisieren und zweitens den sozialen Status des Anlegers unterstreichen.

Insbesondere signalisieren Marken Vertrauenswürdigkeit. Diese wird in der Produktwelt bestätigt, wenn Konsumenten ihre Zufriedenheit mit Wiederholungskäufen unter Beweis stellen. Dieser Mechanismus funktioniert bei Schokoriegeln oder Waschmittel ganz gut, je komplexer und je langlebiger ein Produkt ist, desto mehr Probleme bzw. Missbrauchsmöglichkeiten gibt es aber.

Der Bezug auf Markennamen muss für Anleger nicht falsch sein. Gute und beliebte Produkte sind eine notwendige Bedingung für finanziellen Erfolg, eine bekannte Marke kann dazugehören. Naive Anleger übersehen aber, dass eine gute Marke keinesfalls eine hinreichende Bedingung ist. Unzählige Anbieter populärer Produkte mit klangvollen Marken sind bereits an ihren desolaten Finanzen gescheitert. Insbesondere fragwürdig ist – und hier hat der Markt für Mittelstandsanleihen einige aktuelle Beispiele (Zamek, Strenesse, etc.) zu bieten – wenn bekannte Konsummarken beim Marketing von Finanzprodukten gezielt eingesetzt werden, um bilanzielle Schwächen zu überspielen.

Mit der Orientierung an Marken verwechselt „Blind Capital“ ein Indiz für Erfolg mit dem Beweis hierfür. Dies kann manchmal gut gehen, es muss aber nicht. Während jedoch eine Markenorientierung

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

nur gelegentlich schlechte Ergebnisse mit sich bringt, führt hingegen die finanzielle Schnäppchenjagd meist geradewegs ins Verderben.

Denn ihre Konsequenz ist, dass die Risiken von hochrentierlichen Anlagen verdrängt werden und oft überhastet investiert wird. Weiterhin fühlt sich der Schnäppchenjäger viel schlauer als die übrige Anlegerschar („... ich bekomme 4% mehr als die Idioten mit ihrer Bundesanleihe ...“), was ihm zwar unmittelbar Nutzen stiftet, die spätere Konfrontation mit der Realität aber nur um so bitterer macht.

Eine wichtige Rolle dabei, Schnäppchenjäger dazu zu bringen, dass sie besondere Torheiten begehen und darauf auch noch richtig stolz sind, können Finanzberater spielen. Denn für „Blind Capital“ zählt nicht nur die angebliche Rendite, es zieht seine Befriedigung ebenfalls aus dem Gefühl, einer ausgewählten Elite anzugehören, die Zugriff auf besonders gute Kapitalanlagen haben. Dieses Gefühl vermitteln erfolgreiche Vermittler bzw. Vermögensverwalter und ihre Hochglanzprospekte. Stellt sich das Ganze dann irgendwann einmal als Illusion heraus, reagiert ein Teil der Anleger mit Verbitterung, ein anderer mit Realitätsverleugnung und Verschwörungstheorien. Auch hier hat der Fall Prokon in den vergangenen Wochen ein lehrbuchmäßiges Beispiel geliefert.

Soweit, so schlecht. Walter Bagehot basierte seine Analyse auf der 1720 geplatzten „South Sea Bubble“ und stellte 136 Jahre danach fest, dass sich nichts Wesentliches geändert hatte. Weitere 158 Jahre später kommt man zu einem ähnlichen Ergebnis. Eine Neuerung der modernen Zeit gibt es allerdings zu vermelden: Inzwischen gibt es „freiwillige Blinde“: professionelle Anleger wie Vermögensverwalter oder Fondsmanager bei Pensionskassen, die ganz bewusst auf Investments mit hohen versteckten Risiken setzten, selbst wenn sie die dahinter stehende Problematik verstehen. Warum ist dies so? Einer dieser Investoren hat es mir kürzlich erklärt: „Wenn ich Bundesanleihen kaufe, erziele ich zu wenig Rendite. Wenn ich Aktien kaufe und habe ein schlechtes Quartal, bekomme ich riesigen Ärger mit meinen Aufsichtsgremien, vielleicht fliege ich sogar hinaus. Wenn ich hingegen eine Anleihe mit 6% kaufe, habe ich Ruhe. Falls das Ding dann in 10 Jahren den Bach runter geht, kann sich niemand mehr daran erinnern, warum es gekauft wurde. Zudem bin ich dann wahrscheinlich schon ganz woanders und habe mit der Sache nichts mehr zu tun.“

Selbst Fondsmanager, die es also besser wissen, machen bewusst das Falsche, weil diejenigen, die ihre Leistungen bewerten, seien es Aufsichtsgremien bei institutionellen Anlegern oder Vermögensverwaltungskunden, grundlegendes Wirtschaftsverständnis fehlt. Dieses ist insbesondere in Deutschland ein eklatanter Mangel, wie sich gerade in den vergangenen Krisen gezeigt hat. So waren es im Sommer 2011 insbesondere Portfoliomanager deutscher Institutionen, die bei einem DAX unter 6.000 entnervt alle Aktien verkauften, um Rechtfertigungsdiskussionen mit Anlageausschüssen, Aufsichern oder panischen Vorständen zu entgehen.

Eine interessante – weil doppeldeutige – Rolle spielen die Finanzaufsichtsbehörden. Grundsätzlich sind sie dazu verpflichtet, für ein funktionsfähiges Finanzsystem zu sorgen. Inwieweit Anlegerschutz dazugehört, ist hierbei umstritten. In Deutschland hat man traditionell eine relativ laxen Einstellung zu diesem Thema, weshalb das Land lange ein kleines Paradies für Finanzbetrüger war. Angesichts un-

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

zähliger Skandale in den vergangenen Jahren stieg der Druck auf die BaFin, verstärkt auch den Anlegerschutz beachten. Dies hat u. A. zu schärferen Vorschriften für geschlossene Fonds im jüngsten Kapitalanlagegesetz geführt. Im angloamerikanischen Bereich hingegen wurden intransparente Finanzangebote wie geschlossene Beteiligungsfonds oder strukturierte Produkte schon seit längerem im Vertrieb stark beschränkt; Finanzbetrug oder Insiderhandel mit sehr viel höheren Strafen belegt.

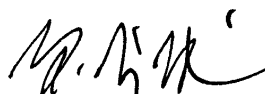
Katastrophenanleihen oder Pflichtwandelanleihen werden hingegen von den Finanzaufscheidern weltweit nicht nur toleriert, sondern aktiv gefördert. Hauptinteresse der Behörden ist nämlich, Banken und Versicherungen im Fall der nächsten Krise möglichst autonom von staatlichen Nothilfen zu machen, unabhängig davon, ob sie von Naturkatastrophen oder Finanzschocks verursacht wird. Insofern kann man feststellen, dass die globalen Aufsichtsbehörden eigentlich kein Interesse daran haben können, das Thema „Blind Capital“ im Sinne des Anlegerschutzes anzugehen. Stattdessen geht es vor allem darum, naives Anlagegeld in Investments umzulenken, die im Falle der nächsten Krise als zusätzliche Stabilisierungsmasse zur Verfügung stehen.

In diesem Zusammenhang erscheint auch das auffällige Desinteresse der BaFin an den in Deutschland bei Privatanlegern populären Mittelstandsanleihen fragwürdig. Denn diese sind letztlich nichts anderes als ein Instrument, um Risiken aus Bankbilanzen auf Privatanleger umzuverteilen. Trotz offensichtlich dubioser Praktiken wurde als Reaktion auf die 14. Pleite in diesem Segment von der BaFin bisher nur ein Fragebogen an Emissionsbanken verschickt. Effektive Aufsicht sieht anders aus.

Die positive Einstellung der Finanzregulierer hinsichtlich Pflichtwandelanleihen (CoCos) zeigt deutlich, dass für sie Bankenstabilisierung viel wichtiger ist als Anlegerschutz. Dies ist langfristig gesehen extrem gefährlich. Denn an der in der Finanzkrise 2008 deutlich gewordenen Grundproblematik unseres Finanzsystems, dass Banker auf Kosten von Kunden, Staat und Anlegern exzessive Risiken eingehen können, ändert sich nichts. Der Staat sorgt lediglich dafür, dass er nicht mehr die Zeche zukünftiger Desaster zahlen muss. Stattdessen wird die Hauptlast auf wirtschaftlich unbedarften Investoren abgeladen, welche die Risiken ihrer Kapitalanlagen nicht verstehen.

Auch in Zukunft wird viel „Blind Capital“ in irrwitzige Projekte investiert werden, nur um wenige Leute auf Kosten naiver Anleger reich zu machen. Dies wird sich in einer Marktwirtschaft nie völlig verhindern lassen, genauso wenig wie der Verkauf von Wunderpillen. Trotzdem sollte man alles tun, um die Abzocke zumindest zu begrenzen. Denn Konsequenz ist nicht nur, dass weiterhin viele Kleinanleger unwissentlich ihre Altersvorsorge verspielen. Letztlich ist eine gigantische Fehlallokation von Ressourcen das Resultat, was zu unserer aller Schaden ist. Wenn das Ganze mit staatlicher Regieanweisung geschieht, beruhigt mich dies überhaupt nicht. Man sollte z. B. den Käufern von Pflichtwandelanleihen fairerweise zumindest mitteilen, dass sie die nächste Finanzkrise bezahlen werden. Nur wenn sie dann trotzdem noch kaufen, dürfen sie sich irgendwann nicht alleine Blindheit, sondern zurecht „Gier frisst Hirn“ vorwerfen lassen.

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



## Kein Mr. Market: Benjamin Graham zum 120. Geburtstag

Von Karl-Heinz Thielmann

Am 9. Mai 1894 erblickte in London Benjamin Großbaum das Licht der Welt. Ein Jahr später wanderten seine Eltern in die USA aus und änderten während des Ersten Weltkriegs den Namen in Graham. Der frühe Tod des Vaters sowie missglückte Aktienspekulationen der Mutter ruinierten seine Familie finanziell. Er wuchs in bitterer Armut auf, seine Talente wurden jedoch erkannt und mit Stipendien gefördert, sodass er bereits 1914 seinen Abschluss an der Columbia University feiern konnte.

**„Die Kurse von Aktien schwanken meistens irrational oder übertrieben in beide Richtungen als Konsequenz der angeborenen Tendenz der meisten Menschen, entweder zu spekulieren oder zu spielen.“** (*"Most of the time stocks are subject to irrational and excessive price fluctuations in both directions as the consequence of the ingrained tendency of most people to speculate or gamble."*)

**Benjamin Graham**

Unmittelbar danach begann er beim Wall Street Broker Newburger, Henderson & Loeb zu arbeiten. Er machte schnell Karriere und stieg 1920 zum Partner auf. 1926 gründete er mit Jerry Newman die Graham-Newman Partnership, eine Investment-Gesellschaft, die – wie Warren Buffett einmal bemerkte – wie ein Hedgefonds operierte und damit diese Investmentform vorwegnahm. 1928 fing Graham an, an der Columbia Business School seine Methodik bei Kapitalanlagen zu unterrichten, was er bis zu seiner Pensionierung 1956 fortsetzte.

Mit dem Crash von 1929 erlebte die Karriere von Graham einen scharfen Einschnitt. Er verlor weitgehend das Privatvermögen, seine Investmentfirma konnte nur knapp überleben. Das zweite Mal in seinem Leben war er mit der Situation konfrontiert, aufgrund von Aktienverlusten die Existenz riskiert zu haben. Das Thema „Sicherheit“ bei der Kapitalanlage wurde für ihn zu einem zentralen Gesichtspunkt und prägte sein weiteres Werk entscheidend.

Ergebnis seiner Erfahrungen und Überlegungen war das bahnbrechende Buch „Security Analysis“, das er 1934 gemeinsam mit dem Finanzprofessor David Dodd veröffentlichte. In diesem Buch wurden erstmals die Methoden der Finanzanalyse systematisch dargestellt, mit denen Wertpapiere in Hinblick auf ihre Chancen und Risiken bewertet werden konnten. Darüber hinaus wurde das Konzept eines Investmentansatzes skizziert, der auf fundamentalanalytischen Methoden beruhte und später als „Value-Investing“ bekannt wurde.

1949 erschien Grahams Buch „The Intelligent Investor“, das später Warren Buffett als das „beste Investmentbuch, das jemals geschrieben wurde“ (*"by far the best book on investing ever written"*) bezeichnete. Hierin stellte er seinen Ansatz des Value-Investing einer breiteren Öffentlichkeit dar. Der Titel enthält aber eine Provokation, denn er impliziert, dass die überwiegende Anzahl der Anleger unintelligent – also dumm – handelt. Denn Investmentintelligenz laut Graham besteht nicht nur in der Kenntnis und Anwendung finanzanalytischer Methoden. Genauso wichtig ist für ihn emotionale Disziplin, die verhindert, dass man sich von Marktschwankungen anstecken und zu prozyklischem Verhalten verleiten lässt. Gerade mangelnde emotionale Disziplin wurde von ihm als Hauptgrund

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

identifiziert, warum ansonsten sehr intelligente Menschen am Finanzmarkt versagen. Klassisches Beispiel für Graham war der geniale Physiker Sir Isaac Newton, der sich 1720 vom Spekulationsfieber um die „South Sea Company“ anstecken ließ und einen Großteil seines Vermögens verzockte.

Nicht zu unterschätzen ist die Rolle von Graham als Wissenschaftler und akademischer Lehrer. Er lieferte wesentliche Beiträge zum Verständnis von Wechselkursschwankungen und Währungssystemen. Auf sein Wirken geht der Ausbildungsgang des „Certified Financial Analyst“ (CFA) zurück. Viele äußerst erfolgreiche Anleger haben bei ihm persönlich studiert, die bekanntesten hiervon sind Warren Buffett und Wall Street-Legende Irving Kahn.

*„Es ist absurd anzunehmen, dass es der Allgemeinheit gelingen kann, auf der Basis von Prognosen über den Aktienmarkt Geld zu verdienen.“* ("It is absurd to think that the general public can ever make money out of market forecasts.")

**Benjamin Graham**

Die für Grahams Anlagephilosophie wesentlichen Ideen lassen sich wie folgt zusammenfassen:

- Es gibt einen grundlegenden Unterschied zwischen Investment und Spekulation. Investment war für Graham der Versuch einer Partizipation an erfolgreichen ökonomischen Vorhaben, Spekulation das Hinterherjagen von kurzfristigen Preistrends an den Kapitalmärkten. Da Letztere sehr stark von kurzfristigen Sentimentschwankungen abhängen und grundsätzlich nicht vorhersagbar sind, kann für Anleger auf die Dauer nur Investment Erfolg versprechend sein.
- Schlüssel zur Erzielung von Investment-Anlageerfolgen ist die Aktie. Grundlegend für dauerhafte Gewinne mit Aktien ist das Verständnis dieser Wertpapiere als unternehmerischen Engagements. Deswegen ist eine Aktie für Graham vor allem als Eigentumsanteil an einem realen Geschäft und weniger als schwankungsanfälliges Wertpapier anzusehen.
- Der heutige Wert einer Aktie ergibt sich aus den zukünftigen Erträgen des realen Geschäfts. Graham war gegenüber Prognosen aber sehr skeptisch, insofern auch gegenüber Vorhersagen zu zukünftigen Erträgen. Insofern versuchte er eine Bestimmung des Wertes, die möglichst unabhängig von Prognosen ist. Deshalb setzte er stattdessen auf die Analyse von Kennzahlen hinsichtlich historischer Gewinnentwicklung, Dividenden, Kapitalstruktur etc.
- Für den eigentlichen Wert einer Aktie hat Graham den Begriff „**Innere Wert**“ (**„Intrinsic Value“**) geprägt. Der Innere Wert ist nicht identisch mit dem Preis, mit dem das Geschäft an der Börse bewertet wird. Dies ist der Börsenkurs, der stark von kurzfristigen Faktoren beeinflusst wird und gravierend vom eigentlichen Wert abweichen kann.
- Der Aktienmarkt war für Graham wie ein Pendel, das zwischen Phasen übertriebenen Optimismus und Phasen exzessiven Pessimismus hin und her schwingt. Ein intelligenter Investor kauft in pessimistischen Phasen und verkauft in optimistischen.
- Ähnlich der „unsichtbaren Hand“ von Adam Smith für Gütermärkte hat Benjamin Graham mit „**Mr. Market**“ eine Kunstfigur geschaffen, um das Handeln an Finanzmärkten in einem Denkmodell darzustellen. Mr. Market ist wie ein Hausierer, der jeden Tag an die Haustür des Anlegers kommt und Aktien zum Kauf oder Verkauf anbietet. Preise und Qualitäten schwanken stark, das Angebot ist von kurzfristigen Notwendigkeiten oder Emotionen getrieben. Mr.



# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Market kommt jeden Tag wieder, und jedes Mal hat er andere Preise, Argumente, Stimmungen. Manchmal hat Mr. Market recht, oft auch nicht. Der Investor soll sich nicht von ihm irritieren lassen, sondern auf die realen Werten der Aktien konzentrieren. Gelegentlich bieten sich Chancen, meistens tut gut man aber gut daran, Mr. Market zu ignorieren.

- Vor negativen Überraschungen ist man nie sicher. Ein Anleger sollte sich deshalb immer bewusst sein, dass seine Einschätzung eines Inneren Wertes zu optimistisch sein kann. Insofern verlangt Graham, dass bei jeder Anlageentscheidung nicht der Innere Wert, sondern dieser Wert abzüglich eines Abschlags zur Berücksichtigung negativer Überraschungen zugrunde gelegt wird. Dieser Abschlag wird auch als „**Sicherheitsmarge**“ („**Margin of Safety**“) bezeichnet.
- Grundlage für den langfristigen Investmenterfolg ist bei Graham, relativ sichere und nachhaltige Erträge am Aktienmarkt zu erzielen sowie bei unerwarteten Schocks starke und dauerhafte Verluste zu vermeiden. Es war ihm daher nicht nur wichtig, stark steigende Titel auszuwählen, sondern auch, potenzielle Verluste mit Aktien zu minimieren. Ein Missverständnis in Bezug auf die Value-Strategie ist, wenn sie auf die Selektion aussichtsreicher Aktien reduziert wird. Value-Aktien waren für Graham auch die sichersten. Insofern ist es logisch, wenn sie sich nur in bestimmten Situationen klar besser entwickeln als ein vom Sentiment getriebener Marktindex. Ein kurz- bis mittelfristiger Vergleich mit einem Index als Erfolgsausweis für Investoren, wie er heutzutage üblich ist, spielte bei Graham keine Rolle und würde von ihm als irreführend abgelehnt. Und tatsächlich zeigt die tägliche Praxis bei vielen Fondsgesellschaften, dass prozyklische Anpassungen an Indexentwicklungen eine Hauptfehlerquelle sind.
- Schwierigster, aber gleichzeitig wichtigster Faktor für eine relativ objektive Einschätzung von Wertpapieren war für Graham die Fähigkeit zur Bildung einer unabhängigen Meinung und die emotionale Selbstkontrolle. Die Bestimmung eines Inneren Wertes sowie die Beschränkung der Wertpapierkäufe auf Titel, die unter Berücksichtigung der Sicherheitsmarge attraktiv erschienen, waren für ihn ein wichtiges Mittel der Selbstdisziplinierung.

Graham hatte auch konkrete Vorschläge für Anlagekriterien gemacht, die ich aber hier nicht weiter ausführen möchte. Denn diese haben sich in der Hinsicht überholt, dass weltweit kaum noch eine Aktie sie gegenwärtig erfüllt. Selbst wenn die Aktienmärkte noch weit vom Ideal effizienter Märkte entfernt sind, so sind sie doch im Vergleich zu Grahams Tagen effizienter geworden.

**„Auch der intelligente Investor benötigt eine ungemeine Willensstärke, um sich nicht durch den Herdentrieb anstecken zu lassen.“** ("Even the intelligent investor is likely to need considerable willpower to keep from following the crowd.")

**Benjamin Graham**

Erfolgreiche Value-Investoren haben dementsprechend ihre konkreten Kriterien immer wieder abgewandelt. Graham selbst hat seine Lehren im Zeitablauf immer wieder aufgrund von aktuellen Entwicklungen und neuen Einsichten angepasst. Er war kein Dogmatiker, dem es um eine reine Lehre ging, sondern um praktikable Investmentmethoden. Gemeinsame und unumstrittene Kernprinzipien bei allen Value-Investoren und über alle Perioden hinweg waren immer 1) die Bestimmung des „Inneren Wertes“ einer Aktie als Basis jeder Anlageentscheidung; sowie 2) die Berücksichtigung einer „Sicherheitsmarge“, um für negative Überraschungen vorzusorgen.

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Graham soll nach 1929 als Anleger wieder sehr erfolgreich gewesen sein, wofür aber leider nur unvollständige Performancezahlen vorliegen. Zumindest von 1936 bis 1956 erzielte die Graham-Newman Partnership 14,7 % p.a. im Vergleich zum US-Gesamtmarkt mit 12,2% p.a. Ein äußerst erfolgreicher direkter Schüler von ihm war – neben den schon erwähnten Irving Kahn und Warren Buffett – Walter Schloss. Ihm gelang das Kunststück, mit seiner Investmentgesellschaft über 4 Jahrzehnte den US-Gesamtmarkt um jährlich über 5% p.a. zu schlagen. Allerdings wurde seine Firma bewusst klein gehalten, sodass ihr Ergebnis nur bedingt mit anderen Fonds oder Trusts zu vergleichen ist.

Weiterhin war Graham unmittelbares Vorbild für eine Reihe von anderen sehr erfolgreichen Investoren, denen es gelang, mit größeren Anlagevermögen über Jahrzehnte hinweg die Aktienmärkte deutlich zu schlagen. Die bekanntesten Beispiele hierfür sind Sir John Templeton, Peter Lynch von Fidelity oder John B. Neff von Vanguard. Er hat auch entscheidend Philip A. Fisher beeinflusst, der vor ca. 60 Jahren den Growth-Ansatz zur Anlage in Wachstumswerten entwickelte.

Dennoch fehlt es in der Ökonomie und der Finanzwelt nach wie vor an der angemessenen Anerkennung Grahams. Dies hängt nicht zuletzt damit zusammen, dass sich in den vergangenen Jahrzehnten die „Modern Portfolio Theory“ und eng damit zusammenhängend die Annahme effizienter Märkte zu dominierenden Dogmen entwickelten. Diese sind zwar viel praxisferner, aber für Professoren und Investment-Banker die weit bequemeren Theoriegebilde.

Denn Graham hatte mit seinen Büchern nicht nur Anlegern einen Erfolg versprechenden Investmentansatz geliefert, er hatte ebenfalls beschrieben, was unintelligent ist. Damit entlarvte er auch die in Wirtschaft und Wissenschaft vorherrschenden Mechanismen des Selbstbetrugs. Den Spiegel vorgehalten zu bekommen, vertragen nur die wenigsten hoch bezahlten Experten, was die nach wie vor mangelnde Popularität von Graham in diesen Kreisen erklären dürfte.

Grahams Value-Ansatz beruht auf praktischen Erfahrungen an chronisch ineffizienten und von Schocks erschütterten Finanzmärkten. Tatsächlich haben insbesondere die Vorkommnisse der zurückliegenden Finanzkrise gezeigt, dass eine Risikokontrolle durch Berücksichtigung einer „Margin of Safety“ für die einzelnen Anleger sehr viel besser funktioniert hätte als mittels der auf die Modern Portfolio Theory zurückgehenden Volatilitätsmaße.

Im Gegensatz zum antizyklischen Value-Investing haben viele auf der Modern Portfolio Theory basierte Modelle prozyklisches Investorenverhalten begünstigt. Zwar hat dabei der fehlerhafte Einsatz von Modell-Annahmen eine große Rolle gespielt. Dennoch muss die Frage erlaubt sein, wie hilfreich eine Theorie ist, die zyklische Phänomene nur schwer erfasst und daher von den meisten Praktikern über Jahre falsch angewendet werden konnte, ohne dass sie es merkten. Am Value-Investing hingegen ist nicht viel misszuverstehen. Gerade weil der Grundgedanke so einfach ist, eignet es sich als Orientierung in komplexen Situationen und insbesondere zur Vermeidung von Spekulationsblasen.

Trotz des insgesamt positiven Resümees von Value-Investing dürfen zwei Eigenschaften nicht verkannt werden, welche die Umsetzbarkeit relativieren:

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

- Value-Investing ist grundsätzlich ein elitärer Ansatz. Voraussetzungen für den Erfolg sind emotionale Disziplin, um sich nicht von Mr. Market irritieren zu lassen; sowie überdurchschnittliche Fähigkeiten als Finanzanalyst, um unter billigen Aktien echte von nur scheinbaren „Value-Titeln“ unterscheiden zu können. Diese Eigenschaften haben nicht viele Investoren. Es funktioniert zudem umso besser, je ineffizienter die Märkte sind und desto weniger Value-Anleger es gibt. Je mehr Investoren Mr. Market hinterherlaufen, umso einfacher ist es, echten Value zu finden. Man kann auch nicht voraussetzen, dass die meisten Anleger ständig dumm bleiben, bzw. Mr. Market immer unrecht hat. Im Umkehrschluss kann deshalb festgestellt werden, dass es für Value-Investing Grenzen gibt. Gute Value-Chancen gibt es nur limitiert und nicht jederzeit. Die erfolgreichsten Value-Investoren wie Walter Schloss oder John B. Neff hatten deshalb ihre Fondsvolumen auf einen kontrollierbaren Umfang beschränkt.
- Value-Investing erfordert viel Geduld. Gerade in der heutigen, von Spekulationsblasen geprägten Zeit, kann es längere Marktphasen geben, in den Value sich signifikant schwächer entwickelt als Marktindizes. Dieses muss man durchhalten können, was in der Praxis modernen Asset Managements mit seinen Zwängen sehr schwer ist. Ein Beispiel hierfür ist Tony Dye, der im März 2000 als Chief Investment Officer des britischen Value Managers Phillips and Drew hinausgeworfen wurde, nachdem er aufgrund nachhinkender Performance die Hälfte seiner Kunden verloren hatte. Im Nachhinein erwiesen sich zwar die Einschätzungen von Dye als genau richtig, er scheiterte an der Ungeduld seiner Vorgesetzten und Kunden.

Abschließend kann festgehalten werden, dass Benjamin Graham mit seinem Werk Bahnbrechendes geleistet hat.

Er hat die Grundlagen geschaffen für eine aussagekräftige Finanzanalyse mittels Kennzahlen, für die Gestaltung von wertschaffenden Investmentprozessen sowie für effektives Risikomanagement bei der Auswahl von Aktien. Selbst wenn im Detail manches an seinen Texten heute etwas antiquiert erscheinen mag, so bleiben seine grundlegenden Aussagen unverändert gültig. Gerade die Vorkommnisse

während der Internetblase oder der Finanzkrise haben die Stärken seines Ansatzes eindrucksvoll unterstrichen und demonstriert, wie aktuell er nach wie vor ist. Weiterhin hat Graham etwas ganz Wesentliches gezeigt, was trotz der vielen Erkenntnisse der Behavioral Finance heutzutage wieder oft vergessen wird: Er hat die für Anlageerfolg entscheidende Rolle psychologischer Faktoren und emotionaler Selbstdisziplin eindrucklich unterstrichen.

Dass weite Teile der akademischen Ökonomie und der Finanzwelt Benjamin Graham nach wie vor die Anerkennung versagen bzw. als unmodern abtun, kann man einerseits getrost als Schande bezeichnen. Andererseits kann man es als Chance sehen: Solange die Ignoranten dominieren, wird auch immer wieder Mr. Market vorbeikommen und hervorragende Aktien zum Schleuderpreis anbieten. Nutzen Sie dann die Gelegenheit und greifen zu!

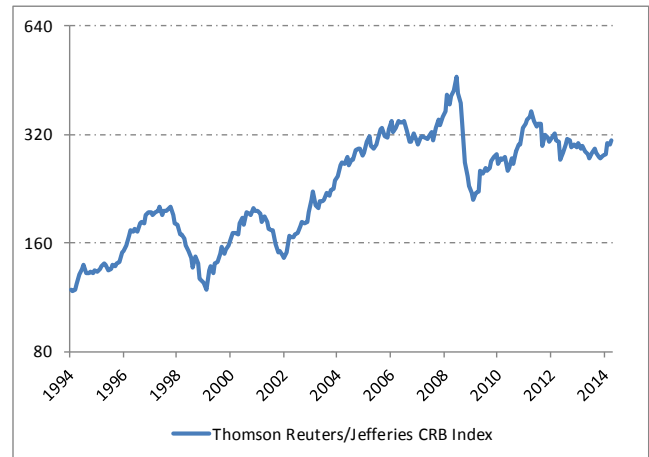
**„Befriedigende Anlageergebnisse zu erzielen ist einfacher als viele Menschen denken. Eine herausragende Performance ist aber schwieriger, als es den Anschein hat.“** ("To achieve satisfactory investment results is easier than most people realize; to achieve superior results is harder than it looks.")

**Benjamin Graham**

## Langfristige Rohstofftrends – Teil 1

Von Karl-Heinz Thielmann

Das Interesse institutioneller Anleger an Rohstoffen ist 2014 wiedererwacht. Eine jüngste Auswertung des Citigroup-Research zu den Flow of Funds an den internationalen Finanzmärkten zeigte, dass Indexfonds für Rohstoffe weltweit in diesem Jahr Zuflüsse von 6 Mrd. US\$ hatten, nachdem noch im vergangenen Jahr insgesamt 50 Mrd. US\$ abgezogen wurden. Dementsprechend zogen auch die wichtigsten Rohstoffpreisindizes an und konnten in den vergangenen Wochen ihre mehrjährigen Abwärtstrends brechen.



Datenquelle: Stooq.com

Ist dies nur ein Strohfeder oder tatsächlich ein Wendepunkt hin zu dauerhaft höheren Rohstoffpreisen? Um diese Frage zu beantworten, sollen in diesem sowie weiteren Beiträgen die langfristigen Trends und Bestimmungsfaktoren an den Märkten für Grundstoffe untersucht werden.

Der Handel mit Rohstoffen – insbesondere derjenige mit Terminkontrakten – gehört zu den ältesten Finanzgeschäften der Welt. Bereits vor 6.000 Jahren sollen die Sumerer Schlachtvieh und Getreide auf Terminbasis gehandelt haben, wie historische Tontafeln belegen. Im 10. Jahrhundert nach Chr. entwickelten sich in Europa die ersten Terminmärkte für Agrarwaren. 1864 wurden am Chicago Board of Trade (CBOT), der heute ältesten Terminbörse der Welt, das erste Mal standardisierte Terminkontrakte („Futures“) auf die gebräuchlichsten Agrarrohstoffe eingeführt.

In den folgenden Jahren blühte der Handel mit Rohstoffen auf und entwickelte sich zu einem riesigen Markt. Dennoch blieb der Kreis der Marktteilnehmer lange Zeit auf drei wesentliche Gruppen beschränkt:

- Rohstoffproduzenten, die Terminmärkte vor allem dazu nutzten, um die Preise für ihre zukünftige Produktion abzusichern;
- Abnehmer in Rohstoffe verarbeitenden Industrien, die ihre Einkaufspreise absicherten;
- spezialisierte Händler, die durch kurzfristige Spekulations- und Arbitragegeschäfte an den Rohstoffmärkten Geld verdienen wollten.

Die Rolle der Spekulation an diesen Märkten wurde generell als positiv angesehen. Da insbesondere das Angebot bei Rohstoffen kurzfristig sehr stark schwanken kann, könnte dies ohne Spekulation zu extremen Preisschwankungen führen. Wenn kurzfristig orientierten Anleger die Gegenpositionen zu den Produzenten einnehmen, dämpft dies die Preisschwankungen. Die Möglichkeit, zukünftige Produktion schon zu jetzigen Preisen zu verkaufen, schafft zudem Planungssicherheit für Investitionen.

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

In den vergangenen zwei Jahrzehnten haben sich die Rohstoffmärkte aber grundlegend gewandelt. Es gab es ein bisher nicht gesehenes Interesse langfristig orientierter Investoren an Rohstoffen, weil diese als neue Anlageklasse entdeckt wurden. Dies war auf folgende Gründe zurückzuführen war:

- Es entstanden eine Reihe von Finanzprodukten, die auch längerfristig orientierten Anlegern Investments in Rohstoffen ermöglichten.
- Die Suche institutioneller Anleger nach verstärkter Diversifikation (Multi Asset Ansatz).
- Die Idee eines Megatrends langfristig steigender Rohstoffpreise.

Insbesondere zwei Arten von Finanzprodukten wurden bedeutsam: Hedgefonds, die ihren Anlegern die Partizipation an Handelsstrategien von Rohstoffspekulanten ermöglichen; sowie Indexfonds, mit denen Investoren ein liquides Finanzinstrument zur Verfügung haben, das Rohstoffpreisentwicklungen widerspiegelt.

Dass Anleger an Handelsstrategien im Rohstoffbereich partizipieren, ist grundsätzlich nichts Neues, sondern war im Rahmen von sog. „Managed Accounts“ möglich, seit es organisierte Termingeschäfte gibt. Allerdings blieb dies lange ein Nischengeschäft für spekulativ veranlagte Privatanleger. Mit dem Aufschwung der Hedgefonds in den 90er Jahren wurde die Kategorie der „Managed Futures“-Fonds geschaffen, die auch den Einsatz institutioneller Gelder bei Handelsstrategien ermöglichten.

Für den Durchbruch der Indexfonds war entscheidend, dass Goldman Sachs 1991 den „Goldman Sachs Commodity Index“ GSCI (er wird heute nach dem Verkauf der Rechte an Standard & Poors als „S&P GSCI“ bezeichnet) entwickelte. Dies war zwar nicht der erste Rohstoffindex, große Bekanntheit hatte damals schon der CRB-Index. Allerdings war der GSCI der erste Index, der sich nur auf in hohen Volumen handelbare Rohstoffkontrakte bezog und damit auch die Grundlage dafür bilden konnte, als Benchmark bzw. Strukturierungshilfe für Investmentfonds zu dienen. In der Folge gab es weitere Rohstoffindizes, die als investierbare Vorlagen für Fonds dienen konnten, wie der Dow Jones AIG Commodity Index, der Thomson Reuters/Jefferies CRB Index und der Rogers Index. Interessanterweise haben sich die verschiedenen Indizes in den letzten Jahren teilweise deutlich auseinanderentwickelt, was auf die sehr unterschiedlichen Gewichtungen der einzelnen Rohstoffe zurückzuführen ist. Insofern kann man nicht sagen, dass es wirklich einen „repräsentativen“ Index für allgemeine Rohstoffpreistrends gibt.

In den 90er Jahren begann ebenfalls die Erfolgsgeschichte von David F. Swensen und dem von ihm entwickelten „Multi-Asset-Ansatz“. Diesen Ansatz hatte er im Stiftungsfonds der amerikanischen Yale-Universität etabliert, bei dem er für die Kapitalanlagen verantwortlich ist. Dabei setzt er auf eine möglichst breite Streuung der Investments über verschiedene Anlageformen über die traditionellen Formen Aktie, Rente und Immobilie hinaus. Zwei seiner Gründe hierfür waren (zur ausführlicheren Darstellung des Multi Asset Ansatzes vgl. Mit ruhiger Hand Nummer 8):

- 1) Die Risikostreuung kann weiter verbessert werden, wenn man sich nicht nur auf Aktien, Renten und Immobilien beschränkt, sondern auch noch in andere Anlageklassen investiert, deren Risiken ökonomisch mit den bisherigen Anlagen nur wenig verknüpft sind. Rohstoffe und da-

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

mit zusammenhängende Arbitragestrategien schienen hierfür ideal, da mathematische Korrelationsanalysen ergeben hatten, dass ihre Kursentwicklungen mit den traditionellen Anlageformen nur wenig Verbindung hatten.

- 2) Die Konzentration auf liquide Investmentklassen in relativ effizienten Märkten wie bei Aktien oder Renten vermindert die Performancechancen, da hier schon viele Informationen im Preis reflektiert sind. Durch die Einbeziehung von Anlageformen wie Direktanlagen in Rohstoffen oder Hedge Fonds, die z. B. an Rohstoffmärkten „Absolute Return“ Strategien verfolgen, könne die Chancen, die sich durch Marktineffizienzen ergeben, besser genutzt werden.

Am meisten war für das gestiegene Interesse an Rohstoffen aber die Idee vom sog. Megatrend Rohstoffe verantwortlich, der zu einem lang anhaltenden Aufschwung bei den Preisen führen sollte. Ausschlaggebend hierfür sollten vor allem zwei Gründe sein:

- 1) Das Wachstum von Bevölkerung und allgemeinem Wohlstand in den Schwellenländern Asiens, Afrikas und Südamerikas steigert die Nachfrage nach Rohstoffen anhaltend.
- 2) Dem gegenüber stehen limitierte Ressourcen, deren Verknappung die Rohstoffpreise nach oben treibt.

## **Doch waren die Gründe für das große Anlegerinteresse an Rohstoffen berechtigt?**

Ein fundamentaler Unterschied zwischen Rohstoffen und Anlagen wie Aktien, Renten oder Immobilien ist, dass sie sich mit den üblichen Bewertungsansätzen nicht einschätzen lassen.

Der Wert einer Finanzanlage resultiert normalerweise aus dem abgezinsten Wert der zukünftigen Zahlungsströme. Bei Aktien, Renten oder Immobilien kann man sich von diesen Zahlungsströmen eine mehr oder weniger genaue Vorstellung machen, weil diese entweder aus einem Schuldverhältnis (kann der Schuldner sein Geld zurückzahlen?) oder aus einer unternehmerischen Aktivität (Produktion oder Dienstleistung bzw. Vermietung) resultieren.

Bei Rohstoffen ergibt sich ihr Wert aus der Knappheit und diese wiederum aus dem Preis, der Angebot und Nachfrage ins Angebot bringt. Aktien, Renten und Immobilien gewinnen dauerhaft an Wert, wenn ihre Erträge kapitalisiert werden. Damit Rohstoffe dauerhaft an Wert gewinnen, müssen sie sich permanent verknappen, was aber auf freien Märkten extrem unwahrscheinlich ist. Denn mit steigenden Preisen kommt es normalerweise zu Substitutionsprozessen bzw. zu Investitionen in Produktionsverbesserungen, die wiederum eine Gegenbewegung auslösen. Dieses Argument spricht gegen einen Megatrend, sondern mehr für ein zyklisches Verhalten der Rohstoffpreise.

Im Unterschied zu anderen ökonomischen Zyklen dauern diejenigen von Energierohstoffen und Metallen aber aufgrund einer Besonderheit viel länger: Durch die sehr lange Dauer von Fördervorhaben mit Vorlaufzeiten von 5-10 Jahren und jahrzehntelanger Abbauzeit kann sich das Angebot nur sehr schwerfällig an Nachfrageänderungen anpassen. Schneller geht die Anpassung bei Agrarrohstoffen, aber auch hier kann es durch die Begrenztheit von Anbauflächen lange Verzögerungen geben.

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Die ausgesprochene Zyklik wird durch die historische Entwicklung der Rohstoffpreise bestätigt. Professor José Antonio Ocampo von der Columbia University hat Rohstoffpreise seit 1865 ausgewertet und mehrere Zyklen einer Dauer von ca. 30-40 Jahren identifiziert. Die jüngste Aufwärtsbewegung erscheint bei ihm nur als eine Bewegung innerhalb eines langfristigen, zyklisch verlaufenden Verlaufsmusters für Rohstoffpreise. Aufgrund der langen Dauer erscheint allerdings die Bezeichnung „Superzyklus“ für eine Rohstoffpreisamplitude durchaus angemessen.

Ein weiteres Ergebnis von Professor Ocampo war, dass über die verschiedenen Rohstoffzyklen hinweg die wichtigsten Rohstoffe langfristig real – also inflationsbereinigt – an Wert verloren haben. In den Abschwüngen büßten sie jeweils mehr ein, als sie vorher gewonnen hatten. Einzige Ausnahme war das Erdöl, das über die verschiedenen Zyklen an Wert gewann. Seit dem Höchststand 1917 bis heute wird der reale Wertverlust mit Rohstoffen mit durchschnittlich ca. 50% bemessen, wobei Agrarrohstoffe einen weitaus stärkeren Verfall zeigten als Metalle.

Die Idee, Rohstoffe im Rahmen einer vergrößerten Risikostreuung Portfolios beizumischen, erscheint nicht nur aufgrund der geringen realen Renditen fragwürdig. Eine Studie der amerikanischen Investmentgesellschaft SummerHaven Investment Management aus dem Jahr 2012 zeigte für Rohstoffe und US-Aktien, dass die Korrelationskoeffizienten in den letzten 50 Jahren in verschiedenen Zeiträumen zwischen -0,68 und 0,91 geschwankt haben. Phasen, in denen die Kursentwicklungen zusammenhängen, gegenläufig oder unabhängig waren, wechselten sich ab. Damit lässt sich schlussfolgern, dass die Beimischung von Rohstoffen in ein Portfolio nur aus Gründen der Risikostreuung ziemlich naiv ist. Denn nur manchmal verbessern Rohstoffe die Risikodiversifikation, manchmal können die diese auch verschlechtern. Die Korrelation zwischen den großen Anlageklassen Aktien, Renten oder Rohstoffen hängen vor allem von ökonomischen oder strukturellen Umständen ab, die sich jedoch ändern können. Ohne gründliche Analyse der fundamentalen Bestimmungsgründe von Korrelationen scheint der Rückgriff nicht gerechtfertigt. Dennoch ist dies nach wie vor vielfach gängige Praxis.

Laut der Financial Times interpretieren derzeit Rohstoffanalysten die wieder gesunkenen Korrelationen als „Normalisierung“ und somit als Argument für eine wieder funktionierende Diversifikation. Diese Einschätzungen haben abscheinend entscheidend zur letzten Kaufwelle bei Rohstoffen beigetragen. Dies ist insofern kurios, weil langfristige Daten zeigen, dass es eigentlich keine Normalität bzw. Stabilität in Hinblick auf die Korrelationen von Rohstoffen mit anderen Anlagegütern gibt.

Weitaus besser als die Risikostreuung mittels Direktanlage in Rohstoffen hat die Diversifikation in Hedgefonds mit Handelsstrategien funktioniert. Die Kursverläufe dieser Strategiefonds sind tatsächlich relativ unabhängig von denen anderer Finanzinstrumente. Allerdings gibt es auch hier einen Haken: Seit einigen Jahren – genauer seit der Finanzkrise 2008 – ist die absolute Performance dieser Fonds enttäuschend. Seit Jahrzehnten erfolgreiche Handelsstrategien funktionieren nicht mehr, statt Gewinnen gibt es nun Verluste. Die Volumen dieser Fonds haben im letzten Jahrzehnt inflationär zugenommen, sodass sie in ihrer Gesamtheit schlicht und einfach zu groß geworden sind für die Rohstoffmärkte. Zudem gibt es für eine Ausnutzung von Marktineffizienzen mittels Handelsstrategien

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

immer nur gewisse Zeitfenster, die sich aufgrund der gestiegenen Informationstransparenz anscheinend immer schneller schließen.

## Wie sind die weiteren Perspektiven für Rohstoffpreise?

Grundsätzlich erscheint es sehr fragwürdig, Rohstoffe als Einheit anzusehen. Zu unterschiedlich sind die Produktionsbedingungen und die Bestimmungsgründe der Nachfrage in den einzelnen Segmenten. Insofern ist es auch nicht verwunderlich, dass sich einzelne Rohstoffpreise in den vergangenen Jahren völlig unterschiedlich entwickelt haben. Deshalb sollte man sie aber nach ihren Verwendungsformen in vier Gruppen aufteilen, die unterschiedliche Marktstrukturen haben:

- Energierohstoffe wie Erdöl, Kohle und Erdgas;
- Agrarrohstoffe wie Baumwolle, Weizen, Kaffee oder Fleisch
- Industriemetalle wie Kupfer, Eisenerz oder Nickel
- Edelmetalle wie Gold und Silber

In diesem Beitrag sowie in Folgeartikeln werden daher die langfristigen Preistrends bei den wichtigsten Rohstoffen innerhalb ihrer Gruppen sowohl nominal wie auch in inflationsbereinigter Betrachtungsweise analysiert.

## Energierohstoffe

Die Ausgaben für Energie betragen in den entwickelten Volkswirtschaften ca. 5-10% des Bruttonationalprodukts; in Entwicklungs- und Schwellenländern können sie abhängig von dem Industrialisierungsbemühungen deutlich höher liegen. Die Nachfrage nach Energie ist relativ stabil und lässt sich daher gut prognostizieren, da sie im Wesentlichen von drei Faktoren abhängig ist: dem Bevölkerungswachstum; dem Wirtschaftswachstum sowie technischem Fortschritt bei der Energieeffizienz.

Ca. 80% der weltweiten Energienachfrage wird durch fossile Brennstoffe wie Erdöl, Erdgas und Kohle gedeckt. Hieran wird sich auf absehbare Zeit nichts ändern, selbst wenn einige Industrieländer wie Deutschland bei der Stromerzeugung verstärkt auf den Ausbau alternativer Energien setzen.

Bei Energierohstoffen gibt es massive politische Interventionen sowohl auf der Angebots- wie auch auf der Nachfrageseite. Das Angebot des Erdöls wird maßgeblich durch das Kartell OPEC bestimmt, was Ausstrahlungen auf die Märkte für die anderen Energierohstoffe hat. Auf der Nachfrageseite werden Höhe und Struktur des Verbrauches in hohem Maße durch politische Entscheidungen bestimmt, die in der Energiepolitik der großen Industrienationen und Schwellenländer ihren Ausdruck findet.

Relativ angespannt ist die Reservesituation beim Erdöl. Die derzeitige Produktion stammt im Wesentlichen aus Ölquellen, die vor 30 bis 40 Jahre erschlossen wurden und die ihren Höhepunkt erreicht haben. Ohne neue technische Verfahren, wie z. B. bei der Ölsandgewinnung, oder die Erschließung von Vorkommen unter sehr schwierigen Bedingungen, beispielsweise in der Tiefsee oder in der Arktis, ist eine signifikante Verknappung absehbar. Im Gegensatz dazu würde die Kohle beim



# Mit ruhiger Hand

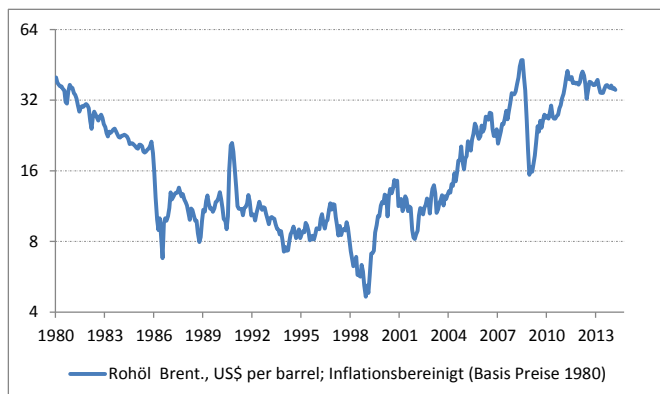
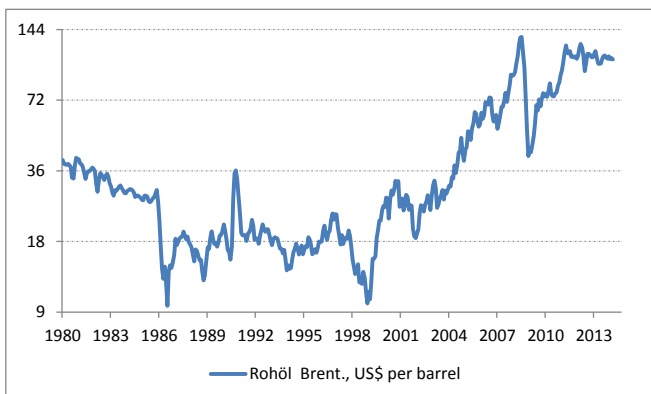
Informationen für die langfristige Kapitalanlage

derzeitigen Verbrauchsniveau noch mindestens 110 Jahre reichen. Bei Erdgas gibt es sehr unterschiedliche Schätzungen über die zur Verfügung stehenden Ressourcen von weiteren 60-250 Jahren, je nachdem, wie die Erschließungsmöglichkeiten mit Fracking bewertet werden.

## Erdöl

Erdöl wird an den Rohstoffmärkten in verschiedenen Qualitäten gehandelt, am bekanntesten sind Brent und WTI (West Texas Intermediate). Bis vor wenigen Jahren entwickelten sich die Preise für die beiden wichtigsten Ölsorten sehr ähnlich, inzwischen notiert WTI-Öl aber meist mit einem deutlichen Abschlag. Dies dürfte vor allem damit zusammenhängen, dass das US-amerikanische WTI-Öl relativ stark durch Substitutionskonkurrenz von mit Fracking gefördertem Erdgas betroffen ist.

Mit einem Anteil von ca. 1/3 am globalen Energieverbrauch ist Erdöl nach wie vor der beliebteste Energieträger, was nicht zuletzt mit der Vielseitigkeit des Rohstoffs zusammenhängt. Die Entwicklung des Erdölpreises ist überwiegend durch relativ stabile Perioden gekennzeichnet, die aber durch Phasen starker Kursausschläge unterbrochen wurden. Hierin wird deutlich, dass es sich beim Ölpreis einerseits um einen stark durch die OPEC manipulierten Preis handelt, es andererseits dieser Organisation aber auch nicht immer gelingt, ihn maßgeblich zu beeinflussen.



Am Ende der 90er Jahre kam es zu einer starken Aufwärtsbewegung, die nicht zuletzt auf die steigende Öl-Nachfrage in expandierenden Schwellenländern zurückzuführen ist. Gerade in den vergangenen drei Jahren verlief der Ölpreis (Brent) jedoch ungewöhnlich stabil in einer Trading-Range zwischen 100 US\$ und 120 US\$ und konnte sich den Kursschwankungen an den übrigen Rohstoffmärkten weitgehend entziehen.

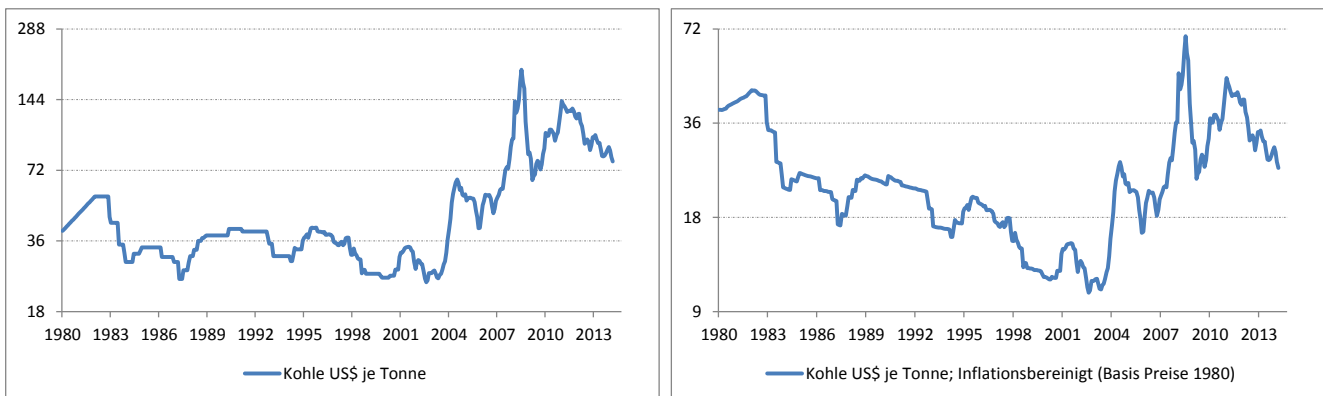
Die Vermutung liegt nahe, dass diese Phase niedriger Volatilität die Vorstufe zu einer stärkeren Kursbewegung in die eine oder andere Richtung sein könnte. Fallende Preise bei anderen Energierohstoffen sowie die energiepolitischen Bemühungen der USA, das Land von Öl-Importen unabhängig zu machen, sprechen tendenziell für stark fallende Preise. Möglich ist aber auch, dass verschärfte politische Spannungen mit Exportländern wie Russland oder dem Iran Erdöl verknappen und einen Preissprung auslösen. Auch kann die angespannte Reservensituation bei gleichzeitigem „Must have“-Charakter des Erdöls in Bezug auf viele chemische Produkte zu einer preissteigernden Verknappung führen. Beim Ölpreis ist deshalb alles möglich, jede Prognose wäre sehr spekulativ.

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

## Kohle

Bei der Kohle handelt es sich um den klassischen Energierohstoff. Ihre Nutzung hat die Industrialisierung im 18. und 19. Jahrhundert erst ermöglicht. Obwohl im vergangenen Jahrhundert die Kohle durch Erdöl als wichtigstem Energieträger abgelöst wurde, ist ihre Bedeutung hoch geblieben und den vergangenen Jahren durch die Nachfrage der Schwellenländer sogar gestiegen.



Dies ist insofern verwunderlich, weil Kohle im Vergleich mit anderen Energieträgern mit Abstand die negativsten Auswirkungen auf die Umwelt hat. Ob es sich um Landschaftszerstörung beim Abbau oder die Emission von Giftstoffen bzw. klimaschädlichen Gasen beim Verbrennen handelt, Kohle kommt in jeder Umweltbilanz schlecht weg. Eine weitgehende Abgasreinigung ist zwar technisch möglich, wird aufgrund der hohen Kosten aber zumeist unterlassen.

Die Kohle hat eine hohe Flexibilität aufgrund einer relativ guten Transportfähigkeit, was ihr insbesondere im Vergleich zum Erdgas erhebliche Vorteile bringt. Die anhaltende Beliebtheit der Kohle hängt auch damit zusammen, dass sich Angebot und Nachfrage vergleichsweise unbeeinflusst von politischen Manipulationen entwickeln können. Allerdings wird der Preis indirekt politisch beeinflusst. So wird Kohle in den USA derzeit durch billiges Erdgas verdrängt, weswegen US-amerikanische Anbieter ihre Produktion zunehmend auf dem Weltmarkt verkaufen.

Im vergangenen Jahrzehnt haben die Kohleförderer zudem ihre Produktionskapazitäten stark ausgeweitet, um ein starkes Nachfragewachstum in den Schwellenländern bedienen zu können. Inzwischen gibt es jedoch erhebliche Überkapazitäten, was zu einem anhaltenden Preisverfall geführt hat.

Gegenwärtig ist jedoch noch nicht erkennbar, dass dies zu Zechenstilllegungen bzw. größeren Produktionskürzungen führt. Somit ist zu erwarten, dass ein Überangebot an Kohle weiter bestehen bleibt und auf die Preise drückt.

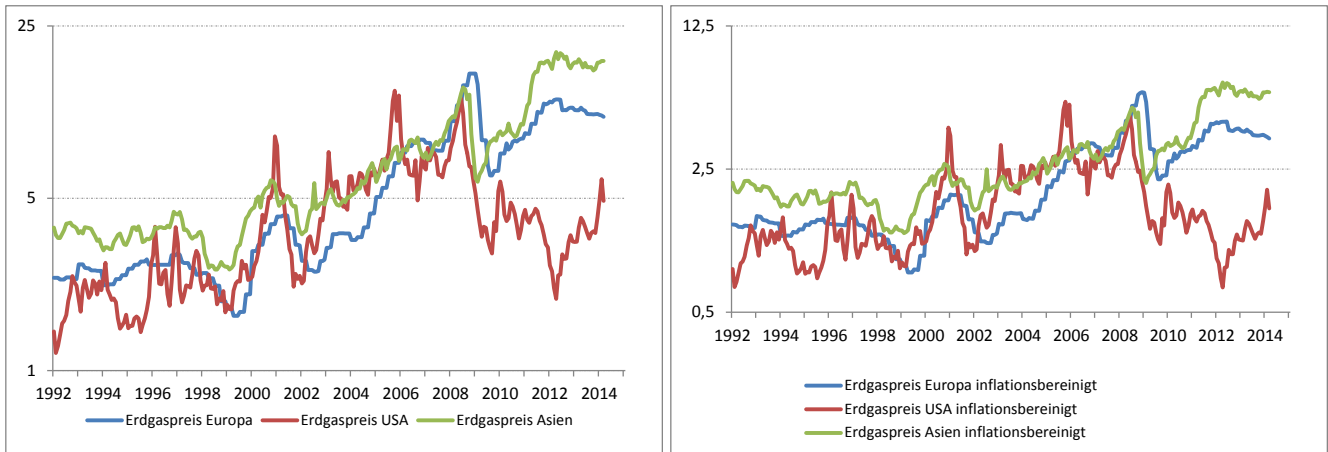
## Erdgas

Erdgas hat aufgrund der niedrigen Emissionen und einer hohen Effizienz bei der Stromproduktion erhebliche Vorteile gegenüber den anderen Energieträgern. Weiterhin wurden in den letzten Jahren die Produktionskosten durch Einsatz neuer Technologien wie einem verbesserten Fracking deutlich

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

gesenkt. Demgegenüber steht ein deutlicher Nachteil: Erdgas ist nur sehr schlecht transportfähig. Um es von den Fördergebieten zu den Verbrauchern zu bringen, ist eine aufwendige Infrastruktur notwendig. Für den Landtransport ist ein anspruchsvolles Pipelinenetzwerk erforderlich. Der Seetransport ist nur mit Spezialtankern nach vorheriger Verflüssigung des Gases möglich.



Diese schlechte Transportfähigkeit hat dazu geführt, dass sich die globalen Erdgasmärkte in den vergangenen Jahren sehr unterschiedlich entwickelt haben:

- Die USA treiben derzeit aggressiv die Förderung mittels Fracking voran. Abgesehen von kurzfristigen Preissteigerungen aufgrund von Verknappungen wegen harter Winter – wie in diesem Jahr – bewegt sich der Erdgaspreis hier mittelfristig tendenziell nach unten. Allerdings strebt die US-Regierung an, in wenigen Jahren Gas exportieren zu können und investiert massiv in die nötige Infrastruktur. Eine Umleitung des Überangebots auf den Weltmarkt könnte dann längerfristig wieder für stabile oder sogar höhere Preise als heute sorgen.
- In Europa wird der Preis durch langfristige Verträge mit Hauptlieferanten Russland bestimmt und liegt deswegen deutlich höher als in den USA. Inzwischen erweisen sich hohe Gaspreise jedoch mehr und mehr als negativer Standortfaktor. Zudem hat die Ukraine-Krise die Abhängigkeit von Russland infrage gestellt. Kurzfristig wird sich hieran nichts ändern, allerdings dürfte längerfristig nach preisgünstigen Alternativen gesucht werden. Dies könnten Importe aus den USA bzw. aus andern Ländern sein, die auf Fracking setzen; oder der Einsatz von Fracking wird in Europa trotz der derzeit noch vorhandenen Widerstände durchgesetzt.
- In Asien gab es nach der Atomkatastrophe von Fukushima einen Nachfrageschub nach Erdgas, der vorübergehend zu sehr hohen Preisen geführt hat. Inzwischen investiert gerade Australien sehr viel in den Aufbau neuer Produktions- und Transport-Kapazitäten, sodass sich in einigen Jahren der Preis wieder deutlich ermäßigen dürfte.

Insgesamt sollten sich die Gaspreise weltweit wieder angleichen, wobei sich dieser Prozess angesichts der notwendigen Infrastrukturinvestitionen erst in einigen Jahren effektiv bemerkbar machen wird. In Asien und Europa werden die Gaspreise dann langfristig wieder sinken. Wie sie sich die Preise in den USA auf Dauer weiterentwickeln, wird hingegen auf geraume Zeit unklar bleiben.

# 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](mailto: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](http://www.Mit-ruhiger-Hand.de) anmelden.

## Anhang:

a) Unser System der Unternehmensanalyse:

1. Mit der **qualitativen Analyse** werden Erfolgsfaktoren identifiziert, durch die Unternehmen eine anhaltende Fähigkeit zur Generierung von freiem Cashflow bzw. Überschusskapital haben: Weil sie a) aufgrund von dauerhaften Wettbewerbsvorteilen über eine überdurchschnittliche Marktposition verfügen; b) ein am langfristigen Unternehmenserfolg ausgerichtetes Management haben; c) den Erfolg nicht auf Kosten der Mitarbeiter oder der Umwelt erzielen (Corporate Governance; Nachhaltigkeit) bzw. d) von globalen Megatrends profitieren.
2. **Finanzstatusanalyse:** Bilanz, Gewinn-und-Verlust-Rechnung sowie Cashflow Rechnungen aus den aktuellsten Geschäftsberichte werden mit Bilanzkennzahlen ausgewertet.
3. Die **Bewertungsanalyse** wird auf der Basis eigener Prognosen mittels allgemein anerkannter und weitverbreiteter Methoden der fundamentalen Analyse wie dem DCF-Modell; der Kennzahlenanalyse (insbesondere Kurs-Gewinn-Verhältnis; Dividendenrendite; Kurs-Buchwert; Unternehmenswert zu Umsatz) sowie von Peergroup-Vergleichen durchgeführt.
4. Bei der technischen Analyse untersuchen wir langfristige Trendverläufe sowohl in der absoluten Kursentwicklung wie auch in der relativen Kursentwicklung zu einem Vergleichsindex. Sofern nicht anders bezeichnet, ist für europäische Aktien dieser Vergleichsindex der STOXX® Europe 600 Preisindex; für außereuropäische Aktien der STOXX® Global 1800 Preisindex.
5. Darüber hinaus erfassen wir auch die **Risikofaktoren**, die einem langfristigen Anlageerfolg entgegenstehen. Dabei werden folgende Risiken einzeln bewertet:  
Ausfallrisiko (Renten: das angelegte Geld wird nicht oder nur unvollständig zurückgezahlt; Aktien: Aufgrund von unternehmerischem Misserfolg kommt es zur dauerhaften Wertminderung der Anlage). Die Kriterien für das Ausfallrisiko sind: bei Unternehmen Bonität, Verschuldung (bilanziell und außerbilanziell), freier Cashflow, Produktvielfalt, Marktzutritt-Schranken, etc.; bei Ländern Budgetdefizite, Schattenhaushalte, Leistungsbilanzsalden, Währungssystem, Stabilität.  
Kursrisiko (eine Kapitalanlage kann aufgrund von Kursschwankungen nur zu einem ungünstigen Kurs verkauft werden). Kriterien für das Kursrisiko sind Volatilitätskennzahlen wie die Standardabweichung oder  $\beta$ , etc.

# 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.

Spezielle Quellen für diese Ausgabe:

Der Begriff „Blind Capital“ geht auf das Essay „Edward Gibbon“ von Walter Bagehot zurück und wurde das erste Mal in der „National Review“, January, 1856 veröffentlicht. Zum Thema Finanzbildung: Daniel Fernandes; John G. Lynch Jr.; Richard G. Netemeyer: Financial Literacy, Financial Education, and Downstream Financial Behaviors. Vorgesehen zur Veröffentlichung bei: Management Science. Dieser Beitrag wurde am 6. Januar bereits im Internet veröffentlicht unter:

[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2333898](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2333898) (zuletzt gesehen am 2.5.2014)

Center for Applied Science: The Influential Investor, November 2012 (zuletzt gesehen am 2.5.2014)

(<http://statestreet.com/centerforappliedresearch/doc/the-influential-investor.pdf>)

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Die Zitate von Benjamin Graham wurden folgender Website entnommen:

<http://www.investopedia.com/university/greatest/benjaminraham.asp> (zuletzt gesehen am 2.5.2014)

Zum Leben und Werk von Benjamin Graham vgl.: Joe Carlen: "The Einstein of Money: The Life and Timeless Financial Wisdom of Benjamin Graham"; Prometheus Books (2012); Benjamin Graham, David Dodd: "Security Analysis"; Sixth Edition; Mcgraw-Hill Publ.Comp.; 6th ed. Foreword by Warren E. Buffett. (2008); Benjamin Graham: "The Intelligent Investor"; Revised Edition; HarperBusiness; (2006). Zur Graham-Newman Partnership vgl.: <http://www.bloombergtview.com/articles/2012-04-24/what-was-the-very-first-hedge-fund-ask-warren-buffett> (zuletzt gesehen am 2.5.2014). Zur Geschichte von Tony Dye vgl.: <http://www.telegraph.co.uk/news/obituaries/1581634/Tony-Dye.html> (zuletzt gesehen am 2.5.2014). Zum Thema Fondspersformance vgl. <http://www.dasinvestment.com/investments/fonds/news/datum/2014/03/24/koennen-ratings-die-zukunft-vorhersagen/> (zuletzt gesehen am 2.5.2014). Zur Kritik von Harry Markowitz zur praktischen Anwendung der Modern Portfolio Theory vgl. Debra Baker, Harry Markowitz: „New Frontiers Of Risk: Revisiting The 360° Manager“, Februar 2014 <http://www.bnymellon.com/foresight/risk/frontiers-of-risk-baker-markowitz.html> (zuletzt gesehen am 2.5.2014).

Die Angaben zu den Flow of Funds bei Rohstoffen sowie die Bezüge zu Zitaten von Rohstoffanalysten sind dem Artikel von Neil Hume „Commodity price revival draws back investors“ aus der Financial Times vom 30.4.2014, S.28 entnommen. Die Angaben zu Rohstoffpreisen stammen – sofern nicht anders gekennzeichnet – vom IWF. Die Inflationsbereinigung erfolgte auf der Basis von Daten des U.S. Department Of Labor; Bureau of Labor Statistics (<http://www.bls.gov/>); Weitere Quellen: Geetesh Bhardwaj and Adam Dunsby (SummerHaven Investment Management): „The Business Cycle and the Correlation between Stocks and Commodities“ ([http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2005788](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2005788)). 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>.

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 20.

3) Das Datum der ersten Veröffentlichung unserer Analysen ist – sofern nicht anders gekennzeichnet – der auf der ersten Seite angegebene Erscheinungstag von „Mit ruhiger Hand“; für diese Ausgabe also der 5.5.2014.

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.

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

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.