

Mit ruhiger Hand

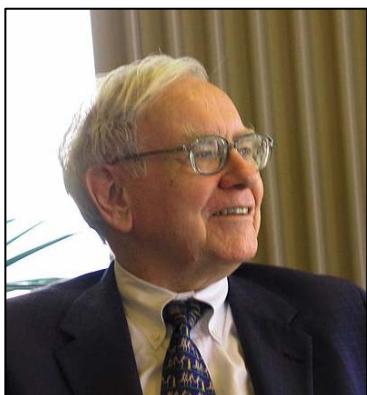
Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Wie investiert Warren Buffet wirklich?

Von Karl-Heinz Thielmann

Warren Buffet ist der berühmteste Investor der Welt. Wenn man seinen Namen bei Google eingibt, erhält man derzeit ca. 50.000.000 Ergebnisse, mehr als bei jedem anderen Finanzmanager. Und im Gegensatz zu vielen anderen Branchengrößen ist er in der Öffentlichkeit nicht nur bekannt, sondern auch beliebt und respektiert.

Hierzu hat nicht nur sein sein Investmenterfolg beigetragen, der an der Wertentwicklung der börsennotierten Investmentgesellschaft Berkshire Hathaway abzulesen ist. Seit Übernahme der Geschäftsführung durch Buffet und seinen Partner Charlie Munger vor 47 Jahren ist bis Ende 2011 der Buchwert einer Aktie mit einer jährlichen Rate von durchschnittlich 19,8% gewachsen.



Im Gegensatz zu anderen erfolgreichen Investoren ist Warren Buffet alles andere als öffentlichkeits scheu. Er kommentiert in den Medien nicht nur seine Anlageergebnisse, sondern auch regelmäßig politische Themen und das Geschehen an den Kapitalmärkten. Dabei lässt er sich weniger von seinen persönlichen materiellen Interessen als dem gesunden Menschenverstand leiten. Politisch gesehen ist er überzeugter Marktwirtschaftler, der sich aber um Dinge wie soziale Gerechtigkeit sorgt und deshalb öffentlich für ein ausgewogenes Steuersystem eintritt. Auch wenn er sich selbst persönlich nicht in besonderem Maße sozial engagiert, so hat er doch einen Großteil des Vermögens gespendet bzw. als Spende zugesagt. Mit Microsoft-Gründer Bill Gates hat er die Initiative „The Giving Pledge“ gegründet, in der er andere Wohlhabende auffordert, dies Gleiche zu tun. Zudem pflegt er nicht den extravaganten Lebensstil vieler Superreicher. Er grenzt sich nicht von einfachen Menschen ab und verschwendet kein Geld mit überflüssigem Luxus. Er lebt in einem normalen Stadtviertel in einem 1958 erworbenen Haus und fährt jeden morgen früh mit seinem Wagen zur Arbeit, wie die meisten Arbeitnehmer auch.

Darüber hinaus schafft er bei seinen öffentlichen Äußerungen immer wieder, griffige Formulierungen für schwierige Sachverhalte zu finden, die anderen Menschen auch als Verhaltensregeln dienen können: Beispiel hierfür wären Aussagen wie: „Regel Nummer eins: Verliere dein Geld nicht. Regel Nummer zwei: Vergiss Regel Nummer eins nicht.“ (“Rule one – never lose money. Rule two – never forget rule one.”) Oder: „Sei ängstlich, wenn die anderen gierig sind. Sei gierig, wenn die anderen ängstlich sind.“ (“Be fearful when others are greedy. Be greedy when others are fearful.”) Diese Äußerungen haben ihm inzwischen den Ruf als das „Orakel von Omaha“ eingebracht, weil sie wie beim antiken Orakel von Delphi einerseits wie erhellende Weisheiten wirken, andererseits auf konkrete Sachverhalte bezogen oft auch mehrdeutig interpretiert werden können.

Die Hauptversammlungen seiner Investmentgesellschaft Berkshire Hathaway werden inzwischen als das „Woodstock des Kapitalismus“ bezeichnet. Zehntausende Menschen aus der ganzen Welt strömen nach Omaha, Nebraska, und erhoffen sich von Buffet und seinem engsten Mitarbeiter Charlie Munger neue Erkenntnisse nicht nur für ihre Kapitalanlage, sondern inzwischen auch für ihre gesamte Lebensplanung. Dass sich Buffet wie ein wahres Orakel dabei nur selten wirklich konkret äußert, seinen Auslegern nie widerspricht,

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

egal wie stark sie seine Aussagen verdrehen, und seine Investments meist nur in relativ allgemeiner Art kommentiert, scheinen dem Erfolg keinen Abbruch getan zu haben.

Die offene Art und Weise, mit Öffentlichkeit umzugehen, haben Warren Buffet zum beliebten Thema für Finanzjournalisten aller Art werden lassen. Unzählige Bücher über seine Investmentmethoden sind verfasst worden. Mehrere Börsenbriefe beschäftigen sich vorwiegend mit den Transaktionen von Warren Buffet. Viele Fondsmanager berufen sich auf seinen Investmentansatz.

Wenn man jedoch die unzähligen Veröffentlichungen zu Warren Buffet sichtet und vergleicht, stellt man fest, dass vieles, was er äußerte und über ihn geschrieben wurde, nicht zusammenpasst oder sogar widersprüchlich ist. Dies mag damit zusammenhängen, dass sein tatsächliches Handeln oft differenzierter ist, als es seine Äußerungen vermuten lassen. Vielfach drängt sich aber auch der Eindruck auf, dass die Äußerungen Warren Buffets von Anderen instrumentalisiert werden, die ihren eigenen Ideen, Anschauungen und Investmentmethoden zu mehr Popularität verhelfen wollen, indem sie diese in einen Zusammenhang mit Buffet bringen.

Im Folgenden soll versucht werden, etwas Ordnung in das verwirrende Bild zu bringen, das von Warren Buffet in der Öffentlichkeit besteht. Hierzu sollen zunächst einige der populären Ansichten, die durch verschiedene Massenmedien verbreitet wurden und die man schon als Vorurteile bezeichnen kann, näher untersucht werden:

Vorurteil 1: Buffet ist ein Fondsmanager

Fondsmanager investieren das Geld fremder Menschen, wobei sie in der Regel präzise beschriebenen Anlagezielen und –vorschriften folgen müssen. Sie müssen ständig damit rechnen, dass Anleger ihnen das Geld kurzfristig wieder wegnehmen oder ihnen neues Kapital zur Verfügung stellen. Buffet hingegen unterliegt (abgesehen von regulatorischen Vorschriften für die Kapitalanlage der Versicherungsbeteiligungen) keinerlei Regeln und ist bei seinen Anlageentscheidungen völlig frei darin, dass zu tun, was er persönlich für richtig hält. Er muss sich nicht wie normale Fondsmanager an einen Investmentprozess oder ein vordefiniertes Anlageuniversum halten, die ihm vorschreiben, wie er was anlegen darf. Darüber hinaus ist das Kapital in Berkshire Hathaway langfristig gebunden. Daher braucht er in seiner Planung keine potenziellen Liquiditätszuflüsse oder –entnahmen nervöser Anleger mit berücksichtigen. In seinen Geschäftsberichten hat Buffet wiederholt bemerkt, dass für ihn Kurs- und Liquiditätsrisiko relativ irrelevant sind und er sich bei seinen Anlagen nur für das Ausfall- und das Inflationsrisiko interessiert. Diesen Luxus können sich normale Fondsmanager leider nicht leisten.

Auch Benchmarks, also Vergleichsindizes, als Maßstab für die Erfolgsmessung haben für Buffet nur auf längere Sicht Bedeutung. Er vergleicht sich öffentlich immer wieder mit dem S&P 500 als relativ repräsentativem US-amerikanischen Aktienindex und äußert die Erwartung, längerfristig besser zu sein als dieser Index. Gleichzeitig stellte er in seinem Aktionärsbrief für 2011 fest, dass seine Performance im Fall eines starken Börsenaufschwungs zunächst zurückfallen würde. Dies wäre aber für ihn kein Grund, etwas an der Anlagestrategie zu ändern.

Fondsmanager hingegen können sich einen solchen Gleichmut kaum leisten. Sie werden vor allem kurz- und mittelfristig an ihrer Benchmark gemessen. Eine unterdurchschnittliche Performance kann schnell zum Verlust von Kundengeldern führen. In schwierigen Zeiten mit unberechenbaren Marktbewegungen „neutralisieren“

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

deshalb viele Fondsmanager ihre Positionen und gleichen sie der Benchmark an, selbst wenn sie wissen, dass dies fundamental gesehen falsch ist und sie ihre längerfristigen Chancen begrenzen.

Warren Buffet hingegen agiert nicht wie ein Fondsmanager, sondern eher wie ein Unternehmer, der sich nicht von kurzfristigen Marktbewegungen irritieren lässt. Dies drückt sich auch in einem Zitat aus, mit dem er im Investorenbrief für 2011 seine Einstellung gegenüber den größten Positionen bei börsennotierten Aktien (13.0% von American Express, 8.8% von Coca-Cola, 5.5% von IBM und 7.6% von Wells Fargo) beschreibt: „Wir sehen diese Beteiligungen als partnerschaftliche Anteile an wunderbaren Unternehmen an, nicht als marktgängige Wertpapiere, die auf der Basis ihrer kurzfristigen Aussichten erworben oder verkauft werden.“ (“We view these holdings as partnership interests in wonderful businesses, not as marketable securities to be bought or sold based on their near-term prospects.”)

Vorurteil 2: Buffet ist primär ein Aktien-Investor

Fast die gesamte Literatur zu Warren Buffet befasst sich mit der Frage, warum er welche Aktien gekauft hat. Dabei machten börsennotierte Aktien zum Ende des ersten Halbjahres 2012 gerade einmal 20,7% der Bilanzsumme von Berkshire Hathaway aus. 20,8% der Bilanzsumme bestanden aus Liquidität und festverzinslichen Anlagen. Diese sind also ungefähr gleich wichtig wie Aktien, eine Tatsache, die von vielen Buffet-Interpreten fast immer übersehen wird. Die übrigen Aktiva sind im Wesentlichen den direkten Unternehmensbeteiligungen zuzuordnen. Bei diesen haben Buffet bzw. die von ihm gestützten Managements die vollständige Kontrolle. Insofern ist Buffet gegenwärtig vorwiegend ein Private-Equity Investor, der sein Beteiligungsportfolio durch Wertpapieranlagen ergänzt. Aktien spielen hierbei eine wichtige, aber keinesfalls eine dominierende Rolle.

Dies war früher anders. In den frühen 90er Jahren wurde das Portfolio von börsennotierten Aktien dominiert. Mit der vollständigen Übernahme von Geico 1996 und dem Kauf von General Re 1998 begann aber ein Prozess, Börsengewinne in größerem Umfang für den Aufbau außerbörslicher Unternehmensbeteiligungen zu nutzen, die von Buffet auch mehrheitlich kontrolliert werden. Im Lauf der Jahre wurde das Portfolio sukzessive auch um weitere Finanzinstrumente erweitert.

Eine besondere Rolle haben für Buffet gerade in den vergangenen Jahren sogenannte Hybridanleihen gespielt. Es handelt sich hierbei um hochverzinsliche Wertpapiere, die in der Haftung schlechtergestellt sind als normale Anleihen. Im Konkursfall würden Hybridanleihen wie Eigenkapital behandelt und erst nachrangig zurückgezahlt, d. h. erst, wenn die Ansprüche aller anderen Gläubiger befriedigt sind. Sie sind daher nur für Anleger geeignet, die diese besondere Haftungssituation analytisch bewerten können. Buffet hat gerade zu Zeiten der Finanzkrise grundsätzlich soliden Unternehmen durch den Kauf von Hybirdpapieren geholfen, wenn für diese angesichts allgemeiner Panik der Gang an den Kapitalmarkt nicht mehr möglich war. Auch hier kann man Buffets Anlageverhalten vor allem als unternehmerisch ansehen: Er hat eine Chance, die sich durch die Finanzkrise 2008 ergab, erkannt und genutzt, auch wenn sie nichts mit seinen vorher üblichen Anlageentscheidungen zu tun hat.

Vorurteil 3: Buffet ist ein Fokus-Investor

Buffet wird gelegentlich als Investor beschrieben, der sich auf hochkonzentrierte Anlagen in bestimmten Aktien von herausragenden Unternehmen fokussiert hat. Ihm wird auch das Zitat zugeschrieben: „Das Risiko kann stark reduziert werden, wenn man sich auf wenige Anlagen konzentriert.“ (“Risk can be greatly reduced

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

by concentrating on only a few holdings.“) Die Logik dahinter ist: besser wenige Investments, die man gut kennt und denen man vertraut, als viele Investments, die man nicht mehr überblicken kann.

Hiermit würde er allerdings gegen die klassischen Regeln der Risikostreuung verstößen, die eine möglichst breite Verteilung der Risiken aus unterschiedlichen Einzelanlagen verlangen. Als Beispiel für ein Fokusinvestment werden oft Anlagen wie die Aktien von Coca Cola genannt, die zeitweise bis zu 40% des Aktienportfolios ausmachten. Ende 2011 ist der Anteil allerdings auf 18,2% der Aktienquote geschrumpft. Bezieht man die Größe der Beteiligung an Coca Cola allerdings auf die gesamte Bilanzsumme, kommt man auf eine Größenordnung von 3,6%. Bezogen auf die Gesamtsumme der Anlagen ist dies also kein besonders großer Wert mehr, der gegen Regeln zur Risikostreuung verstößt.

Betrachtet man zudem, in welchen Sektoren Berkshire Hathaway sich in börsennotierten Aktien engagiert, stellt man zumindest für die US-amerikanischen Engagements fest, dass sie weitgehend aus Bereichen kommen, in denen Buffet nicht direkt unternehmerisch tätig ist.

Während die direkten unternehmerischen Tätigkeiten in Sektoren wie Versicherung, Eisenbahn, Energieerzeugung und -vertrieb, Spezialchemie, Luftverkehr, Werkzeugmaschinen sowie spezialisierte Handelsunternehmen stattfinden, liegen die Schwerpunkte der börsennotierten Beteiligungen bei Konsumgütern, Bank- und Finanzdienstleistungen, Supermärkten sowie (seit kurzem) bei Technologie.

Durch die börsennotierten Aktien findet also effektiv ein Risikoausgleich zu den durch die unternehmerischen Tätigkeiten verursachten Risikokonzentrationen in bestimmten Sektoren statt. Die Aktienanlagen stehen also nicht im Widerspruch zum Gebot der Risikostreuung, im Gegenteil verbessern sie deutlich die Risikoeigenschaften des Gesamtportfolios.

Wenn man allerdings Buffets Zitat als Kritik an der Tendenz zahlreicher konventioneller Fondsmanager versteht, viele unterschiedliche kleine Positionen in verschiedensten Wertpapieren aufzubauen, macht es auch weiterhin Sinn. Viele kleine Positionen erfordern hohen Research- und Kontrollaufwand, ohne wesentlich zu einer positiven Performance beizutragen. Diese „Überdiversifikation“ erhöht tatsächlich das Steuerungs-Risiko eines Portfolios.

Man kann daher zwar sagen, dass Buffet früher zeitweise ein Fokusinvestor war, dies aber nicht mehr ist. Zwar ist er bei seinen börsennotierten Aktien nach wie vor stark fokussiert. Bezogen auf das Gesamtportfolio wird damit aber keine Risikokonzentration in Kauf genommen, im Gegenteil erscheinen die Positionen mit Gewichtungen von typischerweise zwischen 0,5% und 3,5% nicht besonders hoch. Zudem dienen diese Positionen zum Ausgleich der Branchenrisiken im Beteiligungsportfolio.

Insgesamt ist Berkshire Hathaway derzeit also weder besonders fokussiert noch überdiversifiziert. Insofern sollte man auch Buffet nicht mehr als Fokusinvestor betrachten, sondern eher als cleveren Risikomanager, der fokussierte Engagements in börsennotierte Aktien zur Risikominderung seines Beteiligungsportfolios einsetzt.

Vorurteil 4: Buffet ist ein Value-Investor

Warren Buffet wird gerne von vielen sogenannten Value-Investoren als Vorbild genannt. Dies hängt nicht zuletzt damit zusammen, dass er bei Benjamin Graham studiert und später in dessen Investmentfirma als Wertpapieranalyst seine berufliche Laufbahn gestartet hat. Graham gilt als Vater des sogenannten Value-Ansatzes, bei dem versucht wird, mit Hilfe von verschiedenen Bewertungsmethoden einen sogenannten

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

„Inneren Wert“ („Intrinsic Value“) eines Unternehmens zu bestimmen. Liegt der Börsenwert deutlich unter dem analytisch bestimmten inneren Wert, so ist die Aktie ein Kaufkandidat. Damit die Aktie ein klarer Kauf ist, verlangen Value-Investoren in der Regel eine sehr deutliche Unterbewertung von mindestens einem Drittel des fairen Wertes. Dieser klare Bewertungsabschlag wird auch als „Sicherheitsmarge“ (Margin of Safety) bezeichnet, weil der Value-Investor sich gegenüber möglichen Marktschwankungen oder Analyseungenauekeiten absichern will.

Dennoch zeigen seine derzeitigen Anlagen, dass Buffet alles andere als jemand ist, der vor allem billig einkauft. Der innere Wert ist für Buffet ein sehr wichtiges analytisches Instrument, aber nicht der einzige ausschlaggebende Faktor. Auch sagt das Zitat, mit dem immer wieder begründet wird, warum Buffet Value-Investor sein soll, eigentlich das Gegenteil aus: „Das kritische Investmentkriterium ist, den inneren Wert eines Geschäfts zu ermitteln und einen faire Bewertung oder einen Schnäppchenpreis zu bezahlen.“ (“The critical investment factor is determining the intrinsic value of a business and paying a fair or bargain price.”) Natürlich kauft Buffet gerne billig. Wenn dies aber nicht geht, akzeptiert er auch einen fairen Preis.

Value-Investoren verkaufen in der Regel ihr Engagement wieder, wenn eine faire Bewertung erreicht ist, um sich auf die nächste unterbewertete Gelegenheit zu stürzen. Buffet hingegen ist auch bereit, für ein Unternehmen den fairen Wert zu bezahlen, wenn alles Übrige stimmt. Denn, so sagt er: „Wenn man ein Geschäft richtig versteht und seine Zukunft einschätzen kann, so braucht man kaum eine Sicherheitsmarge.“ (“If you understood a business perfectly and the future of the business, you need very little in the way of a margin of safety.”) Nur in Fällen allgemeiner deutlicher Überbewertung war Buffet bisher bereit, sich in größerem Maße von seinen Engagements zu trennen, wie z. B. 1969, als er angesichts allgemein hoher Bewertungen am Aktienmarkt seine erste Beteiligungsgesellschaft auflöste und die Anteilseigner auszahlte.

In mehreren Publikationen hat sich Buffet in jüngster Zeit eindeutig zu seinen aktuellen Investmentkriterien geäußert: Er investiert in Firmen, die 1) eine gute Marktposition haben, 2) eine hohe Rentabilität aufweisen, 3) ein fähiges und ehrliches Management besitzen sowie 4) „vernünftig“ bewertet sind.

Bewertung ist also nur eines von vier Kriterien, und sie wird vor allem darum herangezogen, um Überbewertungen zu vermeiden.

Buffet geht es also nicht vorwiegend darum, unterbewertete Firmen zu finden. Er will in erfolgreiche Unternehmen investieren und für diese nicht überbezahlen. Dies ähnelt vor allem dem sogenannten „Growth at a reasonable price“- Ansatz (Garp), bei dem nach nicht überbewerteten Wachstumsunternehmen gesucht wird; steht aber in fundamentalem Widerspruch zur Grundphilosophie des Valueinvestierens, bei dem es vor allem um das Ausnutzen niedriger Bewertungen geht. Da Buffet sich bei seinen Investments aber nicht auf Wachstumswerte beschränkt, sondern insbesondere in etablierte Unternehmen investiert, kann er aber auch nicht als GARP-Investor durchgehen.

Tatsächlich erscheint Buffet sehr opportunistisch, was die Wahl seiner Investmentansätze angeht, und lässt sich nicht auf die Wahl einer bestimmten Methodik reduzieren. So agiert er manchmal tatsächlich wie ein Value-Investor, wenn ihm der Markt entsprechende Chancen bietet. Ein Beispiel hierfür ist das Engagement bei Petrochina, das zum Zeitpunkt des Investments 2002 bis 2003 nach Einschätzung von Buffet zu ca. 2/3 unterbewertet war. Nachdem sich der Preis verachtlicht hatte wurde die Beteiligung 2007 wieder abgestoßen.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Als Value-Investment kann auch sein Ausflug in den Rohstoffsektor gesehen werden, als er 1997 fundamentale Ungleichgewichte im Rohstoffmarkt identifizierte und 130 Millionen Unzen Silber erwarb, die er dann bis 2006 mit Gewinn wieder verkaufte.

Sowohl bei Petrochina wie auch bei Silber ist bemerkenswert, dass Buffet weit unter den später am Markt erzielbaren Höchstpreisen verkaufte. Er hat sich also aus spekulativen Preisexzessen herausgehalten. Auch das ist eigentlich typisch für Value-Investoren.

Auch in Hinblick auf Value-Investments agiert Buffet wie ein Unternehmer und nicht wie ein Fondsmanager, der an einen bestimmten Investmentprozess gebunden ist: Er beobachtet die Kapitalmärkte und nutzt Chancen, die sich ihm bieten. Bei der Auswahl dieser Gelegenheiten greift er auf die Methoden zurück, die ihm gerade in diesem Moment erfolgreich erscheinen.

Insofern kann man sagen: Value-Investing derzeit ist nicht Buffets bevorzugter Investmentstil, aber eine Methode, die er gerne benutzt, wenn sich ihm eine Möglichkeit hierzu bietet.

Vorurteil 5: Buffet investiert mit Vorliebe in einfache Geschäftsfelder

Eines der populärsten Zitate von Buffet ist: „Investiere nie in ein Geschäft, dass Du nicht verstehst.“ (“Never invest in a business you can't understand.”) Dies wird oft so interpretiert, dass Buffet einfache Geschäfte bevorzugt. Und in der Tat sind viele erfolgreiche Geschäftskonzepte relativ einfach. So brachte Buffet das Erfolgsrezept vieler Konsumunternehmen auf die einfache Formel: „Kaufe Rohstoffe, verkaufe Markenartikel“ (“Buy commodities, sell brands.”). Gerade bei relativ einfachen Geschäftsfeldern ist Managementqualität oft der entscheidende Faktor, der erfolgreiche Firmen von Verlierern unterscheidet. Buffet hat immer wieder betont, wie wichtig für ihn ein rechtschaffenes und qualifiziertes Management bei seinen Beteiligungsunternehmen ist. Allerdings schließt dies nicht aus, dass sich Buffet auch in komplizierten Geschäftsfeldern engagiert. Er selbst ist ein hoch qualifizierter Analyst und hat ein Team von sehr erfahrenen und analytisch geschulten Investmentmanagern, die ihm bei seinen Entscheidungen zuarbeiten. Insofern ist davon auszugehen, dass Buffet und seine Mannschaft in der Lage sind, auch schwierige Geschäfte zu beurteilen. Und tatsächlich ist mit Rückversicherungen eines der Kerngeschäftsfelder bei Buffet sehr komplex.

Allerdings erwiesen sich viele komplizierte und unverständliche Geschäftsmodelle im Nachhinein als unwirtschaftlich und manche sogar als betrügerisch. Buffet mag mit seiner Aussage vor allem an die zahlreichen Investoren gedacht haben, die von Gewinngier getrieben in bestimmte Finanzinstrumente investieren, ohne deren genauen Chancen oder Risiken zu kennen.

Seien es Kleinanleger, die sich bei spekulativen Aktien aufgrund übertriebener Prognosen zum Kauf von wenig aussichtsreichen Titeln verleiten lassen; oder seien es institutionelle Investoren, die wie vor der Finanzkrise 2008 massenhaft komplexe Derivate oder Schrottanleihen erwarben, ohne diese zu prüfen: Immer wieder verursacht die Ignoranz von Anlegern, die sich für schlauer halten, als sie eigentlich sind, Verwerfungen an den Kapitalmärkten. Buffets Aussage ist daher vor allem eine Mahnung an jeden, sich auf das zu konzentrieren, was man selbst beurteilen kann, und sich nicht auf die Ratschläge von sogenannten „Experten“ zu verlassen, die nur die Verkaufsstatements anderer Leute nachplappern.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Vorurteil 6: Buffet versteht nichts von Technologie

Technologie ist eine Branche, der Buffet sehr skeptisch gegenüberstand und in die er lange überhaupt nicht investierte. Hierfür wurde u.a. von ihm selbst öffentlich oft als Begründung verbreitet, dass er nichts von Technologie versteht. Dies erscheint angesichts der intellektuellen Qualitäten von Buffet und seinem Beraterstab aber unwahrscheinlich. Vielmehr dürfte für die Zurückhaltung vor allem verantwortlich sein, dass Buffet und sein Team Technologie sehr wohl gut verstehen, und zwar besser als die meisten anderen: Unternehmen aus diesem Sektor sind oft sehr hoch bewertet und haben darüber hinaus vielfach Probleme, dauerhafte Wettbewerbsvorteile zu etablieren. Denn Ihre Wettbewerbsposition ist meist extrem anfällig gegenüber dem technischen Fortschritt. Eine Innovation kann die Marktposition einer etablierten Firma praktisch über Nacht zerstören. Diesem geschäftlichen Risiko sind Unternehmen in anderen Branchen sehr viel weniger ausgesetzt.

Buffets generelle Skepsis wurde auch durch empirische Forschungen bestätigt. So zeigte beispielsweise James O'Shaughnessy in seiner Studie „What Works on Wall Street“ (McGraw-Hill; 4. Auflage vom 11. November 2011), dass Technologieaktien am US-Aktienmarkt in den vergangenen 40 Jahren nur unterdurchschnittliche Renditen bei überdurchschnittlichen Kursschwankungen erwirtschafteten.

In den vergangenen Jahren hat Buffet allerdings einige erste Schritte in den Technologiesektor unternommen. Dabei hat er vor allem auf Firmen gesetzt, die nicht unbedingt von einer bestimmten Technologie abhängig sind und durch Innovationen gefährdet werden. Hauptholding ist IBM, eines der seltenen Technologie-Unternehmen, welche in den vergangenen Jahrzehnten mehrfach den Technologiewandel erfolgreich gemeistert haben. IBM glückte die Transformation vom Büromaschinenkonzern zum Hardwarehersteller und danach zum Serviceanbieter. Darüber hinaus ist Buffet noch bei der chinesischen BYD engagiert. Dieses Unternehmen befasst sich mit der Entwicklung und Herstellung von Automobilen und Akkus und gilt als sehr innovativ. Vermutlich wird es eine Schlüsselposition bei der Entwicklung von Elektromobilität sowie von Speichertechniken für alternative Energien einnehmen und steht damit erst am Beginn eines neuen Technologiezyklus.

Das Vorurteil, das Buffet überhaupt nicht in Technologie investiert oder die Branche nicht begreift, ist also falsch. Wenn er selbst behauptet, dass er Technologie nicht versteht, hat dies wohl mehr mit seinem speziellen Humor zu tun als mit den Tatsachen. Allerdings ist mag er die meisten Unternehmen in diesem Sektor nicht und legt nur sehr selektiv an. Auch hier agiert er wieder eher wie ein Unternehmer und weniger wie ein Fondsmanager: Auch wenn seine Investmentregel eigentlich gegen Technologie spricht, so sucht er trotzdem seine Chance und nutzt sie, wenn er sie sieht.

Vorurteil 7: Buffet investiert nur sehr langfristig

Mit Äußerungen wie „Wir halten unsere Anlagen am liebsten für immer“ (“Our favorite holding period is forever”) oder „Wir kaufen gerne Unternehmen, aber wir verkaufen sie ungerne“ (“We like to buy businesses, but we don't like to sell them”) hat Buffet seinen Ruf als langfristiger Investor gefestigt. Aber auch die Treue, mit der er an erfolgreichen Unternehmen über Jahrzehnte in seinem Beteiligungsportfolio festhält, ist schon fast sprichwörtlich.

Auch wenn dies explizit nirgendwo gesagt wird, so macht Buffet doch einen Unterschied zwischen seinen Kerninvestments, die nicht zur Disposition stehen, und anderen Investments, mit denen er Marktineffizienzen ausnutzen will. Als Kerninvestments können derzeit angesehen werden:

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

- die Versicherungsgesellschaften BH Reinsurance, General Re und GEICO.
- die außerbörslichen Beteiligungen: See's Candy (Süßwaren), Nebraska Furniture Mart (Handel), BNSF (Eisenbahn), Iscar (Schneidemaschinen), Lubrizol (Spezialchemie), Marmon Group (Kapitalgüter und Industriedienstleistungen), Netjets (Luftverkehr), MidAmerican Energy (Energieerzeugung und Vertrieb) sowie Anteile an verschiedenen Regionalzeitungen
- die börsennotierten Aktien von American Express, Coca-Cola, IBM sowie von Wells Fargo

Wenn Buffet merkt, dass seine Beteiligung auf einer Fehleinschätzung beruht, ist er bereit, relativ schnell zu reagieren. So war er vor einigen Jahren kurzzeitig bei dem Ölkonzern Exxon Mobil engagiert. Als seine Erwartungen nicht erfüllt wurden, trennte er sich umgehend wieder von den Aktien.

Bei anderen Unternehmen wie Johnson & Johnson hingegen hat er nach Enttäuschungen die Aktien nicht verkauft, sondern stattdessen Druck auf die Unternehmensleitung ausgeübt. Nachdem dieses Unternehmen mehrfach Probleme mit medizintechnischen Produkten hatte und sich in der Öffentlichkeit schlecht darstellte, äußerte Buffet in Interviews (und wahrscheinlich auch hinter verschlossenen Türen), dass er unzufrieden sei und sich einen Verkauf seiner Anteile vorstellen könnte. Prompt wurde Anfang 2012 der Vorstandsvorsitzende ausgetauscht und durch den Spezialisten für Produktqualität ersetzt.

Zwischen 1980 und 2003 hat Buffet 59 sogenannte „Risiko-Arbitrage“ Geschäfte gemacht. Auch wenn er sonst ein Freund von klaren Worten ist, hier wählt er einen Euphemismus dafür, dass er sich effektiv in großem Umfang an Übernahmespekulationen beteiligt hat. Allerdings hat er sich anscheinend nie in der Frühphase einer Übernahme engagiert, sondern erst, wenn die Übernahme relativ sicher schien und trotzdem signifikante Abweichungen zwischen Markt- und Übernahmepreis feststellbar waren. Insofern hat Buffet zwar kurzfristig agiert, ihm ging es aber nicht darum, auf kurzfristige Preisbewegungen zu spekulieren. Stattdessen hat er fundamental unberechtigte Marktineffizienzen identifiziert und diese ausgenutzt. Auch hier zeigt sich wieder sein pragmatischer Umgang mit den Finanzmärkten: Er nutzt Chancen, wenn er sie erkennt, und kümmert sich hierbei wenig um Regeln.

Das Vorurteil von Buffet als langfristigem Investor ist also weitgehend begründet. Wenn allerdings bei begrenztem Risiko hohe Erträge winken, kann er auch sehr kurzfristig agieren. Und er hängt nicht in Nibelungentreue an seinen Beteiligungen. Im Fall von eindeutigen Überbewertungen oder wenn er eine Fehleinschätzung einsieht, kann er sich auch wieder schnell von seinen Engagements trennen. Wenn er allerdings von dem Geschäftsmodell überzeugt ist, reagiert er auf Fehlentwicklungen wie bei Johnson & Johnson lieber erst einmal mit einer Verkaufsdrohung als mit einem tatsächlichen Verkauf.

Vorurteil 8: Buffet mag keine Schulden

Warren Buffet hat öffentlich oft seine Skepsis gegenüber Investments in verschuldete Gesellschaften ausgedrückt. So äußerte er sich folgendermaßen: „Ich mag keine Schulden und ich mag auch nicht in Firmen investieren, die stark verschuldet sind, insbesondere in solche, die langfristig hoch verschuldet sind. Bei langfristigen Schulden können Zinssteigerungen die zukünftigen Gewinne drastisch beeinflussen und die Vorhersagbarkeit der zukünftigen Cashflows erschweren.“ (“I do not like debt and do not like to invest in companies that have too much debt, particularly long-term debt. With long-term debt, increases in interest rates can drastically affect company profits and make future cash flows less predictable.”)

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Schaut man sich aber die Bilanz von Berkshire Hathaway an, stellt man fest, dass die Eigenkapitalquote zum Jahresende 2011 43% betrug; die Verschuldung machte also 57% der Bilanzsumme aus. Dies Gesellschaft ist damit zwar nicht hoch verschuldet, aber doch in erheblichen Umfang. Eine Performanceanalyse von Andrea Frazzini, David Kabiller, und Lasse H. Pedersen („Buffett's Alpha“, <http://pages.stern.nyu.edu/~lpederse/papers/BuffettsAlpha.pdf>) zeigt, dass der überragende Investmentserfolg von Buffet nicht nur aus der Auswahl der richtigen Anlagen resultiert, sondern auch daraus, dass Buffet diese Investments teilweise fremd finanziert hatte. Als Quelle dieser Fremdmittel sind insbesondere die Prämienzuflüsse aus dem Versicherungsgeschäft anzusehen.

Verschuldung ist also sogar einer der Schlüssel für Buffets Anlageergebnisse. Aber auch hier hat er wieder eine Formel gefunden, sich positiv von anderen Finanzinvestoren wie z. B. Hedge Fonds abzusetzen, die auch mit Verschuldung arbeiten. Durch sein Versicherungsgeschäft kommt er an relativ stabile und kostengünstige Mittel und muss nicht die Risiken und Kosten auf sich nehmen, die normale Bankkredite oder andere Finanzierungen mit sich bringen würden.

Buffet kann also nicht als Gegner von Verschuldung angesehen werden, sondern eher als Beispiel dafür, wie man Verschuldung intelligent einsetzt.

Vorurteil 9: Buffet ist gegen Derivate

Im Jahr 2002 hat Buffet Derivate als „finanzielle Massenvernichtungswaffen“ ("...derivatives are financial weapons of mass destruction...") bezeichnet. Aus dieser Äußerung wird generell eine Abneigung Buffets gegen den Einsatz von Derivaten abgeleitet. Dennoch ist Berkshire Hathaway ein großer Nutzer von Derivatgeschäften. Diese werden aber sehr spezifisch eingesetzt: Zum einen verkauft Berkshire Hathaway in großem Stil Kreditausfallversicherungen. Diese Geschäfte sind schon beendet bzw. laufen bis 2013 und werden nach derzeitigem Stand mit einem Gewinn angeschlossen. Zum anderen spielte Buffet den Stillhalter bei langfristigen Optionsgeschäften. So verkaufte er langfristige Verkaufsoptionen auf verschiedene große Aktienindizes und kassierte erhebliche Optionsprämien. Sollte es nicht zu einem jahrzehntelangen Bärenmarkt kommen, werden diese Geschäfte aller Voraussicht nach auch hochprofitabel bleiben. Auch hier zeigt sich wieder das unternehmerische an Buffet: Er nutzt eine Chance, wenn er sie erkennt; selbst wenn sie in einem Bereich wie dem der Derivate liegt, dem er sonst die Finger lässt.

Buffets Aussage, die durch die Ereignisse während der Finanzkrise 2008 eindrucksvoll bestätigt wurde, richtet sich vor allem gegen den unreflektierten Einsatz von Derivaten bei finanziellen Institutionen, die sich der Risiken dieser Instrumente nicht voll bewusst sind. Mit Derivaten können schnelle Gewinne gemacht werden, bei einer Fehleinschätzung aber auch sehr schnell gigantische Summen verloren werden.

Buffet wendet sich also nicht gegen Derivate als solche, aber gegen ihren unkontrollierten Einsatz durch Menschen, die von Gewinngier verbündet die hiermit verbundenen gewaltigen Risiken ignorieren. Hinzu kommt, dass sie damit inzwischen auch Gefahren für das Weltfinanzsystem heraufbeschwören. Das habsüchtige Investoren ihr Geld an der Börse verzocken hat es schon immer gegeben. Dass sie über Derivate das ganze Finanzsystem in den Abgrund reißen können, ist eine relativ neue Entwicklung der letzten 20 Jahre. Warren Buffet muss das Verdienst zugesprochen werden, hiervor rechtzeitig gewarnt zu haben. Leider hat man nicht auf ihn gehört.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Fazit:

Zusammenfassend kann man sagen, dass Warren Buffet eine vielschichtige Persönlichkeit ist, die sich nicht auf einen bestimmten Investmentansatz reduzieren lässt. Er ist vor allem ein herausragender Unternehmer, der mit wachen Augen und scharfem analytischen Verstand das Geschehen an den Kapitalmärkten beobachtet und Chancen nutzt, wenn sie ihm sich bieten.

Kern seiner Philosophie ist, auf erfolgreiche Unternehmen zu setzen und den Einstieg bei diesen Firmen nicht zu teuer zu bezahlen. In der Interpretation dieser Philosophie und Wahl seiner Methoden ist er allerdings sehr flexibel. Deswegen gibt es auch kein spezielles Buffet-Erfolgsrezept. Es gibt viele Rezepte, und die Kunst von Buffet war und ist es, zum richtigen Zeitpunkt das angemessene herauszusuchen und anzuwenden.

In der Flut der Literatur über Buffet wird meistens versucht, ihn auf ganz bestimmte Vorgehensweisen zu reduzieren. Damit mag man zwar eine bestimmte Zeitperiode seiner Aktivitäten beschreiben, insgesamt wird man ihm und vor allem auch seinen Mitarbeitern nicht gerecht. Zudem wird ein wichtiger Aspekt bei Buffet viel zu wenig beachtet: sein Umgang mit Risiken. Denn investieren heißt für ihn immer auch das bewusste und kalkulierte Eingehen von moderaten Risiken.

Einige Zeit lang wurden von vielen Finanzberatern seine Äußerungen über Derivate und zu komplexe Finanzprodukte als Bemerkungen eines alten Mannes verspottet, der die aktuelle Zeit nicht versteht, bis ihn dann die Finanzkrise bestätigte. Heutzutage warnt Buffet vor den Risiken, die sich für Anleger aus dem aufgeblähten Goldpreis ergeben. Die Reaktion vieler Rohstoffspezialisten hierauf ist: Naja, mit Aktien mag sich Buffet vielleicht auskennen, aber bei Rohstoffen ... Die Vermutung liegt nahe, dass in einigen Jahren viele feststellen werden, dass der alte Mann doch wieder einmal recht behalten hat.

Buffet macht das Risiko eines Investments nicht an statistischen Kennzahlen, sondern an den operativen Risiken des zugrunde liegenden Geschäfts fest. Als einer der wenigen Finanzmarktakteure stellt er das Inflations- und das Ausfallrisiko als die zentralen Risiken für Langfrist-Investoren heraus. Das Denken vieler Risikomanager wird aber immer noch von der Volatilität d. h. letztlich dem Ausmaß von Kursschwankungen dominiert. Mit Risikomaßen, die auf der Volatilität aufbauen, hat man aber während der Finanzkrise zahlreiche Debakel erlebt. Das Kursrisiko sieht Buffet in einem längerfristigen Kontext eher als Chance: Denn starke Kursschwankungen eröffnen immer wieder Möglichkeiten zum Kauf unterbewerteter Anlagen.

Das Gesamtportfolio von Berkshire Hathaway ist derzeit ein Musterbeispiel für das kontrollierte Eingehen von unternehmerischen Risiken. Die Beteiligungen sind weder zu groß, um ein Klumpenrisiko zu generieren noch zu klein, um überdiversifiziert zu sein. Die Engagements in Aktien und Renten vermindern deutlich die Branchenrisiken der unternehmerischen Aktivitäten. Als echter Unternehmer ist Buffet zwischenzeitlich aber auch immer konzentrierte Wetten eingegangen, wie beim Einstieg in die Versicherungsbranche oder bei der zeitweise sehr hohen Coca Cola Beteiligung.

Was kann man als Anleger von Buffet lernen?

Für den Anlageerfolg ist vor allem die Qualität der Kapitalanlage entscheidend. Buffet selbst setzt fast ausschließlich auf Aktien und Anleihen solider und erfolgreicher Unternehmen. Allerdings darf man die Qualität dieser Unternehmen nicht überbezahlen. Oftmals ist Qualität angemessen oder nur leicht unterbewertet, während mit billigen Aktien vielfach etwas nicht stimmt. Buffet würde immer die angemessen bewertete Ak-

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

tie eines guten Unternehmens der billigen Aktie einer fragwürdigen oder mit Problemen behafteten Firma vorziehen. Und Buffet würde nie eine sehr hoch bewerte Aktie kaufen, egal wie gut die Qualität ist.

Nicht selten ergibt sich allerdings die Gelegenheit, dass man überdurchschnittliche Unternehmen billig erwerben kann. Der Herdentrieb der meisten Investoren, die in ihrem Anlageverhalten Markttrends folgen, ist hierfür verantwortlich: Sie kaufen, was steigt; und verkaufen, was fällt. Damit verstärken sie Marktschwankungen. Buffet hat immer etwas Liquidität, um auf unerwartete Situationen vorbereitet zu sein und mögliche Chancen zu nutzen. Doch wie erkennt man nun diese Gelegenheiten? Das ist im Prinzip relativ einfach: In den Medien treten viele sogenannte Börsenexperten auf, die sich darüber äußern, was sie von der Entwicklung des Aktienmarktes erwarten. Fast alle reflektieren hierbei die Marktmeinung. Auch wenn diese Experten in normalen Börsenzeiten durchaus einmal richtig liegen können, so zeigt sich in Extremsituationen ein anderes Bild: Entweder sie sind sehr optimistisch und der Markt dann übermäßig euphorisch; oder sie sind sehr pessimistisch und die Bewertungen sehr niedrig. Für normale Anleger ist es dann psychologisch allerdings sehr schwierig, genau das Gegenteil von dem zu tun, was die meisten Experten raten. Genau hierin liegt aber ein Schlüssel für den überragenden Erfolg von Buffet: Sich auf der Basis gesunden Menschenverstandes eine eigene Einschätzung bilden und im entscheidenden Moment das Gegenteil von der allgemeinen Marktmeinung zu tun. Und man muss die Geduld haben, auch über Jahre eine unterdurchschnittliche Performance auszusitzen, wenn einem der Markt nicht sofort recht gibt.

Für normale Anleger ist es aber oft fast unmöglich, in der Informationsflut die Kontrolle zu behalten und sich nicht zumindest zeitweise von dem Marktsentiment anstecken zu lassen. Sie sollten deshalb nicht gezielt auf solche Kaufchancen spekulieren, aber ein waches Auge haben, falls sie doch eine erkennen und für sich nutzen können. Völlig unrealistisch für normale Anleger sind Buffets Möglichkeiten, sich billiges und stabiles Fremdkapital zu beschaffen. Deswegen sollten sie keinesfalls versuchen, ihre Anlagen in Qualitätsaktien mit Kredit zu finanzieren.

Wichtig ist vor allem, die Risiken im Griff zu behalten. Dazu gehört neben einem gewissen Liquiditätsanteil eine ausreichende, aber auch nicht zu starke Risikostreuung der Anlagen. Weiterhin sollte man sich nicht durch Marktschwankungen verunsichern lassen, sondern sie auch als Chance begreifen, weil sie manchmal die seltene Möglichkeit eröffnen, Qualität billig zu kaufen. Weiterhin sollte man nicht dem Irrglauben verfallen, dass höhere Risiken mit größeren Erträgen verbunden sind. Buffet zeigt, dass die Erträge aus dem Eingehen moderater Risiken sehr viel höher sein können, als wenn man hohe Risiken auf sich nimmt. Und man sollte bei den Gewinnern bleiben und die Verlierer schnell wieder eliminieren. Buffet hängt an treu den Unternehmen, mit denen er Erfolg hat. Anderseits hat er die Fähigkeit zur selbtkritischen Reflexion nicht verloren: Wie jeder Mensch macht auch er Fehler; hat dann aber die Gabe, diese Fehler relativ schnell zu erkennen und zu bereinigen.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Impressum:

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

Vorstand: Karl-Heinz Thielmann

Aufsichtsrat: Dr. Gregor Seikel (Vorsitzender)

Weinbrennerstr. 17, 76135 Karlsruhe

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

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

Inhaltlich verantwortlich: Karl-Heinz Thielmann

Weinbrennerstr. 17, 76135 Karlsruhe

Bildnachweis: Seite 1: Work of Mark Hirshey ([wikipedia.org](https://en.wikipedia.org); freie Lizenz)

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.

Umsatz-, Gewinn- und Dividendenschätzungen basieren auf eigenen Bewertungsmodellen. Angaben über Beteiligungsverhältnisse sowie Zitate von Warren Buffet wurden den Geschäftsberichten von Berkshire Hathaway entnommen. Weitere Zitate stammen aus Sammlungen, die auf folgenden Internetseiten veröffentlicht wurden: <http://www.strategicbusinessteam.com/> und <http://www.minterest.com/>.

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 Hauptbörsen enthält. Hauptbörsen sind: Aktien Deutschland & ETF's: Xetra; Renten: Börse Stuttgart; USA: NYSE bzw. Nasdaq; Niederlande & Frankreich: Euronext; Spanien: Börse Madrid; Italien: Börse Mailand; internationale Technologieaktien: Nasdaq. Bei nicht als ETF's gehandelten Investmentfonds werden die von der KAG veröffentlichten Rücknahmekurse genommen.

Finanzanalysen werden vor ihrer Veröffentlichung dem Emittenten normalerweise nicht zugänglich gemacht und danach geändert. Abweichungen von dieser Praxis werden gesondert gekennzeichnet.

2) Zur Erstellung genutzte Bewertungsgrundlagen und Methoden: siehe Seite 12.

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 3.9.2012.

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 Hauptbörsen 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.