

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Nummer 41, Oktober 2015

Heute mit folgenden Themen:

- **Zahlen als Erfolgsausweise: Kann man ihnen vertrauen?**
- **Automobile: Im VW-Skandal zeigt sich ein Grundsatzproblem der Branche**
- **Warren Buffett: Risiken an Finanzmärkten aus seiner Sicht**

Im Skandal um falsche Abgaswerte bei Volkswagen spielen geschönte Leistungszahlen eine grundlegende Rolle. In „**Klartext: Stimmen die Zahlen?**“ wird das Vertrauen hinterfragt, mit dem Zahlen als Erfolgsmaßstab verwendet werden. Sowohl für technische Angaben, die Finanzen von Unternehmen, makroökonomische Kenngrößen oder wissenschaftliche Untersuchungen gilt: Bei einigen werden entweder die Ausgangs-Daten gefälscht oder die Methoden zur Ergebnisermittlung manipuliert. So kommt ein vom Autor erwünschtes Resultat heraus, das die Allgemeinheit täuscht.

Wir haben uns in der modernen Welt so von Zahlen abhängig gemacht, dass man sich vor Fälschungen nur sehr schwer schützen kann, insbesondere wenn unter Zeitdruck gehandelt wird. Gerade „Erfolgszahlen“, die besondere Leistungen belegen sollen, muss man mit Skepsis begegnen.

Der Beitrag „**Moral Hazard in der Automobilindustrie**“ analysiert grundlegende Fragen für die Fahrzeug-Branche, die sich mit dem VW-Skandal aufturn. Beispiele für das bewusste Inkaufnehmen von – teilweise lebensgefährlichen – Qualitätsmängeln bzw. das Verfälschen von Leistungsdaten finden sich in den letzten Jahren bei allen großen Massenherstellern der Welt. Ähnlich wie die Finanzindustrie vor der Krise 2008 hat die Branche zu lange toleriert, dass zum Erzielen kurzfristiger Absatzerfolge geschwindelt wurde; oder langfristig gravierende Risiken eingegangen wurden.

Ändert sich die Branche nicht, so könnte für die Unternehmen des Sektors ein dauerhafter Generalverdacht entstehen, ähnlich wie bei der Finanzbranche nach ihrer Krise. Dies dürfte an der Börse zu dauerhaft niedrigen Bewertungen für die Wertpapiere der großen Automobilfirmen führen.

Der Beitrag „**Warren Buffett und das Risiko – Teil 1: Spielen wir Poker oder Roulette?**“ untersucht einen bisher nur unzureichend in der Öffentlichkeit beleuchteten Erfolgsfaktor des Investors: seinen Umgang mit Risiko. Dessen wichtige Rolle wird deutlich, wenn man die Performancezahlen seiner Holding Berkshire Hathaway genauer unter die Lupe nimmt: Gerade in schwierigen Börsenzeiten mit allgemeinen Kursrückgängen hat diese sich deutlich besser entwickelt als der Gesamtmarkt.

Beim Auftakt einer zweiteiligen Reihe zu diesem Thema geht es um Buffetts Grundverständnis von Risiko. Dieses unterscheidet sich völlig von dem zurzeit an den Finanzmärkten üblichen, was vor allem durch die Modern Portfolio Theory bestimmt wird. Zentral für diese ist das Risikomaß Volatilität, welches sich auf Kursschwankungen bezieht. Diese sind für Langfristanleger laut Buffett jedoch relativ unwichtig. Er hingegen stellt den Erhalt der Kaufkraft des investierten Kapitals für die Risikobetrachtung in den Vordergrund. Dieser wird für Buffett langfristig nur durch Anlagen in Produktivkapital erreicht. Weiterhin sieht er Risiko als etwas an, was Anleger durch ihr Verhalten in erheblichem Umfang selbst verursachen. Erfolgreiche Anleger sind wie schlechte Pokerspieler, weil sie sich durch das Verhalten Anderer beirren lassen und eine ungenügende Strategie haben.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Klartext: Stimmen die Zahlen?

Liebe Langfristanleger,

die Nachricht vom 18. September schlug nicht nur bei mir wie eine Bombe ein: Die US-Umweltbehörde EPA warf Volkswagen vor, mithilfe einer speziellen Software die Zahlen von Abgastests manipuliert zu haben. Nur wenig später räumte der Wolfsburger Konzern die Vorwürfe im Wesentlichen ein.

Nicht schon wieder Volkswagen möchte man fast sagen. Durch die Winkelzüge des Ex-Patriarchen Ferdinand Piëch, die Betriebsratsbestechungs-Affäre 2005 oder den Übernahmepoker mit Porsche von 2005 bis 2009 gab es schon oft zweifelhafte Schlagzeilen. Doch diese hatten mit dem operativen Geschäft wenig zu tun.



Inhalt:

Seite 8: Moral Hazard in der Automobilindustrie

Seite 13: Warren Buffett und das Risiko – Teil 1: Spielen wir Poker oder Roulette?

Seite 25: Anhang: Quellen, Impressum, rechtl. Hinweise

Seite 30: Disclaimer

Hier schien Volkswagen gerade in den letzten Jahren relativ sauber zu agieren. Allerdings war man nicht überall gleichermaßen erfolgreich. Speziell der US-Markt erschien seit längerem als Problembereich.

„Clean Diesel“ sollte dort die Wende bringen: Ausgerechnet der in Amerika bisher unpopuläre Dieselantrieb sollte VW dank neuester Abgasreinigungstechniken endlich einen Wettbewerbsvorsprung zu verschaffen. Doch insbesondere die kleineren Motoren hatten anscheinend nicht die erwarteten Eigenschaften. Und anstatt nachzubessern, müssen sich einige der damals Verantwortlichen entschlossen haben, das nur zu hohen Kosten einlösbare Versprechen eines umweltfreundlichen Dieselantriebs durch Manipulation der Messdaten darzustellen.

Die Untersuchungen in den nächsten Wochen werden (hoffentlich) zeigen, welche Mitarbeiter tatsächlich für was verantwortlich waren, was das Top-Management wusste, ob Kontrollmechanismen ausgetrickst wurden oder sogar mit Billigung der Führung umgangen wurden. Doch unabhängig davon, welche internen Mechanismen am Ende als Verursacher festgestellt werden: Die aktuelle Volkswagen-Affäre folgt einem altbekannten Muster. In einem auf permanente Steigerung der Erfolgskennzahlen getrimmten Umfeld besteht ein immenser Druck auf diejenigen, die Spitzenleistungen erbringen sollen. Manchmal entscheiden sich dann diejenigen Manager, welche die von ihnen erwarteten Erfolge am Markt nicht erzielen können, diese durch Manipulationen zu erreichen.

Nicht selten starten die Fälscher nur mit kleinen Schummeleien, die dann zu leicht erzielten Erfolgen führen. Um die Erfolgsausweise aber weiter aufrechtzuerhalten, muss der Betrug immer weiter gesteigert werden, bis er dann irgendwann einmal auffliegt. Ein Management, das nicht hinterfragt, wie gute Zahlen zustande kommen; und schlechte Zahlen kritisiert, ohne die Gründe hierfür genau zu analysieren, ist der ideale Nährboden für solche Betrügereien. Oft beruhigen sich die Betrüger ihr Gewissen damit, dass es ja nicht so schlimm ist und andere ja auch etwas schwindeln. Selbstbetrug begünstigt dann Betrug und umgekehrt – ein Teufelskreis, der irgendwann böse endet.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Toshiba: Nur Erfolgswahlen waren erwünscht

Besonders gut offenbarten sich die fatalen Mechanismen von unerfüllbaren Erfolgsvorgaben, Betrug und Selbstbetrug beim Bilanzskandal des japanischen Elektrokonzerns Toshiba, der in diesem Frühjahr bekannt wurde. Nach jüngsten Schätzungen wurden Gewinne in den letzten 7 Geschäftsjahren um insgesamt ca. 1,9 Mrd. US\$ zu hoch ausgewiesen.¹ Inzwischen hat ein unabhängiger Prüfungsbericht² die Ursachen beleuchtet und gezeigt, wie stark Betrug mit der Unternehmenskultur zu tun hat:

- Es gab starke Rivalitäten zwischen Bereichsvorständen, die sich gegenseitig mit guten Zahlen übertrumpfen wollten.
- Das Management orientierte sich an sehr kurzfristigen Gewinnzielen. Dies führte grundsätzlich dazu, dass Umsätze relativ zügig, Kosten und Risikorückstellungen aber so spät wie möglich (oder überhaupt nicht) gebucht wurden.
- Eine Gewöhnung an das „Nicht-Widersprechen“: Mitarbeiter wagten es nicht, ihren Vorgesetzten zu widersprechen; selbst bei völlig unrealistischen Zielvorgaben. Stattdessen wurden lieber Erfolgswahlen gefälscht.
- Fehlende interne Kontrollen, solange die verlangten Zahlen geliefert wurden.
- Unkritische Wirtschaftsprüfer, die alle Angaben der Firma kritiklos abnickten.

Bemerkenswert war, dass die Prüfung nirgends eine direkte Anweisung des Top-Managements zum Fälschen der Zahlen aufdecken konnte. Diese war gar nicht nötig: In einem geistigen Klima, in dem die Führung nur Erfolgsmeldungen unabhängig von deren Wahrheitsgehalt hören möchte, fallen Schwindler nicht nur nicht auf, sie sind die Einzigen, die gute Karrierechancen haben.

Nationale Statistik: manchmal ganz offizielle Zahlendreherei

Nicht nur Unternehmen warten gerne mit geschönten Zahlen auf, auch Nationen hübschen gerne ihre wirtschaftliche Bilanz mit Zahlen-Trickserei auf. Besonders dreist war dabei Griechenland, das 2002 mittels eines Cross-Currency-Swaps das ausgewiesene Budgetdefizit auf 1,2% des BIP drückte.³ Wie wir inzwischen wissen, war das Verstecken der Verschuldung mit hohen Kosten verbunden und hat langfristig maßgeblich zur Verschlechterung der griechischen Budgetsituation beigetragen.

In Argentinien wechselte die Regierung 2007 die Führung des nationalen Statistikamtes aus, weil ihr die Wirtschafts-Zahlen nicht passten.⁴ Seitdem liegt offizielle Inflationsrate (aktuell 14,8% p.a.) ungefähr bei der Hälfte der von unabhängigen Ökonomen geschätzten (derzeit ca. 30% p.a.). Damit konnten die Kosten der Staatsverschuldung gesenkt werden, da in dem südamerikanischen Land viele Anleihen inflationsindexiert sind. Die BIP-Zahlen gelten ebenfalls als zu hoch, allerdings sind diese unabhängig nicht so ohne Weiteres zu überprüfen. Die Armutsstatistik wurde gleich ganz abgeschafft. Weil man jetzt offiziell keine Armen mehr feststellen kann, verkündete Präsidentin Kirchner im Juni 2015, dass die Armut in Argentinien geringer sei als in Deutschland.⁵

Eine Wirtschaftszahl, die nicht ganz zu Unrecht schon seit Jahren angezweifelt wird und gerade in den vergangenen Wochen vielfach mit Skepsis gesehen wurde, ist das chinesische BIP-Wachstum. Das BIP ist an sich schon eine recht ungenaue Messzahl, weil die Berechnungsmethoden international nicht standardisiert sind und zudem Komponenten wie die Schwarzarbeit nur geschätzt werden

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

können. Sie wird selbst in entwickelten Ländern mit ausgefeilter Statistik oft auch nachträglich signifikant verändert, was die Aussagekraft ihrer Veröffentlichung stark einschränkt. Nichtsdestotrotz genießt die Kennzahl als Hauptindikator für wirtschaftliche Leistungsfähigkeit große Popularität.

In China wurde der Prozess der Datensammlung so gestaltet, dass politisch unerwünschte Angaben gar nicht erst in die Berechnung des BIP eingehen.⁶ Denn die chinesischen Statistiker berechnen ihre Wachstumszahlen vorwiegend auf der Basis der Angaben von Großunternehmen, die zumeist staatlich beeinflusst sind. Kleine und mittlere – zumeist private – Firmen werden kaum befragt. Hierdurch ergibt sich eine gravierende Verzerrung. Dies zeigt z. B. der Vergleich von Energieverbrauch und BIP-Entwicklung, die normalerweise eng miteinander verbunden sind; wobei das BIP i.d.R. geringfügig mehr zulegt. Das Wachstum im chinesischen Energiekonsum ist nach einem Plus von 2,2% in 2014 auf 0,7% im 1. Halbjahr 2015 zurückgegangen. Dies ist viel zu wenig, wenn die offizielle BIP-Wachstumszahl von 7% stimmen soll. Eine der Wachstumsraten kann nicht repräsentativ sein. Vielleicht ist China schon länger in der Rezession, was die Börsenblase im Juni nur noch grotesker macht.

Die Wissenschaft: ein neues Eldorado für Zahlen-Fälscher?

Dass Staaten und Unternehmen ihre Zahlen manipulieren, ist im Grunde nichts Neues. In den vergangenen Jahren sind die bekannt gewordenen Fälschungsfälle in einem Bereich geradezu explodiert, der bisher noch sehr seriös galt: in der Wissenschaft. Zwar wurde hier schon früher ebenfalls geschummelt, jedoch nicht in dem heutigen Ausmaß. Sowohl in den Natur- wie auch Sozialwissenschaften werden immer mehr Forschungsarbeiten als Manipulationen entlarvt.

Eine Auswertung bei biomedizinischen Fachzeitschriften hat beispielsweise ergeben, dass der Anteil von Artikeln, die aufgrund eines Betrugsverdachts zurückgezogen wurden, zwar immer noch relativ gering ist, sich aber dennoch zwischen 1975 und 2012 verzehnfacht hat. Dabei wurden speziell Forscher aus den USA und Deutschland als Betrüger entlarvt, während die in der Presse oft besonders stark verdächtigten Chinesen tatsächlich nur nach den Japanern auf dem vierten Platz bei der Anzahl der Fälschungen landeten; ungefähr gleichauf mit Forschern aus Großbritannien.⁷

Hauptverantwortlich für die Zunahme an Fälschungen dürfte die Entwicklung sein, vor allem jenen Forschern gut bezahlte Stellen und eine reichhaltige Ausstattung mit Forschungsgeldern zu geben, die über möglichst viele Publikationen in renommierten Fachzeitschriften verfügen. Diese verfügen zwar über ein System der Qualitätssicherung, den sogenannten Peer-Review-Prozess: Andere renommierte Wissenschaftler begutachten eingereichte Forschungsberichte. Doch insbesondere wenn diese auf empirisch gewonnenen Daten beruhen, ist deren Qualität für die Prüfer kaum nachzuvollziehen. Zudem gehen die nebenberuflichen Reviewer mit sehr unterschiedlichem Engagement vor.

Inzwischen arbeiten einige Wissenschaftsbetrüger sogar in organisierten Gruppen, die nicht nur Daten, sondern auch den Überprüfungsprozess manipulieren. In 2014 deckte das „Journal of Vibration and Control“ ein System zur Fälschung von Peer-Reviews auf und zog 60 Artikel zurück. Im März 2015 widerrief „BioMed Central“ nach ähnlichen Enthüllungen 43 Publikationen.⁸

„Die quantitativ arbeitenden Sozialwissenschaften, allen voran die Psychologie und die Ökonomie, sind besonders häufig von Fälschungsfällen betroffen“, stellte Urs Hafner im Januar in der NZZ fest.⁹

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Er führte die besondere Anfälligkeit gerade dieser beiden Richtungen auf die üblichen Arbeitsweisen und ihren Methoden zurück: Um ihre Hypothesen als statistisch hinreichend abgesichert darzustellen, müssen die erhobenen Daten „signifikant“ sein. Dies wird i.d.R. unterstellt, wenn der sog. p-Wert kleiner als 0,05 ist. Eine Aussage gilt dann als „wahr“, wenn dieser Wert stimmt. Falls die Forschungsergebnisse jedoch nicht zum gewünschten Resultat führen, ist die Versuchung groß, dies durch „p-hacking“ zu ändern. Dies bedeutet entweder, dass die in die statistische Untersuchung eingehenden Daten entweder solange manipuliert werden, bis ein erwünschter Wert erreicht ist; oder dass mit den Ausgangsdaten solange verschiedene Tests durchprobiert werden, bis endlich einer passt. Die vielen missglückten sehr ähnlichen Tests werden später verschwiegen.

Prof. Brian Nosek von der University of Virginia hat in diesem Jahr für das Wissenschaftsmagazin Science 100 psychologische Untersuchungen nachgestellt. Nur bei 47% konnte das Ausgangsergebnis mit hinreichender Konfidenz wiederholt werden. In nur 18% der Untersuchungen war der in der ersten Studie ermittelte Effekt bei der Wiederholung genauso stark wie ursprünglich behauptet.¹⁰

Gefälschte oder manipulierte Daten sind ebenfalls ein Problem in den Naturwissenschaften, auch wenn es hier die Betrüger etwas schwerer haben. Zu trauriger Berühmtheit hat es der deutsche Physiker Jan Hendrik Schön gebracht, der bis zu seiner Entlarvung 2002 eine steile Karriere im Wissenschaftsbetrieb machte.¹¹ Seine Arbeiten galten teilweise als bahnbrechend und wurden oft zitiert. Er perfektionierte das System der vielfachen Publikation: So veröffentlichte er im Jahr 2001 im Durchschnitt alle acht Tage einen Fachartikel. Seine angeblichen Messergebnisse beruhten teilweise auf anderen Experimenten oder Computersimulationen, sodass sie täuschend „echt“ aussahen. Rekordhalter bei erwiesenem Betrug ist jedoch der japanische Anästhesist Yoshitaka Fujii, der zwischen 1993 und 2012 an verschiedenen Universitäten tätig war und die Daten in 172 Studien erfand.¹²

Schön und Fujii waren insofern Ausnahmen, weil sie es 1) mit den Fälschungen grob übertrieben; und 2) in der Konsequenz ihren Dokortitel verloren und die wissenschaftliche Karriere beenden mussten. Für normale Forscher ist die Gefahr gering, tatsächlich erwischt zu werden, weil kaum jemand sich wirklich die Mühe macht, Forschungen genau nachzuprüfen. Und selbst wenn Ergebnisse als irrelevant entlarvt werden, ist schwer nachzuweisen, dass die Fehler auf bewusster Manipulation beruhen. Schlimmstenfalls zieht man seine Arbeit zurück. Und strafrechtliche Folgen müssen Wissenschaftsbetrüger sowieso weder in Deutschland noch in anderen Ländern fürchten.

Warum soll man als aufstrebender Forscher, dessen tatsächlichen Ergebnisse nicht so recht zu den erwünschten passen, dann nicht ein wenig „korrigierend“ eingreifen? Der Lohn, wenn man durchkommt, ist viel höher als der persönliche Schaden, wenn man erwischt wird. Wer hingegen forscht, ohne „Ergebnisse zu produzieren“, verschwindet auf jeden Fall in der Bedeutungslosigkeit.

Due Diligence: Zahlen richtig zu prüfen ist zeitaufwendig und teuer

Im Wirbel um Volkswagen ist vielfach untergegangen, dass gleichzeitig die Übernahme von RSA durch Zurich Insurance im Umfang von 7,7 Mrd. € abgesagt wurde. Ein Grund hierfür war, dass – neben unterschätzten hauseigenen Problemen – die mehrmonatige Überprüfung von RSA im Rahmen der Due Diligence ergeben hatte, dass einige Zahlen beim britischen Versicherer, welche dem ursprünglichen Übernahmeplan zugrunde lagen, viel zu optimistisch angesetzt waren.¹³

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Wenn wir als normale Anleger in Aktien, Renten oder andere Anlageformen investieren, haben wir i.d.R. weder Zeit noch Geld genug, um eine ausreichende Due Diligence durchzuführen. Genau so wenig können wir als Autofahrer unsere eigenen Abgastests durchführen oder für uns relevante wissenschaftliche Arbeiten überprüfen. Wir sind den Lieferanten der Zahlen, die wir für unsere Entscheidungen benötigen, zumeist relativ hilflos ausgeliefert. Und je mehr die Komplexität in unserer Welt steigt, desto stärker wird unsere Abhängigkeit von nur schwer zu überprüfenden Zahlen.

In der modernen Welt sind wir falschen Zahlen fast unentrinnbar ausgeliefert

Zahlen haben in unserer modernen Welt eine immer weiter steigende Bedeutung: Sie sind der Input für immer mehr Rechner, die wir zur Steuerung von Technik oder zur Erzeugung von Wissen verwenden. Big Data ist das Schlagwort für die Verarbeitung ungeheurer Datenmengen, die in vielen Bereichen zur Selbstverständlichkeit wird. Gefälschte Daten oder manipulierte Messmethoden können die Ergebnisse stark verzerren; im Gesundheitsbereich sogar direkt lebensgefährlich sein.

Die Verwendung von falschen Zahlen ist gegenüber Menschen eine der tückischsten Formen der Täuschung. Denn in unserem Unterbewusstsein ist so angelegt, dass wir präzisen Dingen eher glauben als ungenauen. Und was ist präziser als eine Zahl? Ihre Genauigkeit verleitet uns dazu, ihnen auch dann spontan zu glauben, selbst wenn sie falsch sind bzw. irreführend verwendet werden.

Der blinde Glaube an Zahlen kann jedoch fatal sein, wie die erwähnten Beispiele zeigen. Skepsis ist vor allem angebracht, wenn „Erfolge“ mit Zahlen fabriziert werden. Dennoch kommen wir gerade im finanziellen Bereich sowie bei technischen Anwendungen nicht darum herum, Zahlen zumeist ungeprüft zu verwenden und uns auch auf sie zu verlassen. Wie sonst soll man Erfolg und Leistung halbwegs objektiv messen?

In unserer Zeit werden wir insbesondere deshalb mit Betrugsversuchen leben müssen, solange wir prinzipiell davon ausgehen, dass „die Zahlen stimmen“, wenn sie nur hoch genug sind: Jeder Verkäufer will den höchsten Umsatz erzielen; alle Investoren wollen in dem besten Fonds mit der höchsten Performance anlegen; Nationen stehen im Wettbewerb um die besten Wirtschaftszahlen; renommierte Universitäten wollen nur Wissenschaftler mit den meisten Publikationen beschäftigen. Wer nicht durch eigene herausragende Leistungen zu den Besten gehört, hat einen massiven Anreiz zu betrügen. Und wir werden ebenfalls damit leben müssen, dass viele Täuschungen nur durch ausgesprochene Experten aufzudecken sind, bzw. sogar verborgen bleiben.

Fälschungen von Zahlen werden auch dadurch begünstigt, dass es in der Gesellschaft kaum ein Problembewusstsein hierfür gibt, sie gelten oft als Kavaliersdelikt. Als Straftatbestand gilt eine Fälschung nur, wenn sie unmittelbar zu einem Vermögensschaden führt, wie bei Geld- und Kunstfälschung. Speziell im Wissenschaftsbetrieb ist die strafrechtlich relevante direkte Zuordnung von Betrug und Schaden aber sehr schwierig.

Dies zeigt der Fall des Mediziners Andrew Wakefield, der 1998 angeblich nachgewiesen hatte, dass ein Zusammenhang zwischen Mumps-Impfungen und Autismus besteht. Nach Publikation seiner Studie brachen die Impfraten drastisch ein; in der Folge kam es wieder gehäuft zu Mumpsepidemien. Bis heute gilt seine Studie bei „Impfskeptikern“ als Beleg für ihre Ablehnung von Impfungen. Es dau-

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

erte 12 Jahre, bis man ihn endgültig entlarvte, seine Studie offiziell zurückzog und er in Großbritannien Berufsverbot erhielt. Dies störte Wakefield jedoch wenig, da er inzwischen in die USA ausgewandert war, wo das britische Berufsverbot nicht gilt und er in Ruhe weiterpraktizieren kann.¹⁴

Wakefield hat durch manipulierte Forschungsergebnisse indirekt viele schwere Gesundheitsschäden verursacht, musste trotz der Aufdeckung seines Schwindels aber hierfür nicht geradestehen. Im Gegenteil, wahrscheinlich hat er sogar beruflich massiv von seinem Image als „Kritiker der Pharmaindustrie“ profitiert.

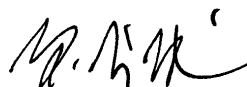
Wie kann man sich gegen falsche Zahlen überhaupt schützen?

Betrugsversuche durch Zahlenfälschung sind nicht von vornherein zu verhindern. Man kann allerdings versuchen, sie zu erkennen oder den aus ihnen entstehenden Risiken entgegenzuwirken:

- 1) Zahlen sollte man nie für sich alleine blind glauben, sondern sie stattdessen immer in ihrem Kontext sehen. Trotz aller Widrigkeiten sollte versucht werden, ihr Zustandekommen soweit wie möglich logisch nachzuvollziehen.
- 2) Eine unabhängige Überprüfung von Zahlen sollte immer Voraussetzung dafür sein, dass man sie ernst nimmt. Dies ist zwar kein Allheilmittel – weil man auch Testverfahren oder Peer-Reviews manipulieren kann – würde die Anzahl von Fälschungen aber schon deutlich reduzieren.
- 3) Eine genaue Überprüfung sollte insbesondere erfolgen, wenn mit Zahlen etwas belegt wird, was in offensichtlichem Widerspruch zu sonstigen Erkenntnissen steht. Dies gilt gerade, wenn die Zahlenlieferanten besonders vertrauenswürdig scheinen. Volkswagen hat niemand misstraut, obwohl Konkurrenten es nie schafften, ähnlich leistungsfähige und umweltfreundliche Dieselmotoren auch nur annähernd so kostengünstig herzustellen wie die Wolfsburger. Als Andrew Wakefield einen angeblichen Zusammenhang zwischen Mumpsimpfungen und Autismus herausgefunden hatte, schien er aufgrund seiner „David gegen Goliath“-Position vielen Menschen sogar glaubwürdiger als die allgemein misstrauisch beäugte Pharmaindustrie.
- 4) Abhängigkeiten von bestimmten Zahlen sollten vermindert und Risikokonzentrationen vermieden werden. Bei Anlegern ist dies relativ einfach möglich durch Diversifikation.
- 5) Trifft man Entscheidungen auf der Basis von Zahlen, sollte man – wenn möglich – in Anlehnung an Benjamin Grahams Konzept eine „Sicherheitsmarge“ mit einkalkulieren, also ein Risikopolster für die Konsequenzen, falls Zahlen sich im Nachhinein als falsch herausstellen.
- 6) Entscheidungen unter Zeitdruck – gerade im Investmentbereich an der Tagesordnung – sind ein wesentlicher Faktor, warum Zahlen oft einfach kritiklos übernommen werden. Eine Entschleunigung von Entscheidungsprozessen kann dabei helfen, zumindest groben Fälschungen auf die Schliche zu kommen. Bei raffinierten Manipulationen hilft aber auch das nicht.

All dies ändert nichts daran, dass wir bei Zahlen, „die stimmen“, auf Anhieb nie genau wissen werden, ob sie wirklich richtig sind oder passend gemacht wurden. Und gerade bei den besten Zahlen ist leider besonders oft zu befürchten, dass sie nicht wirklich stimmen.

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



Moral Hazard in der Automobilindustrie

Von Karl-Heinz Thielmann

In der vergangenen Ausgabe von *Mit ruhiger Hand* habe ich in dem Beitrag „Die schwierige Zukunft der Automobilindustrie“ elf grundlegende Entwicklungen und Themen analysiert, welche die weitere Entwicklung der Fahrzeugbranche bestimmen werden. Insbesondere die wachsende Bedeutung der Produktqualität war dabei ein Kernpunkt. Mit dem Aufbrechen des Volkswagen-Skandals vor zwei Wochen wurde klar, dass diese Analyse um einen Aspekt ergänzt werden muss, der vielleicht sogar zur größten Herausforderung für den Sektor werden kann: das bewusste Inkaufnehmen von – teilweise lebensgefährlichen – Qualitätsmängeln bzw. das Verfälschen von Leistungsdaten.

Die potenziellen Schäden aus dem Betrugsfall für Volkswagen verdeutlichen, warum das Problem so wichtig ist: Direkte Kosten entstehen aus Strafzahlungen möglicherweise in Milliardenhöhe, Rückrufaktionen sowie aus Marketingmaßnahmen, um das Vertrauen der Kunden wieder herzustellen. Weiterhin wird es juristische Kosten aus Schadensersatzklagen geben, die – selbst bei ihrem Scheitern – zunächst einmal hohe Anwaltsrechnungen bedingen. Kaum abschätzbar ist der Schaden für die Marke eines Unternehmens, das sich als umweltfreundlicher Qualitätsanbieter positioniert hat.

Insofern reflektiert der Verlust an Marktwert von ca. 30 Mrd. €, den Volkswagen seit Bekanntwerden des Skandals verbuchen musste, durchaus ein mögliches Negativ-Szenario. Glücklicherweise hat der Aufsichtsrat relativ schnell reagiert. Durch die Zusammenarbeit mit den Behörden, eigene Ermittlungen sowie die Auswechslung von einigen möglicherweise verwickelten Managern wird Schadensbegrenzung betrieben. Das Festhalten an Hans Dieter Pötsch als designierten Aufsichtsratsvorsitzenden ist allerdings auch ein Signal dafür, dass die Bereitschaft Konsequenzen zu ziehen begrenzt ist.

Das Massengeschäft des Automobilbaus: anfällig für Betrug und grob fahrlässiges Verhalten

Das Massengeschäft im Automobilbau ist gerade in den entwickelten Industriestaaten seit Jahrzehnten von einem harten Verdrängungswettbewerb gekennzeichnet, der nicht selten mit intensivem Preiskampf verbunden ist. Hohe Kapitalkosten müssen mir dünnen Margen verdient werden, was nicht jedem gelingt. Kurzfristige Verkaufserfolge werden von Managements oft als wichtiger eingeschätzt als langfristige Kundenzufriedenheit. Dabei ist die Versuchung oft groß, Qualität zu opfern oder Risiken auf Kosten der Kunden einzugehen, nur um über niedrigere Preise die Kunden an sich zu ziehen. Anreize zum Moral Hazard, also rücksichtslosem Verhalten zulasten Anderer, sind groß.

Hierbei ist es eine große Verführung, dass die Schäden aus einem solchen Verhalten erst Jahre später sichtbar werden. Die Verantwortlichen haben längst ihre Erfolgsprämien kassiert und sind vielfach schon weitergezogen, wenn die Bombe platzt. Damit ähnelt die Anreizstruktur fatal der Bonuskultur bei vielen Finanzdienstleistern, die durch die Krise 2008 traurige Berühmtheit erlangt hat: Kredite wurden ohne Bonitätsprüfung vergeben; gravierende Risiken in scheinbar harmlosen Finanzprodukten versteckt. Solange alles gut läuft, fragt niemand nach. Erscheint der Schaden Jahre später, ist das Gejammer groß. Der jüngste Skandal bei VW ist deswegen kein Einzelfall, sondern steht in einer Reihe mit vielen zweifelhaften Entwicklungen in der gesamten Wirtschaft.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Gerade bei den Massenherstellern im Automobilbau gibt es eine beunruhigende Kontinuität von dubiosen Vorgängen, wie die Auswahl folgender Beispiele zeigt:

1) Ignacio López – der Produktivitätszauberer

Man mag es heute kaum noch glauben: Autos der Marke Opel hatten in Deutschland vor 30 Jahren noch den Ruf besonderer Zuverlässigkeit. Der Mann, der dies änderte und damit die Marke langfristig stark beschädigte, hieß Ignacio López.¹ 1979 startete er als Leiter eines GM-Werkes in Saragossa und konnte dort bald sagenhafte Produktivitätssteigerungen erzielen. Rasch machte er im europäischen Konzern als Chef-Einkäufer Karriere, weil er mit einem simplen Erfolgsrezept die Kosten verminderte – und damit die Gewinne erhöhte: Zulieferer in aggressiven Verhandlungen zu Preiszugeständnissen zu bewegen.

Auch wenn López anfangs echte Effizienzgewinne machen konnte, führte der permanente Druck auf Zulieferer letztlich dazu, dass sie die Qualität der Teile verminderten. Dies wiederum schlug sich in einer niedrigen Qualität des Endprodukts nieder, die jedoch oft erst Jahre später sichtbar wurde.

López wurde 1993 von Ferdinand Piëch zu Volkswagen geholt und erwarb sich dort schnell den Spitznamen „der Würger von Wolfsburg“. Zum Glück für Volkswagen stolperte López jedoch darüber, dass er (angeblich) bei GM firmeninterne Unterlagen mitgehen ließ und deswegen 1996 zurücktreten musste, um eine gerichtliche Untersuchung zu vermeiden.

In der Branche gibt es nach wie vor die Bezeichnung „López-Effekt“ als Synonym für billige und oft mangelhafte Bauteile. Auf López wird ebenfalls zurückgeführt, dass Bauteile zusammengefügt werden, wenn dies die Produktion vereinfacht, selbst wenn der Kunde für relativ einfache Reparaturen später durch umfangreichere und teure Montageleistungen benötigt. Beispielsweise beim Golf IV wurde das Blinkerrelais in den Warnblinkschalter im Armaturenbrett verlegt, wodurch bei einem Defekt des Relais der komplette Warnblinkschalter erneuert werden muss.

Die Vorgänge um den Clean-Diesel erinnern fatal an die Methoden von López: Lieber minderwertiges Material verwenden und Leistung vortäuschen als den vorgegebenen Ansprüchen gerecht zu werden, schien auch hier das Motto zu sein.

2) Ford: von einem Desaster zum nächsten

Die meisten Technik-Skandale der letzten Jahrzehnte hat wahrscheinlich Ford aufzuweisen.² Die Misserfolgs-Serie des US-Autobauers fing mit Problemen beim Fords Pinto an, der in den 70er Jahren zu den bestverkauften US-Modellen gehörte. 1978 wurde jedoch entdeckt, dass der Benzintank ungenügend gesichert war und deswegen bei Unfällen explodieren konnte. Hunderte von schweren Gesundheitsschäden bis zu Todesfällen werden hierauf zurückgeführt.

Insbesondere für Verärgerung sorgte damals, dass dem Management der Mangel bekannt war, es sich aber bewusst dazu entschloss, lieber im Fall von Unfällen mit Personenschäden Schadensersatz zu zahlen, als das Auto neu zu konstruieren. Ford war in der Folge das erste US-Unternehmen, gegen das eine Kriminaluntersuchung eingeleitet wurde. Eine Anklage wegen fahrlässiger Tötung endete jedoch erfolglos.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

1996 musste Ford 8,7 Millionen Autos wegen fehlerhafter Zündschlösser zurückrufen, die Brände auslösen konnten. Dies war damals der größte Rückruf aller Zeiten.

2000-2001 kam es zu verschiedenen Unfällen beim Ford Explorer und anschließenden Überschlägen mit insgesamt 240 Todesopfern. Zwischen Ford und Reifenhersteller Firestone kam es in der Folge zu einem heftigen Streit, ob nun Reifen oder Konstruktionsweise des Wagens verantwortlich waren.

Zwischen 1999-2009 musste Ford insgesamt 14,3 Millionen Fahrzeuge zurückrufen, weil der Tempomat Brände auslöste. Dieser Vorgang gilt als besonders peinlich, weil die Firma 10 Jahre benötigte, um das Problem in den Griff zu bekommen.

3) GM: Zündelnde Ignoranz

Auch wenn Ford möglicherweise die meisten Skandale hatte, so ist zuletzt insbesondere der Hauptkonkurrent GM mit dem bis 2014 größten Rückruf aufgefallen: In diesem Jahr wurden fast 30 Millionen Fahrzeuge weltweit zurückgerufen, in die gefährliche Zündschlösser eingebaut wurden. Auf diese sollen Unfälle mit 124 Toten zurückgehen.³

Seit 2005 war das Problem dem damaligen Management bekannt. Anstatt es zu beheben, wurde es verschleiert, bis im Rahmen eines Strafprozesses Akten hierzu beschlagnahmt wurden. Erst nach einem Managementwechsel bei GM zu Mary Barra wird ernsthaft gegen die Mängel intern vorgegangen. Bisher wurden 600 Millionen US\$ an Schadensersatz gezahlt, weitere 900 Millionen US\$ werden demnächst an die U.S. Regierung fällig, um die Kriminaluntersuchung zu vergleichen.

4) Takata: Sicherheit als Todesfalle

Der Rückruf von GM wird inzwischen durch den Rückruf des Zulieferers Takata übertroffen, die zwischenzeitlich einen Weltmarktanteil von ca. 20% bei Airbags. Von 2013 bis Mai 2015 wurden 34 Millionen Fahrzeuge prüft, weil Takata-Airbags unvermittelt auslösen können. Mindestens 6 Tote und Hunderte Verletzte sollen hierauf zurückzuführen sein. Wahrscheinlich wird es aber noch mehr Rückrufe geben, da immer mehr Airbag-Modelle dieses Herstellers unter Verdacht geraten.

Auch hier waren die Probleme länger bekannt (angeblich seit 1999); Takata hat sich jedoch lange gegen Rückrufe zur Wehr gesetzt und die Aufklärung blockiert. Wegen mangelnder Kooperation bei den Ermittlungen hatten die US-Behörden sogar im Februar eine Strafe von täglich 14 000 US\$ verhängt, solange der Konzern sich weigert, mit den Aufsehern konstruktiv zusammenzuarbeiten. Erst im Juni wurde der mutmaßlich ursächliche Treibstoff ersetzt; ein Entschädigungsfonds für Opfer wird nach wie vor verweigert.⁴

Das Verhalten von Takata hat allerdings viele Autohersteller lange nicht davon abgehalten, weitere Aufträge an den in Verruf geratenen Zulieferer zu vergeben. Erst kürzlich entschlossen sich Fiat und Toyota, die Zusammenarbeit zu beenden; andere kaufen nach wie vor Takata-Airbags.

5) Toyota: Das Motto „Hauptsache keinen Fehler eingestehen“ machte alles noch schlimmer

Toyota galt jahrzehntelang als führend beim Qualitätsmanagement und der Sicherheit. Dies hat das japanische Vorzeigeunternehmen anscheinend zu selbstgefällig werden lassen. Denn als dann tat-

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

sächlich ernsthafte Probleme auftraten, wurde lieber jahrelang versucht, sie unter den Teppich zu kehren, anstatt Sicherheitsmängel einzugestehen. 2014 wurde dann zum unangenehmen Jahr der Wahrheit für Toyota. Der Hersteller musste wegen mehrjähriger Täuschung von US-Verbrauchern und Behörden Strafzahlungen von 1,2 Mrd. US\$ zustimmen.

Seit 2008 kam es bei populären Modellen von Toyota immer wieder zu sog. Selbstbeschleunigungen. Grund hierfür waren sowohl rutschige Fußmatten wie auch ein Konstruktionsfehler beim Gaspedal. Als diese Probleme intern bekannt wurden, reagierte Toyota damit, dass die Werkstätten angewiesen wurden, nur im Fall von ausdrücklichen Kundenbeschwerden das Pedal auszutauschen. Als es dann häufiger zu Unfällen kam, wurden im Rahmen eines Rückrufs einige Fußmatten ausgetauscht, aber nicht alle. Gegenüber den Aufsichtsbehörden wurde das technische Problem mit den Pedalen systematisch verschleiert. Eine Neukonstruktion der Pedale wurde sogar verhindert aus Angst, dass so die Aufseher auf das Problem aufmerksam gemacht werden könnten. Stattdessen versuchte Toyota einige Zeit, weitere Unfälle auf „Fahrfehler“ der Kunden zu schieben.⁵

6) Hyundai-Kia und die viel zu guten Verbrauchsdaten

Hyundai hat sich in den letzten Jahren einige Absatzerfolge durch ein für das jeweilige Marktsegment sowohl hochwertiges wie preisgünstiges Angebot erarbeitet. Um so ärgerlicher war, dass die U.S. Umweltbehörde EPA 2014 herausfand, dass die Angaben für Verbrauchsdaten bei zwischen 2011 und 2013 verkauften Modellen nicht stimmten. Strafzahlungen in Höhe von 300 Million US\$ sowie Schadensersatzleistungen in Höhe von 400 Million US\$ waren die Folge.²

7) Die Lobbyarbeit der Autokonzerne: Interessenvertretung auf die ganz platte Tour

Gibt man die Worte „Auto“ und „Lobby“ bei Google in das Suchsystem ein, erhält man ca. 50 Mio. Treffer. Sehr viele davon bestehen aus relativ kritischen Presseberichten. Auch andere Branchen haben ihre Interessenvertreter, die aber äußerst selten in der Öffentlichkeit eine so negative Resonanz erfahren. Dies hat stark dazu beigetragen, dass nach Aufdeckung des VW-Skandals gleich die ganze Branche unter Generalverdacht geriet.

Ursächlich hierfür sind zwei Gründe: Zum einen verstoßen viele Autolobbyisten relativ offensichtlich gegen die erste Grundregel der Lobbyarbeit: Diskretion. Während die Interessenvertreter anderer Branchen versuchen, still im Hintergrund zu wirken, scheinen viele Autolobbyisten eher die Publicity zu lieben. Dies hat nicht zuletzt damit zu tun, dass sich viele Ex-Politiker wie z. B. VDA-Chef Wissmann unter ihnen finden, die sich sehr gerne in Presse präsentieren.

Weiterhin hat die Ungeniertheit, mit denen die Autolobbyisten politische Entscheidungen in ihrem Sinne beeinflussen, Verärgerung ausgelöst. Negative Aufmerksamkeit hat insbesondere gefunden, dass in Europa Normen für Verbrauchs- und Abgastests offiziell so gestaltet wurden, dass sie die realistische Werte im täglichen Einsatz nicht widerspiegeln. Unabhängige Tests legen nahe, dass z. B. die CO₂-Emissionen durchschnittlich ca. 40% höher sind als offiziell ermittelt. 2000 waren dies noch ca. 10%.⁶ Verbrauchsdaten für fast identische Fahrzeuge werden in USA i.d.R. viel höher angegeben als in Europa. Die offiziellen Testmethoden in der EU gelten inzwischen quasi als behördlich zertifizierte Verbrauchertäuschung. Z. B. der Economist hat sie deshalb unlängst als „Farce“ bezeichnet.⁷

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

8) Der lange Schatten des Ferdinand Piëch

Ferdinand Piëch hat lange die Rolle des Dr. Jekyll und Mr. Hyde bei Volkswagen gespielt. Einerseits war er ein genialer Unternehmer, der die Grundlagen für den bisherigen Erfolg legte. Andererseits kannte er wenig Skrupel bei der Verfolgung seiner Ziele. In seiner Ära gab es viele dubiose Vorgänge wie die Umstände der Abwerbung von Ignacio López 1993 oder die 2005 aufgedeckte Bestechung von Betriebsräten. Es ist kein Zufall, dass die Vorgänge um den Clean-Diesel Betrug auf eine Zeit zu datieren sind, als sein Einfluss im Unternehmen noch allgegenwärtig war. Er wird wahrscheinlich nicht direkt für den Betrug verantwortlich zu machen sein; wohl aber für das geistige Klima, welches ihn ermöglicht hat.

Martin Winterkorn ist letztlich daran gescheitert, dass er trotz aller eigenen Bemühungen nicht aus dem Schatten von Piëch herausgetreten ist. Er setzte auf Wachstum und vernachlässigte das Aufräumen. Dies muss jetzt sein Nachfolger dringend nachholen, sonst droht Volkswagen der Niedergang – wie den einstmals dominierenden US-Wettbewerbern. Qualität ist als Wettbewerbsfaktor wichtiger denn je. Das Image als Qualitätsanbieter und die Glaubwürdigkeit müssen so schnell wie möglich wieder hergestellt werden. Hierzu sind drastische – und kurzfristig auch sehr teure – Maßnahmen notwendig. Wenn dies schnell und konsequent geschieht, ergibt sich aus der Krise für den Wolfsburger Autobauer vielleicht sogar eine Chance.

Die Automobilbranche muss die Glaubwürdigkeit gerade für Anleger wiederherstellen

Der Betrug bei Volkswagen ist kein Einzelfall. Verglichen mit den anderen Beispielen, bei denen teilweise viele Menschenleben aufs Spiel gesetzt wurden, erscheint der Schwindel mit den falschen Abgaswerten sogar fast harmlos. Insofern muss auch die Reaktion vieler Kommentatoren hierauf, welche die Firma Volkswagen an sich; „Made in Germany“ oder sogar die ganze deutsche Volkswirtschaft gefährdet sahen, eher als Medienhysterie denn als realistische Lagebeurteilung einschätzen.

Insbesondere der Gleichmut, mit dem viele Kunden in der Vergangenheit trotz aller Sicherheitsprobleme weiterhin Autos von Ford, GM oder Toyota kauften, lässt vermuten, dass Volkswagen in der Folge nur eine Absatzdelle, aber keinen Umsatzeinbruch erfährt.

Dennoch werden wahrscheinlich die US-Behörden relativ hart gegen Volkswagen und die dort Verantwortlichen vorgehen. Nach den Vereinbarungen mit GM und Toyota sind sie stark dafür kritisiert worden, dass zwar die Unternehmen heftige Geldstrafen bekamen, den persönlich verantwortlichen Managern jedoch gleichzeitig Straffreiheit gewährt wurde. Dies könnte sich jetzt ändern.

Vor allem müssen die Anreize zum Moral Hazard in der Industrie beseitigt werden. Dass unlängst die 5 größten Autobauer der Welt von Skandalen betroffen waren, die mit bewusster Täuschung bzw. Verschleierung von Risiken zusammenhingen, zeigt, wie dringend ein Wandel in der Branche erforderlich ist. Wenn dieser nicht erfolgt, muss man als Anleger diesen Sektor grundsätzlich meiden bzw. einen hohen Risikoabschlag einkalkulieren. Die Bewertungen im Finanzsektor leiden nach wie vor stark unter einem Generalverdacht nach der Finanzkrise. Auch solide Institute sind durchweg viel niedriger bewertet als Industrieaktien. Insofern sollte man sich bei allen großen Autobauern schnell darum kümmern, dass wieder Vertrauen in die Branche entsteht, sonst droht hier ähnliches.

Warren Buffett und das Risiko

Teil 1: Spielen wir Poker oder Roulette?

Von Karl-Heinz Thielmann

Dass Warren Buffett einer der erfolgreichsten Investoren der Welt ist, gehört inzwischen zu den Allgemeinplätzen an den Kapitalmärkten. Von 1965 bis 2014 hat seine Beteiligungsgesellschaft Berkshire Hathaway nominal gerechnet mit jährlich +21,7% eine ungefähr doppelt so hohe Wertsteigerung erzielt wie der US-Aktienmarkt (9,9% p.a.). Inflationsbereinigt war die Performance mit +16,8% p.a. sogar ca. dreimal so hoch wie beim Index S&P 500 (incl. Dividenden).

Unzählige Bücher sind erschienen, die nach seinem speziellen Investmentrezept suchen. Dennoch fördert die zahlreiche Literatur zu Buffett zumeist nur Allgemeinplätze zutage: So investiert er bevorzugt in überdurchschnittliche Unternehmen und vermeidet hohe Bewertungen. Dies versuchten andere Anleger gleichfalls, ohne dass es ihnen jedoch gelungen ist, Buffetts Erfolg auch nur annähernd zu wiederholen. Das Prinzip in moderat bewertete Qualitätsaktien zu investieren, ist ein wesentlicher Grund für Buffetts Erfolg, reicht zur Erklärung der überragenden Zahlen aber nicht aus.

Die Analyse „Buffett's Alpha“¹ des Wirtschaftswissenschaftlers Lasse Pedersen (et al.) hat 2012 einen weiteren Grund für die starke Performance zutage gefördert: eine leichte Hebelwirkung. Diese ergibt sich daraus, dass Berkshire Hathaway aufgrund des Versicherungsgeschäfts permanent einen Zufluss an Liquidität hat, die allerdings rein rechtlich gesehen den Versicherten zusteht. Hierdurch gelangt Berkshire Hathaway zu sehr günstigen Konditionen (praktisch zinsfrei) an Fremdkapital, ohne sich von Banken oder dem Kapitalmarkt abhängig zu machen.

Im folgenden Text (sowie in der Fortsetzung in der nächsten Ausgabe) wird die These aufgestellt, dass neben dem Fokus auf billige Qualitätsaktien sowie der leichten Hebelung ein weiterer Faktor für Buffetts Erfolg sehr zentral ist: die Art und Weise, wie er mit dem Thema Risiko umgeht. Damit unterscheidet er sich grundlegend von der heutzutage an den Kapitalmärkten üblichen Vorgehensweise. Die Überlegenheit seines Umgangs mit Risiko zeigt sich gerade in schwachen Börsenphasen, in denen er sich zumeist sehr deutlich vom Gesamtmarkt absetzen konnte.

Berkshire Hathaway erzielt die Outperformance vorwiegend in schwierigen Börsenzeiten

Beim Vergleich der jährlichen Performancezahlen des S&P 500 (als für den Markt repräsentativen Index) und von Berkshire Hathaway, fällt auf, dass beide in den vergangenen 50 Jahren teilweise gravierend voneinander abwichen. Die Wertentwicklung von Buffetts Gesellschaft reflektierte damit nur sehr selten die Entwicklung des Gesamtmarktes. Dies zeigte sich ebenfalls darin, dass die Zeiträume mit Outperformance keinesfalls regelmäßig ausfielen. Nur in 34 der 50 Jahre entwickelte sich der Börsenwert von Berkshire Hathaway besser als beim S&P 500 (incl. Dividenden), in 16 Jahren hingegen blieb die Gesellschaft hinter dem Markt zurück.

Insbesondere wurde die überdurchschnittliche Wertentwicklung von Berkshire Hathaway gesichert, weil es gelang, in negativen Börsenjahren Verluste zu begrenzen oder ganz zu vermeiden. Dies zeigt

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

sich daran, dass in den Jahren mit einer negativen Marktentwicklung die Börsenkursentwicklung von Berkshire Hathaway nur zweimal (1974 & 1990) schlechter abschnitt als der Leitindex. Während in diesen Verlustjahren der S&P 500 einen durchschnittlichen Rückgang von 14,3% zeigte, entwickelte sich der Börsenwert der Gesellschaft mit einem Zugewinn von 1,6% relativ stabil. Der Buchwert konnte in den Verlustjahren des S&P 500 sogar um durchschnittlich 10,7% gesteigert werden.

Betrachtet man nur die Gewinnjahre für den Markt, war die durchschnittliche Performance der Gesellschaft mit 23,1% im Vergleich zum S&P 500 mit 18,7% ebenfalls besser. Allerdings ist diese Outperformance

bei Weitem nicht so deutlich wie in Verlustjahren für den Markt. Zudem schaffte es Buffett nur in 25 von 39 Gewinnjahren (also ca. 2/3) für den Markt zu übertreffen; während Berkshire Hathaway in 14 Gewinnjahren des Marktes schlechter abschnitt als dieser.

Insbesondere die letzten beiden Ergebnisse stehen im offensichtlichen Widerspruch zu dem derzeit am Kapitalmarkt üblichen Risikoverständnis. Denn Berkshire Hathaway ist – im Gegensatz zum Markt – nicht nur gehebelt, sondern die Kursentwicklung hatte nach den Berechnungen von Lasse Petersen auch noch mit 24,9% eine deutlich höhere Volatilität als der Marktindex mit 15,8%.² Damit müsste die Gesellschaft eigentlich prädestiniert dafür sein, gerade in Abwärtsphasen stärker als der Markt zu verlieren. Allerdings ist dies Buffett das letzte Mal 1974 passiert. Die starke Performance bei Kursrückgängen demonstriert herausragende defensive Qualitäten, die Berkshire Hathaway mit Blick auf übliche Risikokennziffern wie Hebel oder Volatilität gar nicht haben dürfte.

Buffett und die Modern Portfolio Theory

Angesichts des herausragenden Erfolges von Buffett in Abwärtsphasen des Marktes liegt es also nahe anzunehmen, dass sein Investmenterfolg nicht nur mit der Methode der Auswahl von Investments, sondern vielmehr mit der Art seines praktischen Risikomanagements zu tun hat.

Warren Buffett hat in seinen Texten und Reden nirgends eine Gesamtdarstellung seines Ansatzes in Bezug auf Risiko vorgenommen. Allerdings gibt es in seinen verschiedenen Veröffentlichungen sehr viele Aussagen zu dem Thema, die zusammengefasst ein logisch konsistentes Gesamtbild bilden.

Eine besondere Rolle für Buffetts Auseinandersetzung mit Risiko hat die Abgrenzung zur Modern Portfolio Theory gespielt. Sie prägt den an den Finanzmärkten derzeit allgemein übliche Umgang mit Risiken – und damit ebenfalls die üblichen Ausrichtungen des Risikomanagements. Dank ihr hat sich die Volatilität von Wertpapieren sowohl in der ökonomischen Theorie wie auch im praktischen Gebrauch an den Finanzmärkten als das gängige Risikomaß durchgesetzt.

Sie geht auf Harry Markowitz zurück, der mit einem 1952 erschienenen Aufsatz diese Richtung begründete.³ Dabei stellte er folgende Behauptungen auf, die für die heutigen akademischen Finanzwissenschaften grundlegend wurden:

	Berkshire Hathaway		S&P 500
	Buchwert	Börsenwert	reinvestiert
2008	-9,6%	-31,8%	-37,0%
1974	5,5%	-48,7%	-26,4%
2002	10,0%	-3,8%	-22,1%
1973	4,7%	-2,5%	-14,8%
2001	-6,2%	6,5%	-11,9%
1966	20,3%	-3,4%	-11,7%
2000	6,5%	26,6%	-9,1%
1969	16,2%	19,4%	-8,4%
1977	31,9%	46,8%	-7,4%
1981	31,4%	31,8%	-5,0%
1990	7,4%	-23,1%	-3,1%
Durchschnitt	10,7%	1,6%	-14,3%

Quelle: Berkshire Hathaway Annual Report 2014

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

- 1) Das Risiko von Wertpapieren kann durch Wahrscheinlichkeitsverteilungen von Renditen beschrieben werden.
- 2) Risiko steht in einem quantifizierbaren Zusammenhang mit Ertrag.
- 3) Die Risiko-Gesamtbetrachtung von mehreren Wertpapieren erfordert eine andere Herangehensweise als diejenige von einzelnen Wertpapieren.
- 4) Insbesondere die Interdependenzen zwischen den Risiken der einzelnen Wertpapiere spielen eine große Rolle bei der Portfoliokonstruktion. Durch Kombination von Wertpapieren mit unabhängigen Risiken kann man das Gesamtrisiko sehr stark mindern.

Liest man Buffetts Aussagen zum Thema Risiko, so fällt auf, dass er keiner dieser Aussagen uneingeschränkt zustimmen würde. Die ersten beiden Aussagen sieht Buffett als rundweg falsch und irreführend an. Die dritte und vierte These von Markowitz werden durch Buffett sehr stark relativiert.

Stattdessen lassen sich in Buffetts Veröffentlichungen zwölf Grundaussagen zum Thema Risiko herausfiltern, die teilweise die Modern Portfolio Theory (und vor allem die Art, wie sie heute interpretiert wird) auf den Kopf stellen. Diese möchte ich im Folgenden so zusammenfassen:

- 1) Warren Buffett definiert Risiko anders, als es derzeit üblich ist.
- 2) Für Buffett ist Risiko nicht nur etwas Externes, was vom Markt kommt, sondern vielmehr auch sehr stark endogen im Anlageverhalten der Investoren angelegt.
- 3) Risiko lässt sich für Buffett nicht in einer Zahl ausdrücken.
- 4) Speziell Wahrscheinlichkeitsverteilungen sind in den Unsicherheitssituationen des Finanzmarktes zur Risikomessung ungeeignet.
- 5) Die „begründete Wahrscheinlichkeit“ wird als Konzept zur Risikobeurteilung eingesetzt.
- 6) Das Eingehen von Risiken ist für Anleger unvermeidlich.
- 7) Risiko steht nicht in einem eindeutigen Zusammenhang mit Rendite.
- 8) Kurzfristige Markt-Volatilität wird eher als Chance und weniger als Risiko gesehen.
- 9) Ein selbstkritischer Umgang mit dem eigenen Unwissen sowie den gemachten Fehlern spielt eine große Rolle bei der Risikominderung.
- 10) Moderate Diversifikation ist besser als eine hohe.
- 11) Verlustvermeidung hat eine besondere Bedeutung.
- 12) Verschuldung wird nur ohne die üblicherweise damit verbundenen Risiken eingesetzt.

Im heutigen Beitrag wird vor allem das Verständnis von Risiko bei Buffett thematisiert, auf das sich die ersten vier Aussagen beziehen. Die Fortsetzung in der nächsten Ausgabe von *Mit ruhiger Hand* behandelt die übrigen 8 Punkte, bei denen es um die praktischen Konsequenzen geht, die Buffett für sich und andere Anleger gezogen hat.

1) Was versteht Warren Buffett eigentlich unter Risiko?

Das Verständnis von Risiko bei der Kapitalanlage von Buffett hängt eng damit zusammen, wie er überhaupt „Investment“ definiert, denn diese Definition ist genauer als in der Finanz-Wissenschaft sonst üblich. Im Vorwort vom Geschäftsbericht für 2011 schrieb er:

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

„Mit ‚Investieren‘ wird oft der Prozess bezeichnet, bei dem Geld ausgegeben wird, um in der Zukunft mehr Geld zu erhalten. Bei Berkshire Hathaway folgen wir einem anspruchsvolleren Ansatz: Investieren wird als der Prozess beschrieben, bei dem Kaufkraft an Andere transferiert wird, wobei die begründete Erwartung besteht, dass man - auch nach Abzug von Steuern - mehr Kaufkraft in der Zukunft zurückbekommt. Oder kurz und bündig: Investieren ist ein Konsumverzicht in der Gegenwart, um zu einem späteren Zeitpunkt mehr konsumieren zu können.“

„Investing is often described as the process of laying out money now in the expectation of receiving more money in the future. At Berkshire Hathaway we take a more demanding approach, defining investing as the transfer to others of purchasing power now with the reasoned expectation of receiving more purchasing power — after taxes have been paid on nominal gains — in the future. More succinctly, investing is forgoing consumption now in order to have the ability to consume more at a later date.“⁴

Ziel des Investierens ist für Buffett eine Zugewinn in der Zukunft an Kaufkraft (= realer Wert des Geldes) und nicht einfach nur von mehr Geld (= nominale Menge des Geldes). Diese feine Unterscheidung zielt auf einen großen Schwachpunkt der modernen Finanzwissenschaft – insbesondere vieler der aktuell gebräuchlichen Studien auf Basis der „Modern Portfolio Theory“. Denn hierbei werden vorwiegend nominale Renditen betrachtet und somit Inflationseffekte ignoriert. Stattdessen wird in der Finanzwissenschaft das Risiko an der kurzfristigen Volatilität, also einem Maß für die Intensität von nominalen Preisschwankungen festgemacht.

Doch dies ist im Verständnis von Buffett völlig unsinnig, nicht nur weil kurzfristige Schwankungen wenig mit der langfristigen Wertentwicklung zu tun haben. (Hierzu mehr im übernächsten Abschnitt) Wichtiger ist, dass die Messgröße Geld (bei Buffett US\$) selbst instabil ist. Er weist im Jahresbericht für 2011 darauf hin, dass alleine zwischen 1965 und 2011 der US\$ um 86% an Kaufkraft verloren hat. Angeblich risikofreies Bargeld, das zwar keine Volatilität hat, aber durch Inflation permanent entwertet wird, ist deshalb für Buffett eines der riskantesten Investments überhaupt.⁴

Insofern ist es auch logisch, dass Buffett den möglichen Verlust von Kaufkraft durch Inflation als ein Hauptrisiko für Langfristanleger ansieht. Zumindest ist es das Hauptrisiko, was der Anleger nicht selbst beeinflussen kann. (Hierzu mehr im nächsten Abschnitt). Im Jahresbericht für 2011 schrieb er deshalb weiter:

„Der Risikogehalt eines Investments wird nicht durch das Beta (ein Wall Street Begriff, der die Volatilität umfasst und oft benutzt wird, um Risiko zu messen) gemessen, sondern durch die Wahrscheinlichkeit – und zwar die begründete Wahrscheinlichkeit – dass ein Investment bei seinem Besitzer einen Verlust an Kaufkraft über die gesamte Eigentumsdauer beschert.“

“The riskiness of an investment is not measured by beta (a Wall Street term encompassing volatility and often used in measuring risk) but rather by the probability — the reasoned probability — of that investment causing its owner a loss of purchasing power over his contemplated holding period.”

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Als bestes Mittel, sich gegen Geldentwertung abzusichern, sieht er Realkapital an, sofern es nicht regelmäßig hohe Werterhaltungsinvestitionen erfordert. So schrieb er in einer Betrachtung über die Risiken verschiedener Anlagekategorien:

„Ich bevorzuge Investments in produktive Anlagen, seien dies Unternehmen, Agrarbetriebe oder Immobilien. Idealerweise sollten diese Anlagen in Inflationszeiten in der Lage sein, Ergebnisse zu erreichen, welche die Kaufkraft erhalten, aber dabei minimalen neuen Kapitaleinsatz erfordern. Agrarbetriebe, Immobilien und viele Unternehmen wie Coca-Cola, IBM und die uns vollständig gehörenden See's Candy erfüllen beide Kriterien.“

„My own preference [...] is [...] investment in productive assets, whether businesses, farms, or real estate. Ideally, these assets should have the ability in inflationary times to deliver output that will retain its purchasing-power value while requiring a minimum of new capital investment. Farms, real estate, and many businesses such as Coca-Cola, IBM, and our own See's Candy meet that double-barreled test.“⁴⁵

Die Bevorzugung von Produktivkapital erfolgt trotz der damit verbundenen unternehmerischen Risiken. Hierbei differenziert Buffett aber deutlich zwischen Unternehmen, die geringe oder hohe Erhaltungsinvestitionen benötigen. Obwohl bei Letzteren das unternehmerische Risiko viel höher ist, bevorzugt er sie trotzdem in Hinblick auf das Inflationsrisiko gegenüber Bargeld. So schreibt er weiter:

„Bestimmte andere Unternehmen – man denke beispielsweise an unsere regulierten Versorger – erfüllen sie [Anm.: die oben genannten Kriterien] nicht, weil Inflation zu großen Kapitalanforderungen führt. Um mehr zu verdienen, müssen die Besitzer mehr investieren. Nichtsdestotrotz werden diese Anlagen nichtproduktiven oder an den Geldwert gekoppelten Anlagen überlegen sein.“

“Certain other companies — think of our regulated utilities, for example — fail it because inflation places heavy capital requirements on them. To earn more, their owners must invest more. Even so, these investments will remain superior to nonproductive or currency-based assets.”

Insgesamt wird aber deutlich, dass Buffett Risiko nicht auf eine Dimension reduziert. Ein Anleger ist mit verschiedenen – von ihm nicht beeinflussbaren – Risiken konfrontiert, die sich z. B. aus Marktschwankungen, unternehmerischer Tätigkeit oder Inflation ergeben. Buffett wägt diese verschiedenen Risiken aus der Perspektive des Langfristinvestors gegeneinander ab und kommt zum Schluss, dass gegenüber dem Inflations-Risiko andere Risiken i.d.R. weniger wichtig sind.

Als kurzfristiges Risiko ist für Buffett vor allem das Liquiditätsrisiko bedeutsam, also dass man möglichen Zahlungsverpflichtungen nicht nachkommen könnte und Zwangsverkäufe durchführen müsste. Dies sieht man deutlich in der Bilanz von BH: So besteht die Aktivseite nicht alleine aus Realkapital, sondern auch zu ca. 20% aus Liquidität und Staatsanleihen. Dies dient vorwiegend zur Absicherung gegen Liquiditätsrisiken, die speziell aus dem Versicherungsgeschäft resultieren. So schrieb Buffett im Bericht für 2011 über Staatsanleihen:

“Berkshire hält große Beträge von ihnen, insbesondere mit kurzen Laufzeiten. Eine zentrale Rolle bei Berkshire spielt die Notwendigkeit, ausreichende Liquidität zu gewährleisten. Hiervon wird nicht abgewichen, unabhängig davon, wie inadäquat die Zinsen auch erscheinen mögen. Aus dieser Notwen-

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

digkeit heraus halten wir vorwiegend U.S. Treasury Bills, das einzige Investment, bei dem eine hohe Liquidität selbst unter den schwierigsten ökonomischen Bedingungen gewährleistet ist. Normalerweise haben wir 20 Mrd. US\$; das absolute Minimum sind 10 Mrd. US\$."

*"Even so, Berkshire holds significant amounts of them, primarily of the short-term variety. At Berkshire the need for ample liquidity occupies center stage and will never be slighted, however inadequate rates may be. Accommodating this need, we primarily hold U.S. Treasury bills, the only investment that can be counted on for liquidity under the most chaotic of economic conditions. Our working level for liquidity is \$20 billion; \$10 billion is our absolute minimum."*⁶

Der Absicherungscharakter der Liquidität bei Buffett wird auch daran deutlich, dass er seine hohe Liquidität auch während der starken Kurseinbrüche nach der Finanzkrise aufrechterhielt. Trotz günstiger Einstiegskurse nutzte er nur vergleichsweise geringe Summen für den Aufbau neuer Positionen.

2) Anlegerverhalten als Haupt-Risikofaktor

Eine der zentralen Differenzen zwischen Buffett und der modernen Finanzmarkttheorie betrifft die Ursachen von Risiken an den Finanzmärkten: Abgesehen von der Inflation ist für Buffett das Risiko etwas, was die Anleger im Wesentlichen selbst verursachen und beeinflussen. Eines seiner wichtigsten Zitate ist deshalb:

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

*"Risk comes from not knowing what you're doing."*⁷

Für die Wirtschaftswissenschaft hingegen ist Risiko immer etwas, was außerhalb vom Anleger entsteht. Der Anleger kann es nicht beeinflussen, sondern muss es quasi hinnehmen. Er kann es allerdings messen, wobei das Risiko in zwei Komponenten zerfällt: das systematische Risiko, das sich durch den Markt ergibt; sowie das unsystematische, wertpapierspezifische Risiko.

Hierin liegen zwei grundsätzlich völlig unterschiedliche Auffassungen von der Position des Anlegers an den Kapitalmärkten begründet. Die Ökonomen Danielsson und Shin haben diese einmal durch eine Analogie zum Glücksspiel beschrieben, in dem sie fragten, welche Glücksspiel-Situation dem Agieren am Finanzmarkt am ehesten vergleichbar ist: Poker oder Roulette?⁸

Die Modern Portfolio Theory sieht die Anleger im Grunde wie Roulette-Spieler an: Alle möglichen Ergebnisse sind prinzipiell bekannt; zudem kann ihr Risiko mittels einer genau bestimmbaren Eintrittswahrscheinlichkeit beschrieben werden. Buffett sieht Investoren hingegen eher wie Poker-Spieler an: Die Ergebnisse sind prinzipiell nicht vorherbestimmbar, weil die Spieler und Umfeld auf komplexe Art und Weise miteinander interagieren. Psychologische Faktoren; Strategie und die Fähigkeit, in entscheidenden Situationen zu „bluffen“, spielen für den Erfolg letztlich eine größere Rolle als die Verteilung der Karten. Eine wichtige Rolle hierbei spielt, welche Erwartungen die Einzelnen Poker-Spieler über die Karten und das Verhalten der anderen haben. Die Interaktion auf Basis von Erwartungen bestimmt das Verhalten der Spieler – und letztlich auch ihr Gesamtergebnis.

Erfolgreiche Anleger gleichen schlechten Pokerspielern: Sie lassen sich durch das Verhalten der anderen in die Irre führen; neigen zur Selbstüberschätzung und haben eine ungenügende Strategie. Ihnen

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

fehlt Selbstdisziplin: Bei Erfolg werden sie zu gierig und gehen in der Folge zu hohe Risiken ein; bei Misserfolg begründen sie diesen mit externen Faktoren (Pech, Falschspiel durch Andere, etc.), aber nicht mit dem eigenen Unvermögen.

Wirtschaftlich negative Entwicklungen sind deshalb für Buffett weniger die Risikofaktoren, sondern vielmehr die Art und Weise, wie Anleger ihre Erwartungen über diese Entwicklungen bilden; und wie sie sich dabei von Anderen beeinflussen lassen und interagieren. Buffett geht davon aus, dass in den USA und vielen anderen Ländern die grundsätzlichen Antriebskräfte des Wirtschaftswachstums intakt sind. Allerdings unterliegt die wirtschaftliche Entwicklung starken zyklischen Schwankungen. Diese lassen sich weder in ihrem genauen Verlauf noch im Ausmaß genau prognostizieren. Hinzu kommen unregelmäßige Schocks durch Ereignisse, die aus komplexen Vorgängen resultieren und deshalb normalerweise kaum vorhersehbar sind.

Anleger tendieren oft dazu, kurz- bis mittelfristige Trends in die Zukunft weiterzudenken. Damit kommen sie aber oft zu völligen Fehleinschätzungen einer von langfristigen Zyklen geprägten Wirtschaftsentwicklung. Die Interaktion mit anderen Anlegern und die Beeinflussung durch die Presse verstärkt zumeist die Fehleinschätzungen. Gerade in der Nähe von Trendwenden ist das lineare Weiterdenken von Trends fatal und kann zu finanziell desaströsen Anlageentscheidungen führen.

Wie Anleger für sich selbst Risiko erzeugen, hat Buffett beispielsweise folgendermaßen beschrieben:

„Natürlich können Anleger durch ihr eigenes Verhalten den Aktienbesitz sehr riskant machen. Und viele machen das auch. Aktives Traden; Versuche des „Markttimings“; ungenügende Diversifikation, die Bezahlung von hohen und unnötigen Gebühren an Vermögensverwalter und Finanzberater; sowie der Gebrauch von Krediten können die ordentlichen Renditen zerstören, an den sich ein langfristiger Besitzer von Aktien sonst erfreuen könnte. Insbesondere Wertpapierkredite haben keinen Platz im Werkzeugkasten des Investors: Jederzeit kann an den Märkten alles Mögliche passieren. Kein Berater, Ökonom oder TV-Journalist – und ganz bestimmt nicht Charlie oder ich – können vorhersagen, wann der Markt im Chaos versinkt. Marktprognostiker füllen nur das Ohr, aber nie das Portemonnaie.“

“Investors, of course, can, by their own behavior, make stock ownership highly risky. And many do. Active trading, attempts to “time” market movements, inadequate diversification, the payment of high and unnecessary fees to managers and advisors, and the use of borrowed money can destroy the decent returns that a life-long owner of equities would otherwise enjoy. Indeed, borrowed money has no place in the investor’s tool kit: Anything can happen anytime in markets. And no advisor, economist, or TV commentator – and definitely not Charlie nor I – can tell you when chaos will occur. Market forecasters will fill your ear but will never fill your wallet.”⁹

Selbst Finanzmarktschocks sind für Buffett nur insofern ein Risikofaktor, als dass man nicht genau vorhersagen kann, wann sie kommen, welche konkrete Ursache sie haben, sowie wie stark sie sein werden. Aber dass irgendwann einer kommt, damit sollte man auf jeden Fall rechnen. Auch damit, dass Anleger durch ihre Interaktion im panischen Verhalten diese Finanzmarktschocks erst richtig schlimm machen (und damit diese als endogenes Risiko kreieren), ist erwartbar. Insofern sollte man immer darauf vorbereitet sein und sich nicht davon irritieren lassen, da es sich bei solchen Schocks und ihren negativen Auswirkungen um vorübergehende Phänomene handelt.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Denkt man Buffetts Argumente weiter, so erzeugen Anleger gerade durch die praktische Verwendung der Modern Portfolio Theory im heutzutage üblichen Risikomanagement selbst ihr eigenes Risiko; und das in dreifacher Hinsicht:

- 1) Zum einen, weil sie durch den Fokus auf Volatilität ein verzerrtes Bild der tatsächlichen Risiken haben. (mehr dazu im nächsten Abschnitt)
- 2) Des weiteren, weil sie dazu verführt werden, zum Zweck der Volatilitätsdämpfung durch breite Risikostreuung Anlagen zu kaufen, die sie selbst gar nicht richtig einschätzen können. (Dieser Punkt wird in der nächsten Ausgabe eingehender behandelt)
- 3) Insbesondere aber, weil sie durch interdependentes Handeln die Risikosituation erst entstehen lassen, die sie eigentlich vermeiden wollen. Wenn Anleger z. B. in schwierigen Marktphasen Aktien verkaufen, um die Volatilität ihres Portfolios zu reduzieren, erzeugen sie durch diese Verkäufe die Volatilität erst.

Warum Menschen am Kapitalmarkt zu Fehleinschätzungen und –entscheidungen kommen, liegt auch in der menschlichen Psychologie begründet. Diese Erkenntnis ist im Rahmen der „Behavioral Finance“ inzwischen zwar Bestandteil des ökonomischen Theorie geworden, wird jedoch von vielen „Mainstream-Finanzwissenschaftlern“ immer noch relativ stark ignoriert. Buffett und sein Lehrmeister Benjamin Graham waren sich dessen schon sehr lange bewusst und haben ihr Anlageverhalten deswegen schon frühzeitig darauf eingestellt, die vielen Psychofallen des Aktienmarktes zu vermeiden. Gerade Buffetts Stellvertreter Charles T. Munger hat sich eingehend mit den verschiedenen Möglichkeiten beschäftigt, sich als Anleger am Kapitalmarkt selbst hereinzulegen. In seinem Text „The Psychology of Human Misjudgment“ hat er insgesamt 25 Psychofallen beschrieben.¹⁰

Die Denkfigur des „Mr. Market“ von Benjamin Graham ist eine Verkörperung eines Finanzmarktes, indem Anleger für sich selbst durch ihr prozyklisches Verhalten Risiko erzeugen. Buffett hat das Verhalten dieses Mr. Market in einem Interview kürzlich mit dem eines „betrunkenen Psychopathen“ („drunken psycho“)¹¹ verglichen. Die Kunst für Anleger besteht darin, sich hiervon weder anstecken noch irgendwie irritieren zu lassen. Im Gegenteil können sie von den erratischen Schwankungen sogar profitieren, weil sie Gelegenheiten zum billigen Einkauf und teuren Verkauf eröffnen.

Die Bedeutung psychologischer Faktoren am Kapitalmarkt sowie der fatalen Neigung von Anlegern, auf unvorteilhafte Weise zu interagieren, dürften auch die Hauptgründe sein, warum Buffett die in der Wissenschaft so beliebte Effizienzmarktthese als weltfremd zurückweist.¹² Denn diese Auffassung unterstellt, dass an den Finanzmärkten die Teilnehmer nicht nur relativ zeitnah mit allen relevanten Informationen versorgt werden (was sehr oft durchaus der Fall ist), sondern diese auch noch richtig interpretieren können. Zum einen ist die Tatsache, dass viele Finanzmarktteilnehmer unbeirrt auf Modelle setzen, welche die Komplexität des Finanzmarktes nicht richtig erfassen können, ein Zeichen von psychologisch bedingtem Übervertrauen. Zum anderen sind sehr viele Akteure gerade in entscheidenden Situationen stark von Emotionen und Stimmungen getrieben.

Insbesondere Pessimismus und Optimismus sind dabei diejenigen Stimmungen, die Ineffizienzen geradezu provozieren. Buffett schrieb hierzu:

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

„Der häufigste Grund von niedrigen Kursen ist Pessimismus – manchmal ganz allgemeiner Natur, manchmal auf ein Unternehmen oder eine Industrie bezogen. Wir machen in einem solchen Umfeld gerne Geschäfte: nicht weil wir Pessimismus mögen, aber die Kurse, die er hervorbringt. Optimismus ist der Feind des rationalen Käufers.“

“The most common cause of low prices is pessimism – sometimes pervasive, some times specific to a company or industry. We want to do business in such an environment, not because we like pessimism but because we like the prices it produces. It’s optimism that is the enemy of the rational buyer.”¹³

3) Risiko lässt sich für Buffett nicht in einer Zahl ausdrücken

Risiko als Zahl auszudrücken ist für Buffett äußerst fragwürdig, weil scheinpräzise. In der Konsequenz führt scheinbare Präzision zu einer Irreführung der Anleger. Schon im Jahresbericht für 1993 schrieb er deshalb mit Verweis auf Risikokennziffern wie Volatilität:

„Es ist besser, ungefähr recht zu haben, als ganz genau unrecht“.

„It is better to be approximately right than to be precisely wrong.“¹⁴

Eine aus Vergangenheitsgrößen abgeleitete Risikokennzahl gilt immer nur unter gleichen oder sehr ähnlichen Voraussetzungen. Diese können sich an den sehr komplexen und dynamischen Kapitalmärkten jedoch sehr schnell dramatisch ändern; insbesondere wenn es zu Extremereignissen kommt. Dies zeigte eindrucksvoll die Finanzkrise 2008: Auf kurzfristigen Volatilitäten beruhende Risikoeinschätzungen erwiesen sich nicht nur als völlig irrelevant, tatsächlich täuschten sie sogar über andere Risiken hinweg. Damit führen sie den Anleger in die Irre. Buffett schrieb hierzu:

„Kapitalanlagen können starke Kursschwankungen aufweisen, solange sie mit ausreichender Sicherheit die Kaufkraft über die Haltedauer erhöhen. Und wie man sehen wird, eine Kapitalanlage ohne Kursschwankungen kann risikobeladen sein.“

“Assets can fluctuate greatly in price and not be risky as long as they are reasonably certain to deliver increased purchasing power over their holding period. And as we will see, a nonfluctuating asset can be laden with risk.”⁴

An Finanzmärkten befindet man sich oftmals in einer Situation radikaler Unsicherheit: Die Möglichkeiten von Naturkatastrophen, Terrorismus, Kriegen, Politikänderungen oder auch technisch grundlegende Innovationen schaffen sorgen immer wieder für Überraschungen; negative genau wie positive. Man weiß nicht, welche Ereignisse in der Zukunft passieren werden; und man weiß schon gar nicht, mit welcher Eintrittswahrscheinlichkeit diese vorkommen.

Obwohl man zwar nicht Überraschungen voraussagen kann, so ist an Finanzmärkten grundsätzlich jederzeit mit ihnen zu rechnen. Dennoch werden Investoren gerade von Negativereignissen immer wieder auf dem falschen Fuß erwischt; es kommt dann zu Finanzmarktschocks. Nassim Taleb hat hierfür den Begriff des „schwarzen Schwans“ geprägt.

Buffett ist sich dessen schon lange bewusst. So schrieb er in seinem Aktionärsbrief für 1994:

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

„Ich bin sicher, dass sich in den nächsten 30 Jahren weitere große Schocks ereignen werden, die sich von den bisher bekannten unterscheiden. Wir werden weder versuchen, sie vorherzusehen noch von ihnen zu profitieren. Wenn wir Unternehmen ausmachen können, die so ähnlich sind wie diejenigen, die wir in der Vergangenheit gekauft haben, dann werden externe Überraschungen nur geringe Auswirkungen auf unsere langfristigen Ergebnisse haben.“

“A different set of major shocks is sure to occur in the next 30 years. We will neither try to predict these nor to profit from them. If we can identify businesses similar to those we have purchased in the past, external surprises will have little effect on our long-term results.”¹⁵

Buffett geht es nicht darum, negativen Überraschungen auszuweichen. Dies erscheint als ein sinnloses Unterfangen, da man konkrete Negativ-Ereignisse gar nicht vorhersagen kann. Allerdings versucht er sich insofern darauf einzustellen, in dem er die Sensitivität seiner Anlagen gegenüber potenziellen möglichen negativen Entwicklungen berücksichtigt. Dazu bewertet Buffett potenzielle Risiken auf der Basis des Konzeptes der begründeten Wahrscheinlichkeit (Reasoned Probability), das im Fortsetzungsbeitrag in der nächsten Ausgabe genauer erläutert wird.

4) Volatilität: ein fragwürdiges Risikomaß

Um zu verstehen, warum Warren Buffett – und inzwischen auch viele andere – insbesondere Volatilitäten als Risikomaß so ausdrücklich zurückweisen, soll hier kurz auf die grundsätzlichen Probleme eingegangen werden.

Zum einen ist der Begriff der Begriff der Volatilität etwas schwammig: Grundsätzlich drückt sie in Anlehnung an die Modern Portfolio Theory ein absolutes Risiko in Hinblick auf die Streuung von Renditen aus und wird mathematisch durch die Standardabweichung dieser Renditen ausgedrückt. Andererseits hat sich in der Praxis (und auch bei Buffett) eingebürgert, dass sie mit der Bezeichnung „Beta“ gleichgesetzt wird. Das Beta beschreibt in Anlehnung an das Capital Asset Pricing Modell ein relatives Risiko-Maß, das anzeigt, ob eine Aktie stärker oder schwächer schwankt als der Markt.

Die Abgrenzung bei der Verwendung beider Volatilitätsbegriffe wird in der Praxis oft vermischt. Auch Buffett greift die manchmal die Verwendung von „Beta“ explizit an, meint aber letztlich auch die aus der Standardabweichung abgeleiteten Risikomaße.

Eine der Basisannahmen der Modern Portfolio Theory ist, dass Renditen von Wertpapieren normal verteilt sind, sich also im Endeffekt durch eine gaußsche Glockenkurve (Normalverteilung) beschreiben lassen. Durch solche Glockenkurven lassen sich viele naturwissenschaftliche Phänomene beschreiben. Für Wissenschaftler haben sie den Vorteil, dass sich bei ihrem Vorhandensein das Risiko einer Abweichung vom erwarteten Ergebnis relativ einfach durch die Standardabweichung (Varianz) beschreiben lässt.

Tatsächlich ergeben viele Renditeverteilungen von Wertpapieren eine Glockenkurve. Dennoch gibt es vier Gründe, warum Volatilität als Risikomaß ungeeignet sein kann:

1. Die Renditen ergeben in der Praxis zwar oft Glockenkurven, die aber nicht unbedingt die mathematischen Eigenschaften einer Normalverteilung haben. Dies kann zu einer systematischen Unterschätzung von Extremereignissen führen.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

2. Es ist grundsätzlich immer fragwürdig, bei komplexen Zusammenhängen aus Vergangenheitsdaten auf die Zukunft zu schließen.
3. Es gibt insbesondere keine logische Verbindung zwischen historischen Preisen und zukünftigen fundamentalen Entwicklungen.
4. Der tatsächliche Wert der Volatilität von bestimmten Wertpapieren ist stark davon abhängig, welche Haltedauer bei der Berechnung unterstellt wird.

Die systematische Unterschätzung von Extremereignissen ist speziell das Thema von Nassim Taleb geworden. Der zweite Aspekt wurde bereits im vorigen Abschnitt beschrieben. Insofern sollen im Folgenden die beiden übrigen Punkte beleuchtet werden, wobei insbesondere der dritte für Buffett sehr wichtig ist.

Ein besonderes Ärgernis für Buffett sind Risikoaussagen lediglich auf der Basis einer Kurshistorie – ohne das Unternehmen und seine operativen Spezifika hinter den Kursen näher zu betrachten. So schrieb er u. A. in seinen Essays:

„Bei seiner Risikobetrachtung wird es ein Beta-Purist nicht für nötig halten zu analysieren, was eine Firma herstellt, was die Wettbewerber machen, oder wie viel geliehenes Geld im Geschäft gebunden ist. Vielleicht will er noch nicht mal den Namen des Unternehmens wissen. Für ihn zählt nur die Kurs-historie. Im Gegensatz dazu überspringen wir gerne die Beschäftigung mit der bisherigen Kursent-wicklung und suchen stattdessen nach allen Informationen, die unser Verständnis darüber verbes-tern, wie das Unternehmen Geschäfte macht.“

“In assessing risk, a beta purist will disdain examining what a company produces, what its compet-itors are doing, or how much borrowed money the business employs. He may even prefer not to know the company's name. What he treasures is the price history of its stock. In contrast, we'll happily forgo knowing the price history and instead will seek whatever information will further our understanding of the company's business.”¹⁶

Langfristige Renditeunterschiede spiegeln zukünftige operative Differenzen zwischen einzelnen Unternehmen wieder. Diese haben jedoch mit vergangenen Kursen nichts zu tun. Selbst wenn man unterstellt, dass ein Rückschluss von Vergangenheitsdaten auf zukünftige Entwicklungen möglich wäre, so ist laut Buffett der reine Bezug auf die Kurshistorie die falsche Datenbasis.

Selbst wenn auch zumindest langfristige Kursentwicklungen im Zusammenhang mit operativen Ent-wicklungen stehen, und es vielfach eine Kontinuität bei Gewinnern und Verlieren gibt, so verwech-selt doch die Betrachtungsweise der Modern Portfolio Theory Ursache und Wirkung. Dies wird ins-besondere deutlich, wenn es bei Unternehmen zu irgendwelchen grundlegenden Veränderungen kommt, sei es durch aufgedeckte Betrugsfälle, Managementwechsel, Regulierungsänderungen, neue Produkte oder Wettbewerber. Wenn man im Moment eines Strukturbruchs nur vergangenen Kursen zur Risikoerfassung vertraut, bekommt man ein offensichtlich irreführendes Bild.

Interessant im Verhältnis vom Warren Buffett zur Modern Portfolio Theory ist der Aspekt der Ab-hängigkeit des Wertes der Volatilität von der unterstellten Haltedauer.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

In der praktischen Anwendung in Risiko- oder Optimierungsmodellen werden i.d.R. Volatilitäten für vergangene Renditen in relativ kurzfristigen Anlagezeiträumen (1 Tag - 1 Jahr) als Input verwendet. Aktien erscheinen dann aufgrund ihrer hohen kurzfristigen Schwankungen relativ riskant. Dies bestritt Buffett auch nicht. So schrieb er z. B. im Bericht 2014:

„Es ist natürlich wahr, dass es auf Sicht eines Tages, einer Woche oder eines Jahres viel riskanter ist, (sowohl nominal wie inflationsadjustiert) Aktien zu besitzen als Geld zu halten.“

“It is true, of course, that owning equities for a day or a week or a year is far riskier (in both nominal and purchasing-power terms) than leaving funds in cash-equivalents”.¹⁷

Allerdings ist es so, dass die Höhe der Volatilität ganz entscheidend vom betrachteten Anlagezeitraum abhängt. Die Schwankungen relativieren sich über den Börsenzyklus: Je länger der Betrachtungszeitraum, desto geringer ist die Volatilität von identischen Wertpapieren. Dies wirkt sich insbesondere bei Aktien aus. Markus Morawietz hat z. B. 1994 (leider war keine aktuellere Studie von ähnlicher Tiefe zu finden) in einer Studie über langfristige Renditen für deutsche Aktien ermittelt, dass zwischen 1870 und 1993 die Volatilität der realen Renditen bei deutschen Dividentiteln in der Einjahresbetrachtung bei 23,38% lag; bei der Berechnung über vierzig Jahre nur noch bei 1,67%.¹⁸

In der Langfristbetrachtung ist die Volatilität von Aktien nur unwesentlich größer als bei Renten, die inflationsbereinigten Renditen unterscheiden sich aber sehr stark: Morawietz ermittelte in seine Studie für deutsche Aktien eine langfristige reale Rendite von 5,9%; bei deutschen Renten von 1,8%.

Insofern steht Buffetts Einschätzung, dass kurzfristige Volatilitäten als Risikomaß für Langfristanleger irreführend sind, nicht wirklich im Widerspruch zur Modern Portfolio Theory. Im Gegenteil, seine Ansicht, dass die kurzfristige Volatilität keinen Rückschluss auf das langfristige Risiko zulässt, wird von Volatilitätsberechnungen in Abhängigkeit der Haltedauer sogar gestützt. Des weiteren zeigt sich auch, dass – wie von Buffett postuliert – Aktien langfristig eine hohe reale Rendite bei nur geringem Risiko ermöglicht haben.

Allerdings wird die derzeit übliche Praxis an den Finanzmärkten infrage gestellt, Risikoempfehlungen für langfristig orientierte Investoren auf der Basis kurzfristiger und nominaler Volatilitäten zu geben. Heutige Wissenschaftler unterschlagen bei ihren Berechnungen zur Volatilität von Wertpapieren gerne, dass diese Kennzahlen eigentlich Variablen sind, deren Größe ganz entscheidend von dem Zeitraum abhängt, für die Renditen in die Berechnung eingehen.

Insofern stellt Buffetts Kritik weniger die Modern Portfolio Theory an sich infrage als vielmehr den unsauberen Umgang heutiger Regulierer, Finanz-Wissenschaftler und Produktverantwortlicher der Finanzindustrie mit diesem Ansatz in der Praxis. Denn diese ignorieren i.d.R. sowohl die Inflation sowie die starke Abhängigkeit des Wertes der Volatilität von der Haltedauer. Stattdessen produzieren sie scheinpräzise Volatilitätskennziffern, ohne die dahinterstehenden Annahmen offenzulegen, und täuschen so die Anleger.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Anhang

Quellen:

Wesentliche Informationsquellen: Hauptinformationsquelle bei Unternehmensanalysen sind Geschäfts- und Quartalsberichte des Emittenten sowie von der Investorenbetreuung des Emittenten auf Webseiten, Investorenkonferenzen oder Analystenveranstaltungen zur Verfügung gestellte Informationen. Diese Quellen wurden sofern nicht anders angegeben 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:

Quellen zu **Klartext: „Stimmen die Zahlen?“**:

- 1 Pfanner, Eric; Fujikawa, Megumi (2015): **“Toshiba Slashes Earnings for Past Seven Years”**; Wall Street Journal online vom 7.9.2015; <http://www.wsj.com/articles/toshiba-slashes-earnings-for-past-7-years-1441589473> (zuletzt abgerufen 3.10.2015).
- 2 Inagaki, Kana (2015): **“Toshiba top executives criticized for role in scandal”** Financial Times 21.7.2015; S.18
- 3 Dunbar, Nicholas; Martinuzzi, Elisa (2012): **“Goldman Secret Greece Loan Shows Two Sinners as Client Unravels”**; Bloomberg; 6.3.2012; <http://www.bloomberg.com/news/articles/2012-03-06/goldman-secret-greece-loan-shows-two-sinners-as-client-unravels> (zuletzt abgerufen 3.10.2015).
- 4 The Economist (2014): **“Fishy figures”**; Internetausgabe vom Sep 17th 2014; <http://www.economist.com/blogs/americasview/2014/09/statistics-argentina> (zuletzt abgerufen 3.10.2015).
- 5 Bronstein, Hugh (2015): **“Don't Lie To Me Argentina - False inflation data to end next year?”**; Reuters 22.7.2015 <http://uk.reuters.com/article/2015/07/22/uk-argentina-election-inflation-idUKKCN0PW22O20150722> (zuletzt abgerufen 3.10.2015).
- 6 Pennekamp, Johannes (2015): **„Mogelt China mit dem Wirtschaftswachstum?“** FAZ online vom 29.09.2015 <http://www.faz.net/aktuell/wirtschaft/wirtschaftspolitik/neue-studie-wie-china-seine-wirtschaftskraft-ermittelt-13826554.html> (zuletzt abgerufen 3.10.2015).
- 7 Fang, Ferric C., Steenc, R. Grant and Casadevall, Arturo (2012): **“Misconduct accounts for the majority of retracted scientific publications”**, 17028–17033 | PNAS | October 16, 2012 | vol. 109 | no. 42 <http://www.pnas.org/content/109/42/17028.full.pdf?with-ds=yes> (zuletzt abgerufen 3.10.2015).
- 8 Barbash, Fred (2015): **“Major publisher retracts 43 scientific papers amid wider fake peer-review scandal”**; Washington Post online 27.3.2015 <http://www.washingtonpost.com/news/morning-mix/wp/2015/03/27/fabricated-peer-reviews-prompt-scientific-journal-to-retract-43-papers-systematic-scheme-may-affect-other-journals/> (zuletzt abgerufen 3.10.2015).
- 9 Hafner, Urs (2015): **“Plagiat und Fälschung: Die Wissenschaft bekämpft den Betrug und fördert den Bluff“**; NZZ Online vom 5.1.2015; <http://www.nzz.ch/wissenschaft/bildung/die-wissenschaft-bekaempft-den-betrug-und-foerdert-den-bluff-1.18454508> (zuletzt abgerufen 3.10.2015).
- 10 The Economist (2015): **“Try again”**; 27.8.2015 <http://www.economist.com/news/science-and-technology/21662619-large-study-replicates-psychology-experiments-not-most-their-results-try>(zuletzt abgerufen 3.10.2015).
- 11 Vgl. hierzu Reich, Eugenie Samuel(2009): **“Plastic Fantastic: How the Biggest Fraud in Physics Shook the Scientific World”**, MacMillan Science 2009
- 12 Campbell, Hank (2012): **“Dr. Yoshitaka Fujii Sets New World Record For Faking Data”**, science20 vom 8.7.2012 http://www.science20.com/cool-links/dr_yoshitaka_fujii_sets_new_world_record_faking_data-91846 (zuletzt abgerufen 3.10.2015)
- 13 Enz Werner (2015): **„Auf die Zurich wartet Knochenarbeit“**; NZZ Online vom 21.9.2015, <http://www.nzz.ch/meinung/kommentare/auf-die-zurich-wartet-knochenarbeit-1.18616995> (zuletzt abgerufen 3.10.2015)

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

- 14 SPIEGEL ONLINE Wissenschaft (2010): „**Forschungsskandal: Britischer Autismus-Arzt erhält Berufsverbot**“
<http://www.spiegel.de/wissenschaft/medizin/forschungsskandal-britischer-autismus-arzt-erhaelt-berufsverbot-a-696472.html> (zuletzt abgerufen 3.10.2015).

Quellen zu: „**Moral Hazard in der Automobilindustrie**“

- 1 Wikipedia (2015): „**José Ignacio López de Arriortúa**“; letzte Aktualisierung 11. August 2015
https://de.wikipedia.org/wiki/Jos%C3%A9_Ignacio_L%C3%B3pez_de_Arriort%C3%BAa (zuletzt abgerufen 3.10.2015).
- 2 Graham, Luke (2015): „**Carmageddon: The biggest car scandals through history**“; CNBC 23.9.2015.
<http://www.cnbc.com/2015/09/24/carmageddon-the-biggest-car-scandals-through-history.html>(zuletzt abgerufen 3.10.2015).
- 3 White, Joseph; Stempel, Jonathan; Raymond; Nate (2015): „**Recall settlement frees GM CEO to confront new challenges**“, Reuters 17.9. 2015 <http://www.reuters.com/article/2015/09/17/us-gm-probe-idUSKCN0RG2WF20150917>
- 4 dpa-AFX-(2015): „**ROUNDUP/33,8 Millionen Wagen: Airbag-Defekt zwingt Takata zu Rekord-Rückruf**“ dpa-AFX-19.52015
<http://www.finanznachrichten.de/nachrichten-2015-05/33782640-roundup-33-8-millionen-wagen-airbag-defekt-zwingt-takata-zu-rekord-rueckruf-016.htm> (zuletzt abgerufen 3.10.2015)
- 5 Douglas, Danielle; Fletcher, Michael A. March (2014): „**Toyota reaches \$1.2 billion settlement to end probe of accelerator problems**“ Washington Post online 19.3.2014 http://www.washingtonpost.com/business/economy/toyota-reaches-12-billion-settlement-to-end-criminal-probe/2014/03/19/5738a3c4-af69-11e3-9627-c65021d6d572_story.html (zuletzt abgerufen 3.10.2015)
- 6 The Economist (2015): „**Dirty secrets**“; 26.9.2015 S.11
- 7 The Economist (2015): „**A mucky business**“; 26.9.2015 S.22

Quellen zu „**Warren Buffett und das Risiko – Teil 1: Spielen wir Poker oder Roulette?**“

- 1 Frazzini, Andrea; Kabiller, David; Pedersen, Lasse Heje (2012): „**Buffett's Alpha**“; Working Paper
<http://www.econ.yale.edu/~af227/pdf/Buffer%27s%20Alpha%20-%20Frazzini,%20Kabiller%20and%20Pedersen.pdf>
(upgedatete Version von 2013; zuletzt abgerufen 30.03.2015)
- 2 Ebenda; S. 8.
- 3 Vgl. hierzu: Thielmann, Karl-Heinz; Svetlova, Ekaterina (2013): „**Die große Risikoverwirrung**“; Mit ruhiger Hand extra vom 4. August 2013; <http://www.long-term-investing.de/app/download/5795186110/Die+grosse+Risikoverwirrung.pdf>(zuletzt abgerufen 3.10.2015).
- 4 Buffett, Warren (2012) : „**Letter to the Shareholders of Berkshire Hathaway**“; in: Annual report of Berkshire Hathaway for 2011; S. 17
- 5 Ebenda; S. 19
- 6 Ebenda; S. 18
- 7 The Warren Buffett Way (keine Datumsangabe): „**Warren Buffett Quotes**“;
<http://eu.wiley.com/WileyCDA/Section/id-817935.html> (zuletzt abgerufen 3.10.2015).
- 8 Danielsson, J. and H. S. Shin (2002): „**Endogenous Risk**“, <http://www.ucd.ie/t4cms/danielsson.pdf> (zuletzt abgerufen 3.10.2015).
- 9 Buffett, Warren (2015) : „**Letter to the Shareholders of Berkshire Hathaway**“; in: Annual report of Berkshire Hathaway for 2014; S. 19
- 10 Munger, Charles T. (2005): „**The Psychology of Human Misjudgment**“;
http://law.indiana.edu/instruction/profession/doc/16_1.pdf (zuletzt abgerufen 3.10.2015).
- 11 Shubnell, Jason (2015): „**EXCLUSIVE: Warren Buffett Says Mr. Market Is A 'Drunken Psycho'**“; 6.1.2015, Yahoo Finance <http://finance.yahoo.com/news/exclusive-warren-buffett-says-mr-125010039.html>(zuletzt abgerufen 3.10.2015).

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

- 12 Buffett, Warren (2009): **“Debunking Standard Dogma”**; in Cunningham, Lawrence A. (2009): The Essays of Warren Buffett; 3. Auflage John Wiley and Sons Singapur; S. 94
- 13 Ebenda, S. 130
- 14 Ebenda, S. 98
- 15 Buffett, Warren (1995) : **“Letter to the Shareholders of Berkshire Hathaway”**; in: Annual report of Berkshire Hathaway for 1994 <http://www.berkshirehathaway.com/letters/1994.html> (zuletzt abgerufen 3.10.2015).
- 16 Buffett, Warren (2009): **“Debunking Standard Dogma”**; in Cunningham, Lawrence A. (2009): The Essays of Warren Buffett; 3. Auflage John Wiley and Sons Singapur; S. 99
- 17 Buffett, Warren (2015) : **“Letter to the Shareholders of Berkshire Hathaway”**; in: Annual report of Berkshire Hathaway for 2014; S. 18
- 18 Morawietz, Markus (1994): **„Rentabilität und Risiko deutscher Aktien- und Rentenanlagen seit 1870 : eine Berücksichtigung von Geldentwertung und steuerlichen Einflüssen“**; Gabler; Wiesbaden 1994

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/>).

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Impressum:

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

Vorstand: Karl-Heinz Thielmann, Oliver Clasen

Aufsichtsrat: Dr. Gregor Seikel (Vorsitzender)

Weinbrennerstr. 17, 76135 Karlsruhe

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

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

Inhaltlich verantwortlich: Karl-Heinz Thielmann

Weinbrennerstr. 17, D-76135 Karlsruhe

Bildnachweis: Seite 2; Karl-Heinz Thielmann.

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

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: siehe Seite 25.
- 2) Finanzanalysen werden vor ihrer Veröffentlichung dem Emittenten normalerweise nicht zugänglich gemacht und danach geändert. Abweichungen von dieser Praxis werden gesondert gekennzeichnet.
- 3) Zur Erstellung genutzte Bewertungsgrundlagen und Methoden: siehe Abschnitt „Systematik der Anlageempfehlungen“ auf Seite 29.
- 4) 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 5.10.2015.
- 5) 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.
- 6) Aktualisierungen: Für Aktualisierungen der bestehenden Analysen aus der aktuellen Ausgabe ist kein fester Zeitraum vorgesehen und besteht auch keine Verpflichtung.
- 7) 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

Systematik der Anlageempfehlungen:

a) Unser System der Unternehmensanalyse:

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

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

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

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

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

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

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

b) Empfehlungssystem:

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

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.