





# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Europäische Unternehmen konnten vor der Finanzkrise noch überproportional von der weltwirtschaftlichen Entwicklung profitieren, die seit den 80er Jahren von einer immer weitergehenden globalen Integration getrieben wurde. Die Erholung nach der Krise ging in der Breite aber an ihnen vorbei. Lediglich stark global ausgerichtete Firmen mit einem vorwiegend außereuropäischen Geschäft können nach wie vor mit ihren internationalen Wettbewerbern mithalten.

Ihren Ausdruck finden die ökonomischen Probleme auch in dem anämischen Wirtschaftswachstum, das eine anhaltend hohe Arbeitslosigkeit in vielen europäischen Ländern zur Folge hat. Insbesondere im Vergleich mit den aufstrebenden Wirtschaftsnationen Asiens gerät Europa immer mehr ins Hintertreffen.

	Vergleich kaufkraftadjustiertes BIP		
	Wert US\$ 2014	durchschnittliches Wachstum p.a.	
		2005-2014	2009-2014
USA	52.118	0,5%	1,4%
Eurozone	36.924	0,3%	0,4%
Südkorea	33.629	3,1%	3,2%
Singapur	78.958	2,8%	4,5%

Quelle: Weltbank

## Europäische Erfolgsfaktoren geraten mehr und mehr in Vergessenheit

Bevor man sich mit der Frage beschäftigt, was Europa aktuell im Vergleich mit anderen Regionen besser oder schlechter macht, scheint es angebracht, sich noch einmal die Gründe für den herausragenden wirtschaftlichen Erfolg in den vergangenen Jahrhunderten genauer zu betrachten.

Der britische Historiker Niall Ferguson hat im Jahr 2011 das Buch „Civilization: The Six Killer Apps of Western Power“ veröffentlicht (der Titel der deutschen Ausgabe „Der Westen und der Rest der Welt: Die Geschichte vom Wettstreit der Kulturen“ ist wahrscheinlich im Interesse der „Political Correctness“ etwas „weicher“ formuliert worden).<sup>1</sup> Hierin versuchte er die Schlüsselfaktoren zum Aufstieg der westlichen Nationen (und dies waren neben den USA vor allem die europäischen Staaten) zu den führenden Mächten auf der Welt zu identifizieren. Insgesamt kommt er auf sechs Prinzipien:

- 1) **Wettbewerb:** die Dezentralisierung sowohl in der Politik und der Wirtschaft. Hierdurch konnten sowohl Nationalstaaten wie auch der Kapitalismus entstehen. Wettbewerb ist weiterhin zentral dafür, dass neue Ideen eine Chance bekommen und sich im Erfolgsfall schnell durchsetzen können. Durch ihn wird ebenfalls das weniger effiziente schnell verdrängt.
- 2) **Wissenschaft:** ein Streben nach systematischer Aneignung von neuem Wissen. Dies hat sich aus einem veränderten Grundverständnis der Menschen ergeben: Früher wurde die Welt durch die Weisheit der jeweiligen Priester oder Herrscher erklärt. Die Erkenntnis, dass dies nicht ausreicht bzw. das damit verbundene Eingeständnis des eigenen „Nicht-Wissens“ hat zu einer allgemein verbreiteten Auffassung geführt, dass Unbekanntes systematisch erforscht werden sollte, um durch den Erkenntnisgewinn die Menschheit weiterzubringen.
- 3) **Rechtsstaatlichkeit** (Anm.: im Original „Property Rights“ bzw. „Eigentum“ in der deutschen Übersetzung betitelt; ich denke aber, der allgemeine Begriff „Rechtsstaatlichkeit“ trifft besser, worauf Ferguson abzielt): allgemein akzeptierte gesellschaftliche und gesetzliche Regeln, die sowohl die Eigentumsrechte des Einzelnen definieren und schützen, wie auch Konflikte friedlich beilegen.
- 4) **Medizin:** Die Wissenschaft, welche sich mit der menschlichen Gesundheit befasst, hat eine besondere Bedeutung bekommen. Dies hat zu dramatischen Verbesserungen sowohl in der Qualität wie auch der zu erwartenden Dauer des Lebens geführt.

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

- 5) **Konsumerismus:** Hierbei geht es um den Lebensstil, bei dem der menschliche Konsum von Gütern und Dienstleistungen durch die allgemeine Bevölkerung sowie die permanente Erhöhung dessen im Mittelpunkt stehen. Ohne die hiermit verbundenen Nachfragesteigerungen hätten die Produktionsausweitungen nach der industriellen Revolution nicht absorbiert werden können.
- 6) **Arbeitsethik:** Vor dem Aufkommen des Protestantismus in Europa wurde Arbeit vor allem als „Mittel zum Zweck“ oder sogar als etwas Erniedrigendes angesehen. Dies hat sich gewandelt hin zu einem Verständnis von Arbeit als moralischen Wert an sich: Sie selbst sowie die Schaffung von Vermögenswerten durch sie wurden von den Menschen als Lebenssinn verinnerlicht.

Während die aufstrebenden Länder Asiens sich zunehmend auf diese Prinzipien besinnen, verdrängt man einige in Europa (und teilweise in Nordamerika, wenn auch nicht in dem Ausmaß) mehr und mehr. Insbesondere zwei Entwicklungen sehe ich in diesem Zusammenhang als sehr kritisch an:

- Ein zunehmendes Infragestellen des Wettbewerbs. Damit verbunden sind seine Substitution durch Regulierung sowie das Streben nach Abschottung.
- Arbeitsethik wird immer mehr durch Anspruchsdenken verdrängt. Dieses bildet insbesondere in Verbindung mit dem nach wie vor starken Konsumerismus eine gefährliche Kombination.

Begründet sind diese Tendenzen mit einer tiefen Verunsicherung der europäischen Gesellschaften. Diese hat stark damit zutun, wie die Risiken einer sich ändernden Welt wahrgenommen werden.

## **Die europäische Risikogesellschaft: zwischen Paranoia, Verdrängung und Überreaktion**

1986 veröffentlichte der Soziologe Ulrich Beck das Buch „Risikogesellschaft“.<sup>2</sup> In diesem beschrieb er die steigende Bedeutung von Risiko und Unsicherheit in unserer Gesellschaft. Er schrieb: „In der fortgeschrittenen Moderne geht die gesellschaftliche Produktion von Reichtum systematisch einher mit der gesellschaftlichen Produktion von Risiken. Entsprechend werden die Verteilungsprobleme und -konflikte der Mangelgesellschaft überlagert durch die Probleme und Konflikte, die aus der Produktion, Definition und Verteilung wissenschaftlich-technisch produzierter Risiken entstehen.“<sup>3</sup>

Beck arbeitete gleichzeitig heraus, dass Risiken und ihre Wahrnehmung in der Öffentlichkeit zwei sehr unterschiedliche Dinge sind. Welche Risiken Menschen für sich als relevant erachten, sah er als Ergebnis eines gesellschaftlichen Konstruktionsprozesses, den die Massenmedien entscheidend mitgestalten. Als bedrohlich wahrgenommen werden in der Öffentlichkeit nicht die abstrakten Risiken selbst, sondern ihre konkrete Thematisierung durch Zeitungen, Fernsehen und andere Medien. Obwohl die Welt durch technischen und medizinischen Fortschritt im Grunde immer sicherer wird, steigt trotzdem die Verunsicherung durch eine Inflation „gefühlter Risiken“, die durch die Berichterstattung in den Medien verursacht wird. Dies bringt eine Verzerrung in der Risikowahrnehmung mit sich: Risiken, die relativ unbedeutend sind, werden übersteigert wahrgenommen (wie z. B. dass man in Europa Ebola oder SARS bekommt), was teilweise zu paranoide Reaktionen führt. Signifikante Risiken hingegen werden regelmäßig verdrängt oder unterschätzt (wie z. B. durch Bewegungsarmut und ungesunde Ernährung an Diabetes zu erkranken).

Beck sah eine der zentralen Herausforderungen für die Gesellschaft darin, wie sie mit neu entstehenden Risiken umgeht. Speziell, wenn sie zuerst verdrängt oder nicht richtig ernst genommen wer-

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

den, besteht die Gefahr, dass bei ihrem Aufbrechen überregagiert wird: Staatliche Notfallmaßnahmen zur Risikoabwehr lassen sich dann oft nicht mehr rückgängig machen, was zu andauernden Beeinträchtigungen des menschlichen Lebens führt. Ebenfalls gefährlich ist, wenn neue Entwicklungen blockiert werden, weil die mit ihnen verbundenen Veränderungen Ängste hervorrufen. Die teilweise paranoiden Abwehr-Reaktionen der europäischen Öffentlichkeit in Hinblick auf das transatlantische Freihandelsabkommen TTIP sind das beste Beispiel hierfür. Beck befürchtete einen neuen Totalitarismus der Gefahrenabwehr, der die menschliche Freiheit immer weiter einschränken könnte. Wenn man die anschwellende Flut von immer mehr Regulierungen und Vorschriften in Europa sieht (und ihre lähmende Wirkung auf die Wirtschaft), dürfte er damit recht gehabt haben.

## Europas fatale Romanze mit der Sicherheit

„Dies ist nicht ohne Risiken“ oder „die hiermit verbundenen Risiken sind unkalkulierbar“ lauten derzeit die Standardformulierungen in Kommentaren vieler Politiker, Ökonomen und Journalisten, wenn irgendwo Entscheidungen getroffen werden, mit denen sie nicht einverstanden sind. Dabei ist es ihnen relativ egal, ob es sich um unternehmerische Maßnahmen, Geldpolitik, Migration, neue Arzneimittel, Umweltschutz oder irgendetwas anderes handelt. Und erst recht ist es egal, ob es überhaupt Alternativen gibt. „Hauptsache kein Risiko“ scheint das Leitmotiv dieser Gedanken zu sein.

Das Eingehen von Risiken steht unter Generalverdacht. Hierin reflektiert sich die schizophrene Einstellung vieler Menschen in Europa: Alles soll sich verbessern, aber im Grunde trotzdem so bleiben, wie es ist. Dies geht in der Realität jedoch nicht, insbesondere wenn die Welt sich – wie im Moment – durch Globalisierung und technischen Fortschritt sehr dynamisch verändert. Wer in einem Prozess permanenter Wandlung meint, keine Risiken eingehen zu müssen, der verdrängt die fatalen Konsequenzen einer Verweigerung von notwendigen Veränderungen. „Gefahren warten nur auf jene, die nicht auf das Leben reagieren“ hat Michael Gorbatschow 1989 den Reformverweigerern in Ost-Berlin ins Stammbuch geschrieben (Anm.: Das Zitat wird oft falsch als „Wer zu spät kommt, den bestraft das Leben“ wiedergegeben).<sup>4</sup> Die Sucht nach Sicherheit führt jetzt im kapitalistischen Westeuropa zu ähnlichen Anzeichen der Erstarrung und Realitätsverdrängung, wie im Osteuropa vor dem Zusammenbruch des Sozialismus.

## Der mit Sicherheit überforderte Staat

Eine besondere Rolle beim Bereitstellen von Sicherheit spielt der Staat, denn diese ist ein öffentliches Gut, das nur von einem Staatswesen bereitgestellt werden kann. Dies sahen auch ausgesprochen staatskritische Ökonomen wie Adam Smith oder Friedrich Hayek nicht anders, wobei diese unter Sicherheit allerdings vor allem Rechtssicherheit und militärische Verteidigung verstanden. Im letzten Jahrhundert hat es allerdings eine Inflationierung des Sicherheitsbegriffs gegeben, der nicht im Sinne der Beiden war: soziale Sicherheit, Arbeitsplatzsicherheit, allgemein verfügbare medizinische Versorgung, Ausbildungssicherheit, Aufsicht über Märkte, Ausfallschutz von Anleihen etc.

Es gibt sehr unterschiedliche Vorstellungen darüber, wie stark die Rolle des Staates in einer Gesellschaft sein soll; und aufgrund der ideologischen Vorbelastung der einzelnen Auffassungen möchte ich hier lieber nicht darauf eingehen. Eines ist aber sicher: Je mehr Aufgaben der Staat übernimmt,

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

umso größer werden die Anforderungen an ihn; und umso komplexer interagiert er ebenfalls mit der Privatwirtschaft in In- und Ausland. Und da ein Staatswesen ja auch nur aus Menschen besteht, die in ihrer Gesamtheit nur sehr schwer zu koordinieren sind, werden Fehler oder unbeabsichtigte Nebenwirkungen staatlicher Maßnahmen unvermeidbar.

Diese Nebenwirkungen haben insbesondere in dreierlei Hinsicht fatale Konsequenzen:

- Der in allen westlichen Nationen inzwischen stark ausgeprägte Wohlfahrtsstaat hat dazu geführt, dass dessen Wohltaten inzwischen nicht mehr nur von der eigentlichen Zielgruppe – sozial oder gesundheitlich benachteiligte Menschen – in Anspruch genommen werden, sondern auch von wirtschaftlich relativ gut situierten Personen. Gerade diese betrachten dessen Leistungen inzwischen als Selbstverständlichkeiten ihres Lebensstandards, auf die sie einen Anspruch haben, selbst wenn sie wenig arbeiten. Konsumerismus ohne Arbeitsethik führt aber dazu, dass insbesondere diejenigen, die es eigentlich gar nicht nötig haben, sich ihren Konsum durch die Arbeitsleistung Anderer finanzieren lassen wollen. Der einfachste Weg für Politiker zur Befriedigung des Anspruchsdenkens sind schuldenfinanzierte Staatsausgaben. Dieser Faktor hat ganz entscheidend zur Aufblähung der Staatsverschuldung in den vergangenen Jahren beigetragen – und erschwert jetzt ein konsequentes Angehen des Staatsschuldenproblems in vielen Ländern.
- Wenn Unternehmen im freien Wettbewerb versagen, so wäre die marktwirtschaftliche Konsequenz, dass diese Firmen Pleite gehen müssten und ihren Platz besseren überlassen. Sind kriminelle Aktivitäten mit dem Handeln von Unternehmen verbunden, so sollten die Verantwortlichen normalerweise ins Gefängnis. In der heutigen Welt sieht dies aber anders aus: Mit dem Argument unabsehbarer Folgewirkungen sowie aufgrund der Angst vor Arbeitsplatzverlusten wird kriselnden Branchen gerne unter die Arme gegriffen. „To big to fail“ lautet das Stichwort, unter dem nicht nur die Bankenrettung in der Finanzkrise stand, sondern auch Hilfsmaßnahmen z. B. für die Autoindustrie. Resultat ist nur die Wahrung von Besitzständen und die Behinderung des Strukturwandels. Dem Fehlverhalten von Personen wird nicht durch die Androhung von Strafen vorgebeugt. Stattdessen erlassen Regierungen immer kompliziertere Verhaltensregeln, die wiederum von immer größer werdenden Aufsichtsbehörden überwacht werden. Kommt es dennoch zur Aufdeckung von Verstößen, so ist der Staat heutzutage i.d.R. mit deren Verfolgung völlig überfordert. Deswegen werden diese fast immer im Rahmen von Verfahrensabsprachen geregelt, bei denen die Unternehmen eine Strafe zahlen und die Täter relativ unbehelligt bleiben. Für ehrliche Arbeitnehmer und seriöse Firmen ist dies in zweifacher Hinsicht unerfreulich: Für sie steigt einerseits die unnötige Bürokratie immer weiter an. Andererseits bekommen sie ständig vor Augen geführt, dass sich unehrliches oder fahrlässiges Verhalten im Endeffekt doch meistens lohnt.
- Ein weiterer Effekt von immer mehr Regulierung durch Verhaltensregeln, Zugangsbeschränkungen, Kapitalmindestanforderungen, Meldepflichten etc. ist, dass diese wie Marktzutrittsschranken wirken, also neue und innovative Anbieter abschrecken. Dies zementiert die Wettbewerbsposition von etablierten Firmen, egal wie ineffizient sie sind. Hieraus folgen wiederum Rückwirkungen auf die ganze Volkswirtschaft: Wachstum und die Schaffung von produktiven Arbeitsplätzen werden behindert.

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Staatliche Einflussnahmen in Wirtschaft und Gesellschaft sind fast immer gut gemeint, werden jedoch i.d.R. ohne Berücksichtigung von Folgewirkungen implementiert. In Europa schreitet die gesellschaftliche Lähmung durch Anspruchsdenken und ausufernde Regulierung immer weiter fort. Dies wäre vielleicht gar nicht einmal so schlimm, wenn die ganze Welt so verfahren würde. Aber speziell in der Pazifikregion hat sich eine Dynamik entwickelt, durch die Europa immer mehr ins Hintertreffen zu geraten droht.

## **Die Pazifikregion: der neue Motor der weltwirtschaftlichen Entwicklung**

Seit Beginn der Industrialisierung standen Westeuropa und die nordamerikanische Ostküste im Zentrum der weltwirtschaftlichen Aktivität. Seit den 90er Jahren war allerdings mit dem ökonomischen Aufstieg Chinas und anderer asiatischer Länder eine zunehmende Verlagerung von Handelsströmen und Produktion in den pazifischen Raum festzustellen. Diese Tendenz wird sich mit dem Inkrafttreten des Freihandelsabkommens TPP noch weiter verstärken, mit dem sich einige der wichtigsten nicht-chinesischen Länder zu einer riesigen Freihandelszone zusammengeschlossen haben. Hierbei handelt es sich um so unterschiedliche Nationen wie Brunei, Chile, Neuseeland, Singapur, Australien, Kanada, Japan, Malaysia, Mexiko, Peru, die USA sowie Vietnam. Alle sind durch ein gemeinsames Interesse an mehr wirtschaftlichem Austausch verbunden.

Unter den Mitgliedsländern des TPP sind in Hinblick auf das heutige Thema insbesondere das noch sehr arme Vietnam und das lange auf hohem Niveau stagnierende Japan interessant. Beide Nationen erhoffen sich von dem Freihandelsabkommen Hilfe bei der Überwindung interner Probleme.

Vietnam ist wirtschaftlich jahrzehntelang durch die Nachwirkungen des Bürgerkrieges sowie die kommunistische Herrschaft zurückgehalten worden. Seitdem die dortigen Machthaber auf eine Öffnung des Landes zur Marktwirtschaft setzen, hat eine ökonomische Aufholjagd eingesetzt, die das Land zu einer der am schnellsten wachsenden Nationen gemacht haben. Um den nächsten Entwicklungsschritt gehen zu können, benötigt das Land jedoch zweierlei: 1) relativ stabile Rahmenbedingungen für ausländische Investoren, damit diese bereit sind, den Aufbau einer fortschrittlichen Industrie zu finanzieren; sowie 2) die Öffnung von Exportmärkten für vietnamesische Produkte.

Japan hat inzwischen 25 Jahre der Erstarrung durch nicht gelöste Strukturprobleme hinter sich. Nach dem Zweiten Weltkrieg ist das Land durch Exporterfolg zunächst sehr reich geworden. Der Boom endete in den 80er Jahren des vorigen Jahrhunderts jedoch in einer riesigen Börsen- und Immobilienblase. Diese ist aber nie richtig geplatzt, weil Politik und Wirtschaft das Eingeständnis des eigenen Scheiterns gescheut haben. Und weil es keine richtige Bereinigung gab, schleppte Japan seine unge lösten Probleme immer weiter; niedriges Wachstum und eine ausufernde Staatsverschuldung waren der Preis hierfür. Damit wurde die Nation zum Sinnbild für Stagnation.

Mit der Wahl von Shinzō Abe zum Premierminister im Dezember 2012 wurde ein radikaler Kurswechsel angestrebt. Er verkündete eine neue Wirtschaftspolitik, die aus „drei Pfeilen“ besteht, welche Japan wieder voranbringen sollen: lockere Geldpolitik, expansive Fiskalpolitik sowie Strukturreformen. Während die ersten beiden Pfeile zur geld- und fiskalpolitischen Expansion relativ schnell abgeschossen wurden, ist er sich bei den strukturpolitischen Maßnahmen zur Öffnung von Märkten und zur Verbesserung der Corporate Governance auf halbem Wege stecken geblieben.<sup>5</sup>

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Zentral für den Erfolg des dritten Pfeils von Abe ist deshalb ein Ende der Abschottung gegenüber Importen im Rahmen des neuen Freihandelsabkommens. Mit einer zunehmenden Öffnung und Deregulierung wird die Scheinsicherheit geschützter Märkte aufgegeben. Genau diese „Sicherheit“ hat Japan jahrzehntelang gelähmt. Nur durch ein Einlassen auf die Chancen und Risiken des Wettbewerbs können japanische Unternehmen ihre Stärken voll ausspielen und am Wirtschaftsaufschwung in der Pazifikregion voll partizipieren.

## Europa hadert, Asien handelt

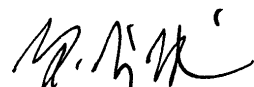
Im Bereich Bildung und Wissenschaft sind Europa und die USA nach wie vor führend. Allerdings holen hier die Asiaten auf, wie die immer besser werdenden Platzierungen von Hochschulen aus Singapur oder Südkorea in neusten Universitätsrankings belegen. Es ist auch keinesfalls schlimm, wenn asiatische Länder in Wissenschaft und Wirtschaft zu europäischen Nationen aufschließen, denn von neuen Ideen und einem konstruktiven Wettbewerb können alle nur profitieren. Bedrohlich wird es allerdings, wenn Europa überholt und abgehängt wird. Diese Gefahr ist durchaus gegeben.

Während in Europa das mit den USA geplante Freihandelsabkommen TTIP totdiskutiert wird, haben die Wirtschaftspartner in der Pazifikregion mit dem TPP Fakten geschaffen. Und während staatliche Regulierer sich in Europa immer kompliziertere Regeln ausdenken, um Wirtschaft zu behindern, werden diese im Fernen Osten immer stärker aufgeweicht. Asien entdeckt mehr und mehr die positive Kraft des Wettbewerbs für sich, Europa vergisst sie zunehmend.

Eine besonders unglückliche Rolle spielt dabei die europäische Politik. Speziell die auf Interessenausgleich und das Erreichen eines größtmöglichen Konsensus ausgelegten Entscheidungsmechanismen der Europäischen Union haben sich in den vergangenen Jahren als Veränderungsbremse hervorgetan. Regierungen blockieren, verzögern oder verwässern gerne unangenehme Entscheidungen, wenn sie damit Besitzstände von bestimmten Interessengruppen angreifen. Denn damit würden sie eine Wiederwahl riskieren, wie z. B. Gerhard Schröder. Seine Regierung zerbrach 2005 an den (im Nachhinein als relativ erfolgreich anerkannten) Arbeitsmarktreformen, er wurde als Kanzler abgewählt. „Wir Regierungschefs wissen alle, was zu tun ist, aber wir wissen nicht, wie wir danach wiedergewählt werden sollen.“ hat der Präsident der Europäischen Kommission Jean-Claude Juncker dieses Problem einmal auf den Punkt gebracht.<sup>6</sup>

Für europäische Unternehmen bedeutet dies, dass sie, um in Zukunft weiter erfolgreich zu sein, ihre Aktivitäten schwerpunktmäßig nach Asien oder an die amerikanischen Westküste verlagern. Die Entwicklung der Umsätze bei Unternehmen wie BMW, BASF, Richemont oder Schneider Electric reflektiert bereits schon jetzt eine wirtschaftliche Bedeutungsverschiebung in die Pazifikregion. Einige von diesen wurden in den letzten Wochen an der Börse abgestraft, weil das Chinageschäft im Moment schwächelt. Dies wird jedoch vorübergehen, während die Probleme in Europa bleiben. Anleger sollten eher bei Aktien von Firmen vorsichtig sein, die stark von Europa abhängen, insbesondere wenn ihre Branche stark reguliert ist. Mit ihnen kann man sicher nur an der Stagnation partizipieren.

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





## Wohnimmobilien in Mittelstädten

### Teil 1: Hannover, Braunschweig und Kiel

Von Karl-Heinz Goedeckemeyer

Deutschland unterscheidet sich im Vergleich zu vielen Ländern im europäischen Ausland durch seine polyzentrale Struktur. Neben den sieben sogenannten Top-Hochburgen (auch A-Standorte genannt) Berlin, München, Hamburg, Frankfurt, Düsseldorf, Köln, Frankfurt und Stuttgart gibt es deutschlandweit ca. 70 Städte mit mehr als 100.000 Einwohnern. In ihnen leben ca. 16 Millionen Menschen – rund ein Fünftel der deutschen Bevölkerung.

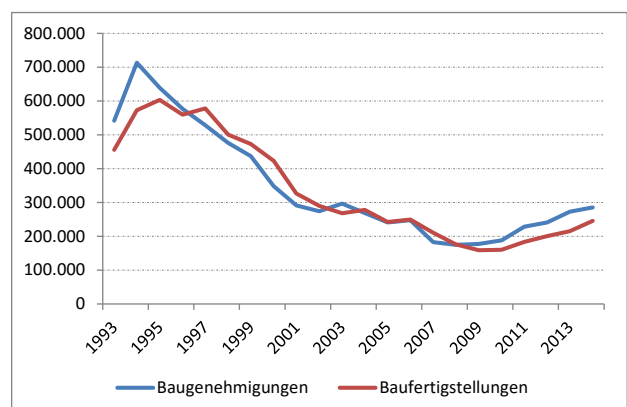
Aus Investorensicht sind diese Mittelstädte, die sogenannten B-Standorte, vor allem deshalb interessant, weil sich viele dieser strukturstarke Städte in der Nähe von wirtschaftlich boomenden Ballungsräumen befinden, verkehrsmäßig an Metropolen gut angebunden sind und mit einer wettbewerbsfähigen Wirtschaftsstruktur punkten, die sie unempfindlicher gegenüber Konjunkturschwankungen macht als viele der A-Städte. Bei den mittelgroßen Industriestädten lohnt darüber hinaus die Unterscheidung in Städte, die im Zuge des Strukturwandels verloren haben, wozu viele Städte im Ruhrgebiet (Bsp. Gelsenkirchen) gehören, sowie jene, die ihre starke Industriestruktur erhalten und sogar ausbauen konnten, wie z. B. Wolfsburg oder Darmstadt. Die beiden letzteren Städte werden ebenfalls als „Hidden Champions“ bezeichnet.

#### Warum die Preise auch in den Mittelstädten weiter steigen werden

Auch in den sogenannten B-Städten sind die Preise inzwischen deutlich gestiegen, jedoch nicht im gleichen Maße wie in den Top-Metropolen. Das liegt daran, dass sich die meisten privaten und institutionellen Investoren bislang auf die Hochburgen fokussieren. Dies trifft im Besonderen auf institutionelle Anleger aus dem Ausland zu. Die Gründe, warum Wohneigentum und Mietpreise in den Mittelstädten ebenfalls weiter zulegen sollten, sind vielfältig: Trotz der Tatsache, dass die Baufertigstellungen (2014: +14,2%) und Baugenehmigungen (2014: +4,6%)<sup>1</sup> in den letzten beiden Jahren gestiegen sind, bleibt die Nachfrage auf einem hohen Niveau. Da im Bestand das erhöhte Angebot immer noch nicht die Nachfrage deckt, und der Leerstand auf einem niedrigen Level verharren sollte, dürfte der wachsende Nachfrageüberschuss das Preisniveau bei Bestandswohnungen und Neubau-Eigentumswohnungen (ETW) heben.

Festzuhalten ist, dass der Wohnungsmarkt in erster Linie von der hohen Nachfrage nach Wohnungen in den Ballungszentren profitiert, der mittlerweile auch von der robusten hohen Zuwanderung aus

**Abb. 1: Baufertigstellungen & Baugenehmigungen Wohnungen in Deutschland (einschl. Baumaßnahmen an bestehenden Gebäuden)**



Quelle: Destatis

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

dem Ausland und durch die „Reurbanisierung“ getragen wird. Bei letzterem Trend handelt es sich um überregionale Verschiebungen der Bevölkerung, d. h. „Landflucht“. Diese Wanderungsbewegungen werden überwiegend von der Gruppe der 20- bis 35-Jährigen (z. T. auch bis 40 Jährigen) verursacht. Es ist vorwiegend diese Gruppe, die sich neben Metropolen wie München, Frankfurt und Berlin räumlich ebenfalls auf bestimmte Schwarmstädte wie z. B. Freiburg, Münster, Leipzig, Darmstadt, Mainz, Trier und Heidelberg konzentriert. Zugleich führt die Zuwanderung in diese Städte und die Abwanderung aus ländlich-peripheren Regionen zu Disparitäten an den Wohnungsmärkten. Dass Mittelstädte in Ballungszentren und mit Anschluss zu Metropolregionen eher nicht von Schrumpfungprozessen bedroht sind, lässt sich an den Zuwanderungszahlen ablesen. So verzeichneten Städte wie Münster (+8,9 %), Darmstadt (+7,3 %) Leipzig (+7,0 %) und Dresden (+5,8 %) unter den Mittelstädten im 2008 bis 2013 den größten Zuwachs an Neubürgern<sup>2</sup>.

## Investoren weichen auf Mittelstädte bzw. auf das Umland der Metropolregionen aus

Der sich verstärkende Wettbewerb um Core- bzw. Premium-Immobilien in den Investment-Hochburgen hat in den letzten Monaten dazu geführt, dass zunehmend auch institutionelle Großanleger auf mittelgroße Städte ausweichen. Wenn Versicherungen, Pensions- und Versorgungskassen ihre Allokation in Wohnimmobilien weiter erhöhen werden – wovon auszugehen ist – ist der Wettbewerb in den Mittelstädten weitaus geringer als in den Top-Hochburgen. Hinzu kommt, dass die kapitalstarken überseeischen Investoren B-Städte bisher links liegen gelassen haben. Infolgedessen ist der Wettbewerb in Ankauf geringer und gleichfalls die Preise. Hinzu kommt, dass das Liquiditätsrisiko in guten Lagen der B-Städte nicht höher erscheint als in den Hochburgen, dafür aber die Rendite durchweg höher ist.

## Mietrenditen in den B-Städten vielfach attraktiver als in den A-Standorten

Wenngleich die Renditen auch in den B-Städten etwas zurückgehen, sind die Bruttoanfangsrenditen durchweg höher als in den Metropolen. Zum Halbjahr 2015 sind die Renditen in A-Städten wie Köln auf 5,0 % (2011: 6,1%) und München auf nur noch 4,2 % (2011: 4,9%) geschrumpft.<sup>3</sup>

Abb. 2: Mietrendite in ausgewählten Mittelstädten

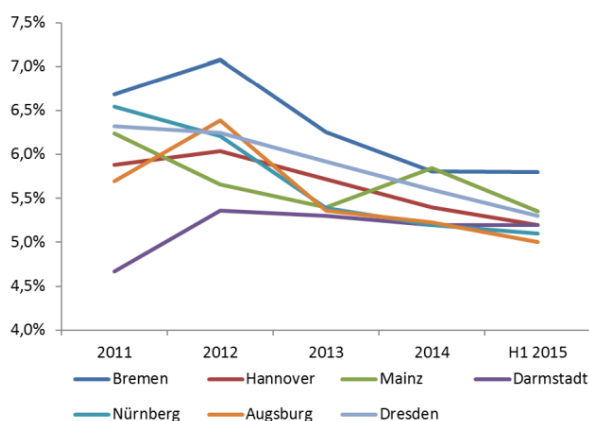
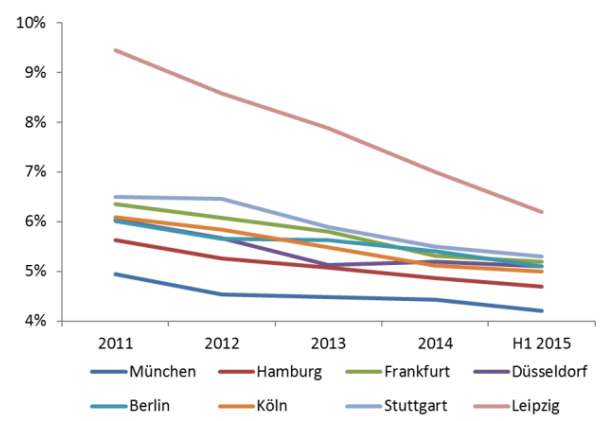


Abb. 3: Zum Vergleich: Mietrendite in den Top-Metropolen



Quelle: JLL

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Um höhere Mietrenditen zu generieren bietet es sich daher an, in den mittelgroßen Städten Deutschlands zu investieren. Während die Chancen auf höheres Mietwachstum in Investmenthochburgen wie München oder Hamburg nahezu ausgereizt sind, bieten Mittelstädte wie z. B. Bremen, Hannover, Braunschweig, Wolfsburg, Darmstadt, Mainz oder Dresden noch immer große Chancen für Investoren. In vielen dieser Städte können Investoren eine höhere Mietrendite generieren als in den Top-Hochburgen, wie den vorausgehenden Abbildungen zu entnehmen ist.

## **Vielorts Transparenzprobleme in den B-Städten**

Da die Immobilienmärkte der B-Städte teilweise weniger liquide sind als jene in den großen A-Städten und die Datenverfügbarkeit in der Regel schlechter ist, gelten sie als intransparent. Deshalb fallen gerade in Deutschland mit seiner polyzentralen Struktur Allokationsentscheidungen bzw. taktische Gewichtungen abseits der Wohnimmobilienmärkte der Top 7-Standorte oftmals schwer. Andererseits bieten diese Transparenzdefizite für langfristig orientierte und markterfahrene Investoren gleichfalls Investitionschancen. Aufgrund dessen ist auch das Mietpotenzial oftmals höher als in den großen Standorten. Diese Defizite dürfen sich vor dem Hintergrund der höheren Awareness seitens der institutionellen Anlegerschaft und der verbesserten Datenbasis allmählich verringern. Deutschlandweit lassen sich bei der Betrachtung der Rendite-Risiko-Profile hohe Renditeunterschiede feststellen. Diese schwanken zwischen oberhalb von 6,5% in Städten wie Duisburg und Oberhausen bis 4,5% in Regensburg, Nürnberg, Münster und Bamberg.

## **Gute Investitionschancen bieten sich nicht mehr in allen Mittelstädten**

Bei der Auswahl der Standorte spielen neben sozioökonomischen Faktoren auch Marktliquidität sowie Lage in einem Ballungszentrum und der Standort als Hochschul- bzw. Universitätsstadt eine gewichtige Rolle. Mit dieser Studie wollen wir einen Beitrag dazu leisten, gerade für die mittleren Investitionsstandorte die Informationstransparenz zu erhöhen und das Interesse für diese spannenden Märkte zu wecken, welche sonst häufig nicht so sehr im Mittelpunkt der Aufmerksamkeit stehen. Es wird untersucht, welche Mittelstädte unter der Berücksichtigung verschiedener Parameter die größten Investitionschancen versprechen. Im ersten Teil der Studie werden wir uns auf aussichtsreiche Städte wie Hannover, Braunschweig und Kiel konzentrieren. Im zweiten Teil werden Dresden, Leipzig, Wolfsburg und Darmstadt analysiert.

Die Städte im Süden des Landes wie Nürnberg, Regensburg, Augsburg oder Bamberg und einige UNI-Städte wie Mainz, Münster oder Freiburg werden in dieser Studie aus folgenden Gründen nicht betrachtet: Zum einen sind die Renditen im Jahresverlauf deutlich zurückgegangen oder befinden sich auf ähnliche Renditeniveaus wie viele der A-Städte. Zum anderen sind die Immobilienpreise in den Hochburgen sowie in Süddeutschland im Vergleich zu den nord- oder mitteldeutschen Städten überdurchschnittlich gestiegen bzw. überhitzt. Ein Hinweis auf eine Marktüberhitzung ist, wenn die Kaufpreise schneller steigen als die Mieten. Eine solche Entwicklung trifft unter anderem auf Städte wie Hamburg, Bremen und Berlin zu. Auffällig ist, dass es sich bei den Städten, die von einer Überhitzung betroffen sind, zumeist um Universitätshochburgen handelt. Grund für die Preissteigerungen ist die vermehrte Nachfrage nach studentischem Wohnraum, die die Städte nicht befriedigen können.

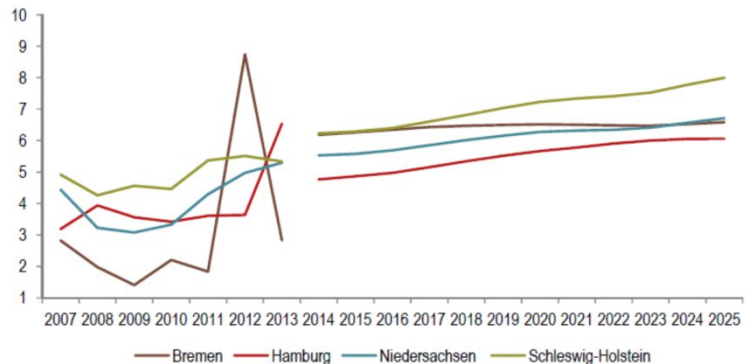
# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

## Norddeutschland: Außerhalb von Hamburg sind einige Städte mit hohem Standortpotenzial

Teuerster Wohnimmobilien-Standort in Norddeutschland ist Hamburg. Im Vergleich zu vielen Städten im norddeutschen Raum sind Kaufpreise und Mieten in dieser Hansestadt deutlich höher. Während die Angebotsmieten in den Hansestädten Hamburg und Bremen seit 2009 um mehr als 20% zulegten, betrug die Steigerungsrate in Niedersachsen 15% und in Schleswig-Holstein 12%. Ein extremer Mietpreisanstieg kann daher in Norddeutschland insgesamt nicht beobachtet werden. Da die Bevölkerung in den mittelgroßen Städten weiter zunehmen wird und die Bautätigkeit unzureichend bleibt (s. Abb. 4), dürften die Mieten in den nächsten Jahren im Schnitt weiter zulegen.

**Abb. 4: Baufertigstellungen je 1000 Wohneinheiten im Bestand bis 2013 und Bedarfsprognose**



Quelle: JLL, Destatis

Die Leerstandsquoten fallen sowohl in Schleswig-Holstein (3,2%) als auch in vielen Städten Niedersachsens wie Braunschweig (2,4%), Wolfsburg (2,0%) sowie die Region Hannover (1,9%) niedrig aus. Insgesamt ist festzustellen, dass der norddeutsche Wohnungsmarkt durch große räumliche Gegensätze geprägt ist, bedingt durch die unterschiedliche demografische und wirtschaftliche Lage. Hoch verdichtete Großstädte wie Bremen, Hannover, Wolfsburg und Kiel mit teilweise angebotsknappen Wohnungsmärkten stehen eher ländlich geprägte Regionen gegenüber, mit einem wesentlich geringeren Preis- und Nachfrageniveau. Neben Hamburg zählen vor allem Wolfsburg, Hannover, Braunschweig und Kiel zu den prosperierenden Wachstumszentren.

**Abb.5: Norddeutsche Wohnungsmärkte im Vergleich**

	Hannover	Braunschweig	Kiel	Hamburg
Einwohner 2015	519.942	249.485	243.600	1.766.537
Bevölk-Entw. 2008-2013	3,0%	3,3%	3,5%	2,6%
Sv-Beschäftigte 2014	300.222	121.576	114.966	892.508
Erwebstätige 2015	402.694	157.400	160.100	1.189.500
Arbeitslosenquote 2015	7,7%	6,3%	9,4%	7,3%
Haushalte 2014	293.093	141.703	138.062	1.014.000
Entwicklung der Haushalte 2008-2013	1,3%	2,5%	5,0%	4,5%
Kaufkraft €/Einwohner	22.071	23.008	19.139	45.929
Mietrendite (Brutto)	5,2%	5,1%	5,5%	4,7%
Mietentwicklung 2009-2014	19,0%	24,8%	20,6%	20,0%
Neubau Nettokaltmiete Ø 2015 €/m <sup>2</sup>	9,06	8,70	7,79	11,58
Neubau Spitzenmiete 2015 €/m <sup>2</sup>	14,50	11,00	9,70	19,20
dto, Bestandsmiete, Ø 2014 €/m <sup>2</sup>	7,30	6,40	6,86	7,70
Kaufpreise ETW Neubau, Ø 2015 €/m <sup>2</sup>	3.400	2.350	2.279	3.790

Quellen: WF Hannover, Statist. Ämter, Immobilienscout24, JLL, eigene Recherchen

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

## Hannover: Die Landeshauptstadt bietet überdurchschnittliches Standortpotenzial

Das Bewusstsein für die gestiegene Attraktivität der niedersächsischen Hauptstadt hat sich inzwischen auch bundesweit herumgesprochen. Denn Hannover ist der bedeutendste Wirtschaftsraum Niedersachsens. Weltbekannte Unternehmen bilden den Motor für Innovation und Wachstum. Zugleich präsentiert sich Hannover als Messemetropole. In fast allen wichtigen Branchen verzeichnet die regionale Wirtschaft in den letzten fünf Jahren zweistellige Beschäftigungszuwächse. Zugleich gilt die Region Hannover als europäische Logistikkreuzung und einer der fünf umsatzstärksten Handelsstandorte in Deutschland. Kaum eine andere deutsche Großstadt weist in ihrem Stadtgebiet so zahlreiche Naherholungsmöglichkeiten und Grünflächen auf wie Hannover. Der Maschsee, der Stadtwald, die historischen Gärten in Herrenhausen, die Ricklinger Kiesteiche oder die großen Parkanlagen im Osten verleihen der Stadt eine besondere Wohnqualität.

Als Folge der wirtschaftlichen Dynamik und hohen Lebensqualität sind auch die Preise auf dem Wohnimmobilienmarkt spürbar angezogen. Getragen wird diese Entwicklung von einem Nachfrageüberhang und der damit verbundenen Bau- beziehungsweise Projektentwicklungsdynamik. Allein in der Landeshauptstadt wurde im Zuge des Wohnkonzeptes 2025 seit Mitte 2013 neues Baurecht für mehr als 1.500 Wohnungen geschaffen. Zwischen 2012 und 2014 hat sich die Zahl der Fertigstellungen im Vergleich zu den Vorjahren mehr als verdoppelt. Zudem wurden im Jahr 2014 von privaten Haushalten und Kapitalanlegern Wohnimmobilien für rund 1,64 Mrd. Euro erworben.<sup>4</sup>

Nach aktuellen Prognosen wird mit einem Bevölkerungswachstum zwischen 2 % und 6 % bis zum Jahr 2030 gerechnet.<sup>4</sup> Der Wohnungsleerstand hingegen ist schon seit mehreren Jahren sehr gering und bewegt sich bereits seit 2012 deutlich unterhalb der allgemein anerkannten Umzugsreserve von bis zu 2 %.<sup>4</sup>

Für hochwertige Wohnungen in Neubauten erhöhten sich die Kaltmieten im Jahr 2014 um 7,4 % auf 14,50 Euro.<sup>4</sup> Dennoch kann von keiner Preisexplosion die Rede sein, denn laut dem Mietspiegel liegt die durchschnittliche gewichtete Nettokaltmiete aktuell bei 9,06 Euro.<sup>5</sup> Die Preisentwicklung bezieht sich nicht nur auf die begehrten Wohnlagen rund um die Innenstadt sowie Isernhagen-Süd, sondern auf das ganze Stadtgebiet. Noch unklar ist, ob das Land Niedersachsen im kommenden Jahr die Mietpreisbremse einführt. In diesem Fall könnte der Preisauftrieb gedämpft werden. Deutlicher als die Mieten zeigt die Kaufpreisentwicklung nach oben, vor allem bei Eigentumswohnungen. Nachdem die Kaufpreise von 2007 bis 2010 sogar gesunken waren, stiegen sie seither im Durchschnitt um 52,4 %<sup>4</sup> an. Darauf haben die Kommunalpolitiker reagiert und wollen bis 2025 8.000 neue Wohnungen genehmigen, im Maximalfall sogar bis zu 12.300 Wohneinheiten.<sup>4</sup> Aktuell kann das die Kaufpreise noch nicht

### Hannover: Stärken und Schwächen

#### Positiv:

- steigende Einwohnerzahlen durch zentrale Lage und wirtschaftliche Dynamik
- noch moderate Kauf- und Mietpreise
- überdurchschnittlich hohes Standortpotenzial

#### Negativ:

- Mietpreisbremse in 2016 könnte Preiswachstum hemmen

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

dämpfen. Ganz im Gegenteil: Im vergangenen Jahr stiegen sie um 11 %. Der durchschnittliche Preis für ein frei stehendes Einfamilienhaus erhöhte sich in 2014 um 8,4% auf 299.000 Euro (plus 8,1 % zum Vorjahr). Die durchschnittlichen Erwerbskosten für ein Reihen- oder Doppelhaus stiegen auf 260.000 Euro (plus 6,3 % zum Vorjahr).<sup>4</sup>

## **Braunschweig: Forschungsstandort mit hoher Anziehungskraft**

Die Stadt Braunschweig verfügt nicht nur über eine gut entwickelte Forschungs- und Infrastruktur, sondern bietet durch die Technische Universität oder das Deutsche Zentrum für Luft- und Raumfahrt den Zugang zur Hochtechnologie. Ferner ist die niedersächsische Stadt Kompetenzzentrum für die Bereiche Verkehrstechnik, Volkswagen und Biotechnologie. Braunschweig bildet zusammen mit Wolfsburg, Salzgitter und Wolfenbüttel einen gemeinsamen Ballungsraum, in dem die Wirtschaftsentwicklung nach oben zeigt. Die wirtschaftliche Dynamik der Metropolregion und im Speziellen der Stadt Braunschweig spiegelt sich in der stetig steigenden Zahl an sozialversicherungspflichtig Beschäftigten wider, die seit 2009 um 7,5 % angestiegen ist. Zudem soll Braunschweig gemäß aktuellen Prognosen bis 2030 ca. 11.700 Einwohner hinzugewinnen.

All das führt zu einer regen Nachfrage nach Wohnraum, die sich ebenfalls in der Preisentwicklung niederschlägt. Die gestiegenen Wohnpreise rühren auch daher, dass zusehends mehr Manager von Volkswagen die Stadt als ihren Lebensraum entdecken. Ob dieser Anstieg durch eine Mietpreisbremse gebremst werden kann, wird derzeit geprüft. Das Land Niedersachsen will darüber im Jahr 2016 entscheiden.

Die durchschnittliche Miete im Neubau beläuft sich derzeit bei 8,70 Euro/m<sup>2</sup>, was gegenüber 2007 eine Steigerung von rund 38% bedeutet.<sup>6</sup> In Top-Lagen und bei Neubauwohnungen werden sogar 11 Euro erreicht. Bei der Kaufpreisentwicklung für Eigentumswohnungen (+58%) und Häuser (+54%) ist die Entwicklung ähnlich verlaufen. Auch Eigentumswohnungen sind trotz der Preissteigerungen mit 1.718 Euro/m<sup>2</sup> im Vergleich deutscher Großstädte eher günstig. Bei Eigentumswohnungen in der Innenstadt ist der Quadratmeterpreis seit 2007 um 75,8 % auf 2.048 Euro gestiegen, plus 13% gegenüber 2014.<sup>6</sup> Je nach Lage belaufen sich die Preise für ETW auf zwischen 950 Euro bis 3.000 Euro je Quadratmeter und bei Einfamilien- und Zweifamilienhäusern auf zwischen 200.000 bis 1.000.000 Euro.

Zu den zentralen Bestlagen zählen das östliche Ringgebiet und die Walllage in der Innenstadt. Darüber hinaus sind grüne Gebiete wie das Kanzlerfeld und das durch Jugendstilbebauung geprägte Villenviertel Zuckerberg gefragt. Im Süden Braunschweigs sind Stöckheim und Mascherode aufgrund ihrer guten Infrastruktur und der Nähe zur Natur sehr beliebt.<sup>7</sup>

### **Braunschweig: Stärken und Schwächen**

#### **Positiv:**

- steigende Einwohnerzahlen durch Technologie- und Forschungsstandort
- moderate Kauf- und Mietpreise
- überdurchschnittlich hohes Standortpotenzial

#### **Negativ:**

- Abhängigkeit von Volkswagen
- Mietpreisbremse in 2016 könnte Preiswachstum hemmen

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

## Kiel: Studentenstandort mit touristischem Flair

Kiel ist die Landeshauptstadt Schleswig-Holsteins und zugleich mit gut 240.000 Einwohnern die nördlichste Großstadt Deutschlands. Etwa 10 % der Einwohner studieren an der renommierten Christian-Albrechts-Universität. Wegen der UNI ziehen ebenfalls mehr Menschen zu, als von dort wegziehen. Auch das Kieler Institut für Weltwirtschaft ist hier angesiedelt. Zu den größeren Unternehmen am Standort Kiel zählen etwa die HSH Nordbank oder HDW als größte deutsche Werft. Durch den bedeutenden Ostseehafen hat die Schifffahrt insgesamt einen hohen Stellenwert für den Wirtschaftsstandort Kiel. Der Kieler Hafen ist der drittgrößte Passagierhafen und der größte Kreuzfahrthafen in Deutschland. Weiterhin hat Kiel gleichfalls als Logistikstandort Gewicht.

Nicht zuletzt aufgrund der steigenden Studentenzahlen ist die Nachfrage nach Wohnraum groß, was sich auch in der Preisentwicklung widerspiegelt. Gleichwohl sind die Mieten nur moderat gestiegen und liegen laut dem Mietspiegel derzeit nur leicht über dem Bundesdurchschnitt. Ähnlich wie Niedersachsen plant die Landesregierung Schleswig-Holstein, in 2016 die Mietpreisbremse durchzusetzen. Die durchschnittliche Neubau-Kaltmiete beträgt 7,79 Euro.<sup>8</sup> Insgesamt sind die Mietpreise seit 2009 um rund 20 % angezogen. Derzeit übersteigen die durchschnittlichen Mietpreise in keinem Bezirk die Zehn-Euro-Grenze.<sup>6</sup> Weitaus stärker haben sich im gleichen Zeitraum die Kaufpreise für Eigentumswohnungen erhöht – und zwar um 50%.<sup>6</sup> In 2014 kletterten die Preise für Wohneigentum um 7,4%. In Top-Lagen zahlen Käufer für eine Eigentumswohnung bis zu 5.500 Euro pro Quadratmeter.<sup>7</sup> Makler wie Engel & Völkers gehen für das Jahr 2015 von einer weiterhin erhöhten Nachfrage nach Wohnimmobilien aus. Dies werde zu weiteren Preissteigerungen bei Häusern und Eigentumswohnungen in sehr guten Lagen führen. Schätzungen zufolge liegt der Wohnungsneubaubedarf im Zeitraum 2010 bis 2025 bei 8.880 Wohnungen.

Vor allem in Wassernähe dürften die Wohnimmobilienpreise weiter anziehen, weil Kiel aufgrund der Lage an der Förde und dem Nord-Ostsee-Kanal ein attraktiver Wohnimmobilienstandort ist. Besonders stark nachgefragt werden Einfamilienhäuser, Häuser mit Ferienwohnungen sowie seniorengeeignete Eigentumswohnungen in sehr guten Lagen wie Schilksee, Heikendorf und Laboe an der Ostsee. Für Immobilien in diesen Lagen sind Käufer bereit, hohe Preisforderungen zu akzeptieren. Unter Studenten und Universitätsangehörigen sind insbesondere Altbauwohnungen in den Vierteln Ravensberg, Schrevenpark und Düsternbrook sehr begehrt. Der hohen Nachfrage begegnen Projektentwickler derzeit mit zahlreichen Neubauprojekten im Segment der Eigentumswohnungen. Der Wohnungsstandort Kiel ist nicht nur bei Eigennutzern als Dauerwohnsitz begehrt – auch Kapitalanleger investieren hier zunehmend in Ferienimmobilien.<sup>7</sup>

### Kiel: Stärken und Schwächen

#### Positiv:

- steigende Einwohner- und Studentenzahlen
- gute Altersstruktur in der gesamten Bevölkerung
- moderate Kauf- und Mietpreise
- Großes Potenzial bei Ferienwohnungen

#### Negativ:

- Mietpreisbremse in 2016 könnte Preiswachstum hemmen

## Warren Buffett und das Risiko

### Teil 2: Verstehen ist die beste Absicherung

Von Karl-Heinz Thielmann

In Teil 1 von „Warren Buffett und das Risiko“ in der vorigen Ausgabe von *Mit ruhiger Hand* wurde dargestellt, wie sich der Risikobegriff von Warren Buffett von dem derzeit üblichen unterscheidet, der aus der Modern Portfolio Theory abgeleitet ist.

Abgesehen von der Inflation sind Kapitalanlage-Risiken für Buffett vor allem etwas, was die Anleger im Wesentlichen selbst verursachen und beeinflussen. Auch marktbedingte, ökonomische oder unternehmerische Unsicherheiten führen für Buffett letztlich aus Anlegersicht zu selbst verursachten Risiken, da diese sich nur dann für den Investor negativ auswirken können, wenn er sie und ihre Konsequenzen falsch einschätzt. Dies drückt sich z. B. in seiner Äußerung aus:

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

“Risk comes from not knowing what you’re doing.”<sup>1</sup>

In diesem 2. Teil der Artikelserie „Warren Buffett und das Risiko“ geht es darum, wie man als Anleger dazu kommt, dass man weiß, was man tut. Dazu muss man das Wissen erlangen,

- a. selbst erzeugte Risiken zu verstehen und zu vermeiden; und
- b. mit den durch andere Finanzmarktteilnehmer erzeugten Risiken richtig umzugehen und sogar von ihnen zu profitieren.

Der Schlüssel zum Erfolg bei Buffett ist das größtmögliche Verstehen von den Zusammenhängen, die Risiko verursachen.

#### 1) Die „begründete Wahrscheinlichkeit“ als Konzept der Risikobewertung

Buffett verwendet zur Risikobewertung das Konzept der „begründeten Wahrscheinlichkeiten“. Dabei handelt es sich nicht wie bei den üblicherweise verwendeten Risiko-Kenngrößen um in Zahlen ausgedrückte Eintrittswahrscheinlichkeiten von Ereignissen, sondern um die qualitativen Einschätzungen von Risikofaktoren, die sich wiederum aus langfristigen Trends und strukturellen Faktoren ableiten. Zu ihrer Herleitung verwendet Buffett Kausalketten und historische Erfahrungen sowie wertet auch Daten aus. Er extrapoliert jedoch nicht – wie es heutzutage oft gängige Praxis ist – einfache bestehende Trends in die Zukunft. Die Resultate sind dementsprechend oft nur relativ unpräzise Tendenzaussagen, aber niemals konkrete Zahlen.

Gerd Gigerenzer – Psychologe und Direktor des Max-Planck-Institutes für für Bildungsforschung in Berlin – hat sich in den letzten Jahren einen Namen über seine Forschungen zum Umgang des Menschen mit dem Thema Risiko gemacht. Für in unterscheidet sich Aussagen über Risiko von solchen über die allgemeine Unsicherheit bezüglich der Zukunft dadurch, dass sich bei Risiko-Einschätzungen Aussagen über künftige Ereignisse in Form eines Zahlenwertes machen lassen, der auf der Basis empirischer Fakten ermittelt wurden.<sup>2</sup> Hierbei muss es sich allerdings nicht um einen präzisen Wert handeln, es reichen auch Näherungsgrößen oder Rangordnungen.



# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Um auf diesen Wert für das Risiko zu kommen, gibt es für Gigerenzer drei grundsätzliche Vorgehensweisen der Interpretation einer Wahrscheinlichkeit:

- 1) Überzeugungsgrad (auch subjektive Wahrscheinlichkeit): Hierbei handelt es sich um subjektive Aussagen, die zumeist auf Expertenerfahrungen aus der Vergangenheit beruhen.
- 2) Design: Hierbei versucht man, die Konstruktion und Funktionsweise desjenigen Objekts zu möglichst gut verstehen, was Unsicherheit verursacht. Z. B. würde man um die Wahrscheinlichkeit zu ermitteln, mit einem Würfel eine bestimmte Zahl zu würfeln, die Eigenschaften des Würfels untersuchen (wie gleichmäßig sind seine Seiten?) um dann bei einem gleichmäßigen Würfel zu schlussfolgern, dass jede der 6 Zahlen dieselbe Wahrscheinlichkeit (genau 1/6) hat.
- 3) Häufigkeit: Bei einer Häufigkeitsinterpretation betrachtet man die relative Häufigkeit eines Ereignisses in Hinblick auf eine eindeutige Bezugsmenge. Im Beispiel des Würfels bedeutet dies, dass man sehr oft würfeln muss, und dann die Häufigkeit der einzelnen Zahlen miteinander vergleicht, um zu einem Wahrscheinlichkeitswert zu kommen. Man benötigt allerdings eine hinreichend große Zahl von Beobachtungen, um zu sinnvollen Ergebnissen zu kommen, da sonst das Ergebnis durch Zufälle verzerrt würde. Beim Würfelbeispiel hieße dies, dass man hinreichend oft würfeln muss; z. B. 10.000-mal, um annähernd aussagekräftige Werte zu bekommen. Nur 10 Versuche würden irreführende Werte liefern.

Warren Buffetts Konzept der „begründeten Wahrscheinlichkeit“ ist eine Kombination aus „Überzeugungsgrad“ und „Design“. Es handelt sich um subjektive Aussagen, die allerdings aus einem möglichst weitgehenden Verständnis daraus resultieren, wie Risiken entstehen. Dies steht im kompletten Gegensatz zur Risikobewertung der Modern Portfolio Theory, die nur aus den Häufigkeitsverteilungen vergangener Renditen abgeleitet wird.

Buffett vermeidet konkrete Zahlenwerte für seine Risikoaussagen, sondern spricht lieber von hohem oder niedrigem Risiko. Damit steht er nicht in Widerspruch zur Anforderung von Gigerenzer, dass sich Risiko in einer Zahl ausdrücken lassen muss, Buffett könnte dies tun, vermeidet es aber normalerweise, da er nicht den Eindruck scheinpräziser Angaben entstehen lassen will.

Um zu einer Einschätzung der „begründeten Wahrscheinlichkeit“ zu kommen, hat Buffett fünf wesentliche Einflussfaktoren benannt:<sup>3</sup>

- a) „Die Gewissheit, mit der die langfristigen ökonomischen Charakteristika eines Geschäfts eingeschätzt werden können.“**

***“The certainty with which the long-term economic characteristics of the business can be evaluated.”***

Hier bewertet Buffett, ob ein Unternehmen seiner Ansicht nach einen „dauerhaften Wettbewerbsvorteil“ (durable competitive advantage) besitzt. Der Fokus auf Unternehmen mit Konkurrenzvorteilen ist wichtig, da sie eine überdurchschnittliche Rentabilität haben. Denn nur sie sind in der Lage, am Markt hohe Margen zu erzielen: Entweder, weil sie eine starke Marke haben, für die Kunden bereit sind, eine Prämie zu zahlen; oder weil sie Kostenvorteile in der Produktion besitzen (z. B. bei Skaleneffekten). Er untersucht aber nicht nur, ob ein Unternehmen seinen Konkurrenten überlegen ist,

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

sondern versucht Faktoren zu finden, die dies in Zukunft ändern könnten. Ein besonderer Risikofaktor hierbei ist für ihn der technische Fortschritt. Innovationen, die grundsätzlich nicht vorhersehbar sind, können dazu führen, dass Wettbewerbsvorsprünge, die auf einer bestimmten Technologie beruhen, über Nacht verschwinden. Insofern steht er grundsätzlich Technologieunternehmen skeptisch gegenüber, selbst wenn diese momentan eine sehr gute Marktposition zu haben scheinen.

Grundsätzlich ist Buffett ebenfalls bei Grundstoffunternehmen skeptisch, die wie Technologie-Firmen ebenfalls kurzfristig eine hohe Rentabilität haben können. Hierdurch werden aber immer schnell auch Wettbewerber angezogen, die dann die Margen durch ihre Konkurrenzangebote unter Druck setzen.

Bei Markenartikeln hingegen, deren Marktposition auf gewachsenen Gewohnheiten sowie dem langfristig erworbenen Vertrauen der Kunden beruht, ist die Gefahr einer Verdrängung relativ gering, es sei denn, das Management verspielt das Vertrauen durch eigene Fehler. Das Risiko ist insbesondere bei kleinteiligen Markenartikeln („Small-ticket-items“) gering, weil bei diesen die Kunden aufgrund der geringen Einzelpreise i.d.R. sehr viel weniger preissensitiv sind wie bei größeren Anschaffungen („Big-ticket-items“). Bei Unternehmen, die langlebige Konsumgüter (wie z. B. Autos) oder Investitionsgüter herstellen, besteht aufgrund der Komplexität der Produkte ein relativ hohes Risiko, dass es im Produktionsprozess zu Fehlern kommt (oder Manipulationen, wie der jüngste VW-Skandal eindrücklich demonstriert).

„Kaufe Grundstoffe, verkaufe Marken“ („Buy commodities, sell brands“) hat Buffett einmal als eine der Grundformeln für geschäftlichen Erfolg bezeichnet und als Beispiele Coca-Cola, Wrigley sowie die eigene Beteiligung See's Candy angeführt.<sup>4</sup> Aufgrund der Stärke der Marken haben gerade diese Unternehmen eine besonders gut abgesicherte Marktposition. Dies veranlasste Buffett z. B. 1989 dazu, seine Beteiligung an Coca Cola – die Aktie sah er zu diesem Zeitpunkt als stark unterbewertet an – auf bis zu 35% des Aktienportfolios anwachsen zu lassen. Aufgrund der Kombination einer starken Marke mit einer niedrigen Bewertung sah er dieses Investment als besonders sicher an, sodass ihm das Risiko, einen hohen Teil seines Vermögens in einem Titel zu konzentrieren, vergleichsweise gering erschien.<sup>5</sup>

**b) „Die Gewissheit, mit der das Management eines Unternehmens bewertet werden kann; sowohl in der Hinsicht, dass dieses operativ das Beste aus dem Geschäft heraus holt, wie auch, dass es die erwirtschafteten Cashflows sinnvoll verwendet.“**

***“The certainty with which management can be evaluated, both as to its ability to realize the full potential of the business and to wisely employ its cash flows).”***

Buffett bezieht gleich zwei Kriterien auf das Management. Als Anleger muss man sich darauf verlassen können, dass eine Unternehmensleitung das Kapital weder verdummt noch veruntreut. Gleichzeitig sind aber von außen sowohl die umfassende fachliche Kompetenz wie auch die charakterliche Eignung am schwersten zu überprüfen.

Mit dem ersten dieser Kriterien prüft Buffett die fachliche Qualifikation des Managements eines Unternehmens, in das er investieren will. Diese fachliche Komponente hat zwei Aspekte: 1) die Quali-

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

fikation hinsichtlich des Marktes, indem die Firma tätig ist (also Technologie, Marketing, etc.); 2) in Hinblick auf das Finanzmanagement.

Beide zusammen wichtig für herausragende Investmentergebnisse. Denn Grundvoraussetzung für den langfristigen Erfolg jedes Unternehmens ist, dass es Produkte herstellt, für die Kunden auch bereit sind, Geld zu bezahlen. Doch gute Produkte alleine reichen nicht, man muss mit ihnen eine angemessene Rendite erwirtschaften, um die Aktionäre zufriedenzustellen. Das Verständnis für die Wichtigkeit beider Faktoren ist in der Praxis bei erstaunlich wenig Unternehmen gleichermaßen ausgeprägt: Bei manchen (und hier gibt es gerade in Deutschland einige Fälle) steht die Optimierung der Produktqualität im Vordergrund, sie haben allerdings ihre Kosten und damit auch die Erträge nicht im Griff. Managements insbesondere aus der Finanzinvestorenszene hingegen stellen oftmals eine Optimierung der Finanzkennziffern in den Vordergrund. Sie unterschätzen dabei jedoch regelmäßig die Notwendigkeit, für Qualitätssicherung, neue Produkte oder zur Marktpflege Geld auszugeben. Dies führt dann zwar oft kurzfristig zu guten Ertragszahlen, aber zur langfristigen Schwächung der Wettbewerbsposition.

**c) „Die Gewissheit, mit der man sich auf das Management verlassen kann, damit es die geschäftlichen Erträge an die Aktionäre weitergibt und nicht zu sich umlenkt.“**

**“The certainty with which management can be counted on to channel the reward from the business to the shareholders rather than to itself.”**

Manager agieren als Treuhänder des ihnen von den Aktionären anvertrauten Kapitals. Deswegen ist wichtig, dass Manager nicht nur fachlich, sondern auch charakterlich hierfür geeignet sind. Nur dann nutzen sie ihre herausragende Position nicht aus, um sich auf Kosten der Aktionäre zu bereichern.

Dies ist das am schwersten zu beurteilende Kriterium, wie Buffett 2014 selbst erfahren musste. In diesem Jahr wurde bei einer seiner Beteiligungen (Tesco) Bilanzbetrug aufgedeckt, worauf die Aktie kollabierte. Buffett verkaufte in der Folge die Beteiligung mit Verlust, um Schlimmeres zu verhindern. Damit handelt es sich um einen der extrem seltenen Fälle, in denen Buffett einen zwischenzeitlichen Verlust realisierte. (Mehr dazu auf Seite 26)

**d) „Der Kaufpreis des Geschäfts.“**

**“The purchase price of the business.”**

Warren Buffett hat seine Ausbildung vom „Vater des Value Investing“ Benjamin Graham erhalten. Von diesem hat er das Prinzip übernommen, bei seinen Investments auf eine möglichst niedrige Bewertung zu achten. Da eine niedrige Bewertung i.d.R. aus sehr pessimistischen Erwartungen des Marktes resultiert, stellt sie einen guten Schutz dar, da mögliche negative Entwicklungen in der Zukunft schon im Preis enthalten sind. Aus dieser Grundüberlegung resultiert auch die Auffassung, dass sich das Risiko einer Aktie reduziert, wenn der Kurs fällt, weil auch die Bewertung sinkt; während hingegen das Risiko steigt, wenn der Kurs steigt; weil sich damit ebenfalls die Bewertung erhöht.

Grahams Vorgehensweise basiert darauf, mit Hilfe von verschiedenen Bewertungsmethoden den sogenannten „Inneren Wert“ („Intrinsic Value“) eines Unternehmens zu bestimmen. Liegt der Bör-

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

senwert deutlich unter dem analytisch bestimmten inneren Wert, so ist die Aktie ein Kaufkandidat. Zur Absicherung gegen zukünftige negative Überraschungen durch Marktschwankungen oder Analyseungenauigkeiten verlangte Graham als eine sehr deutliche Unterbewertung von mindestens einem Drittel des fairen Wertes. Dieser klare Bewertungsabschlag wird auch als „Sicherheitsmarge“ (Margin of Safety) bezeichnet.

Das Konzept der Sicherheitsmarge ist relativ starr und differenziert nicht nach der Qualität der einzelnen Geschäftsfelder. Gerade Unternehmen mit einer sehr starken Marktposition sind im Vergleich zum Markt immer relativ hoch bewertet und würden bei der starren Interpretation des Sicherheitsmargenkonzepts nur extrem selten als attraktiv erscheinen. Buffett hat es in den letzten Jahrzehnten auch kaum in der ursprünglichen Form angewandt. Er ermittelte stattdessen einen inneren Wert für potenzielle Investments unter der Annahme relativ ungünstiger ökonomischer Entwicklungen.<sup>6</sup>

Damit macht er quasi einen „Stresstest“ und bekommt den inneren Wert für einen „Worst Case“, der schon negative Überraschungen enthält. Erscheint der dann ermittelte innere Wert trotzdem nicht höher wie der Börsenwert, ist die Aktie ein Kaufkandidat. Deswegen schrieb er auch:

*„Das kritische Investmentkriterium ist, den inneren Wert eines Geschäfts zu ermitteln und einen faire Bewertung oder einen Schnäppchenpreis zu bezahlen.“*

*“The critical investment factor is determining the intrinsic value of a business and paying a fair or bargain price.”<sup>7</sup>*

Bei extremen niedrigen Bewertungen investierte Buffett sogar in Anlagen, die fundamental nicht seinen Qualitäts-Anforderungen entsprechen. So hat er schon in Rohstoffen (wie 1997 in Silber) oder in Schwellenländer-Firmen (wie 2002 in Petrochina) investiert, wenn deren Kurse aufgrund eines negativen Marktsentiments übertrieben niedrig waren. Solche Investments hat Buffett dann aber auch nach einer Bewertungsanpassung immer wieder zügig verkauft, selbst wenn danach noch weitere Kurssteigerungen zu erwarten waren (und größtenteils noch kamen).

**e) „Die erwartete Belastung der Bruttorendite für den Anleger durch Steuern und Inflation, die bestimmen, wie stark der Zuwachs an Kaufkraft durch Belastungsfaktoren vermindert wird.“**

***“The levels of taxation and inflation that will be experienced and that will determine the degree by which an investor's purchasing-power return is reduced from his gross return.”***

Mit diesem Kriterium richtet Buffett den Blick quasi auf die Nebenbelastungen des Anlegers. Es nützt nichts, an einem erfolgreichen Unternehmen beteiligt zu sein, wenn die Erträge stark durch Geldentwertung und Steuern aufgefressen werden. Inflation und Besteuerung sind in ihren ökonomischen Auswirkungen für Buffett eng verwandt. In seinem Essay „How inflation swindles the equity investor“ aus dem Mai 1977 zeigte er, dass Inflation in Hinblick auf Renditen und Kapitalbildung wie eine Steuer wirkt, die allerdings nicht direkt erkennbar ist.<sup>8</sup>

Gerade die bevorzugte steuerliche Behandlung von Unternehmensgewinnen und Kapitalerträgen in den USA dürften für Buffett ein wichtiger Faktor sein, warum er nach wie vor den weit überwiegenden Teil seiner Beteiligungen in seinem Heimatland konzentriert hat. Steuerliche Fragen dürften

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

auch der Grund dafür sein, dass Buffett bei seinen Beteiligungsgeschäften zunehmend den Tausch von Vermögenswerten gegenüber Cash-Transaktionen bevorzugt (wie z. B. beim Tausch Proctor & Gamble Aktien gegen Duracell 2014).<sup>9</sup>

## 2) Volatilität: Risiko, Chance oder einfach nur irreführend?

Aus Buffetts Risikoverständnis resultiert, dass er die Verwendung von kurzfristigen Volatilitäts-Maßen zur Risikoeinschätzung nicht nur ablehnt. Er interpretiert Volatilität auch völlig anders als heute bei Risikomanagern üblich: nämlich als Indikator von Investment-Chancen. Aus der Sicht des Langfristanlegers erscheint ihm Volatilität positiv, weil sie es ermöglicht, zeitweise günstig an Qualitätstitel zu kommen.

So schrieb Buffett:

*„Tatsächlich begrüßt ein wahrer Investor Volatilität ... weil ein wild schwankender Markt bedeutet, dass solide Unternehmen regelmäßig mit irrational niedrigen Kursen bewertet werden.“*

*„In fact, the true investors welcomes volatility ... because a wildly fluctuating market means that irrationally low prices will periodically attached to solid businesses.“<sup>10</sup>*

Dies gilt insbesondere auch für Kleinanleger, gerade Ihnen eröffnet die Marktvolatilität große Einstiegschancen:

*„Man sagt, dass Kleinanleger keine Chance in einem Markt haben, der vom erratischen Verhalten einiger Großer abhängig ist. Diese Schlussfolgerung ist komplett falsch: Solche Märkte sind ideal sowohl für kleine wie große Anleger, solange sie an ihrer Investmentdisziplin festhalten.“*

*“They are fond of saying that the small investor has no chance in a market now dominated by the erratic behavior of the big boys. This conclusion is dead wrong: Such markets are ideal for any investor – small or large – so long as he sticks to his investment knitting.“<sup>11</sup>*

Natürlich hat auch ein Langfristanleger wie Buffett gelegentlich Liquiditätsbedarf, weswegen es ihn stören würde, Aktien zu ungünstigen Kursen verkaufen zu müssen. Er sorgt hierfür durch eine ausreichende Ausstattung mit Liquidität und Staatsanleihen vor; und nicht dadurch, – wie es bei heutigen Risikomanagern üblich ist – indem die Volatilität des Gesamtportfolios reduziert wird. Volatilität kann Anlegern nur schaden, wenn sie zu Zeiten niedriger Kurse zu Liquidationen gezwungen sind:

*[Der Anleger] „kann nur durch Volatilität geschädigt werden, wenn er entweder durch finanziellen oder psychologischen Druck gezwungen wird, zu einem ungünstigen Zeitpunkt zu verkaufen.“*

*[The investor] “can be hurt by such volatility only if he is forced, by either financial or psychological pressures, to sell at untoward times.“<sup>11</sup>*

Wie die Orientierung an Volatilität Anleger in die Irre führen kann, erläuterte Buffett im Jahresbericht 1993 am Beispiel der Aktie von Washington Post, die zwischenzeitlich stark unter Druck kam.<sup>12</sup> Mit fallenden Kursen stieg die Volatilität an, was eigentlich ein höheres Risiko bedeuten müsste. Da sich operativ für die Firma aber nichts geändert hatte, wurde sie eigentlich nur zu einem niedrigeren Preis bewertet, was das in der Konsequenz dazu führte, dass das Risiko für Anleger sank, für das operative Geschäft einen überhöhten Preis zu zahlen.

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Hohe kurzfristige Volatilität, die mit niedrigen Kursen verbunden ist, kann dem fundamental orientierten Anleger insofern sogar ein niedriges Risiko signalisieren. Dies gilt insbesondere, wenn er mit der Value-Methode vorgeht. Vermeidet ein Anleger Volatilität, kann dies am Ende sogar sein Risiko deutlich erhöhen, weil er bestimmte Risiken übersieht. Andererseits ist es aber natürlich auch so, dass die von Buffett hoch eingeschätzten ertragsstabilen Titel i.d.R. eine niedrige Volatilität haben, während spekulative Aktien niedriger Anlagequalität i.d.R. mit hoher Volatilität verbunden sind. Manchmal ist hohe Volatilität mit hohem Risiko verknüpft, manchmal mit geringem. Insofern sagt die Volatilität für sich genommen gar nichts über Risiko aus, man muss sie immer im Kontext der jeweiligen Marktsituation interpretieren.

Insofern kam Buffett auch in seinem Jahresbericht 2014 zum Schluss:

*„Volatilität ist ganz gewiss kein anderer Ausdruck von Risiko. Populäre Formeln, die beide gleichsetzen, leiten Studenten, Investoren und Top-Manager in die Irre.“*

*“Volatility is far from synonymous with risk. Popular formulas that equate the two terms lead students, investors and CEOs astray.”<sup>13</sup>*

### 3) Das Eingehen von Risiken ist unvermeidlich

Risiko ist ein alltäglicher Bestandteil des Lebens, nicht nur am Finanzmarkt. Deswegen schrieb Buffett auch einmal:

*„Risiko ist ein Teil von Gottes Spiel, gleichermaßen für Menschen wie für Nationen“.*

*“Risk is part of God’s game, alike for men and nations.”<sup>14</sup>*

Jedes Investment ist durch die Erwartung von Zahlungen in der Zukunft charakterisiert. Deswegen ist das Thema Risiko am Finanzmarkt so besonders wichtig, da es bei an ihm getroffenen Entscheidungen immer um die Zukunft geht. Da diese grundsätzlich unsicher ist, muss jeder Investor zwangsläufig irgendeine Form von Risiko auf sich nehmen. In den Worten Warren Buffetts:

*„Wenn man investiert, muss man ein Risiko eingehen. Die Zukunft ist immer unsicher.“*

*“When you invest, you have to take some risk. The future is always uncertain.”<sup>15</sup>*

Aus diesem Blickwinkel ist die Idee der risikofreien Anlage eine der kuriosesten Vorstellungen der modernen Finanztheorie. Hierunter werden i.d.R. niedrig verzinsliche Liquidität und Staatsanleihen verstanden. Diese unterliegen praktisch keinen Ausfall- oder Liquiditätsrisiken; allerdings ist für sie das Inflationsrisiko sehr gravierend. Und dies ist laut Buffett das wichtigste (externe) Risiko für Langfristanleger.

Tatsächlich sieht Buffett – wie bereits auf Teil 1 auf Seite erläutert – Liquidität und niedrig verzinsliche Staatsanleihen – langfristig als besonders riskant an, weil man mit ihnen als Anleger auf jeden Fall an der Inflation verliert. Insofern führt der Drang nach Risikominimierung bei vielen risikoscheuen Anlegern effektiv zu realen Einbußen. Lediglich zur Absicherung gegen kurzfristige Liquiditätsrisiken machen Anlagen in Liquidität und Staatsanleihen für Buffett Sinn; nur für diesen Zweck hält er solche Finanzinstrumente.

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Dummerweise geistert das Bild der „risikofreien Anlage“ nach wie vor durch die Köpfe vieler Anleger, Wirtschaftsjournalisten und Ökonomen. Fatal ist es insbesondere, weil es auch das Denken von Finanzmarktregulierern bestimmt. Sie zwingen deshalb langfristige Anleger wie z. B. Versicherungen, Pensionskassen etc. zu hohen Quoten von nominal „sicheren“ Wertpapieren und schreiben ihnen so praktisch reale Verluste vor.

## 4) Risiko steht nicht in einem eindeutigen Zusammenhang mit Rendite

Eine der Kernannahmen für viele Anleger ist, dass von Anlagen mit hohem Risiko hohe Renditen zu erwarten sind; während niedrig rentierliche Investments relativ sicher sind. Dies ist im Übrigen auch eine der Kernannahmen der Modern Portfolio Theory, die sich in der sog. Effizienzkurve (bzw. Kapitalmarktlinie) widerspiegelt: Laut der Modern Portfolio Theory gibt es für jedes Wertpapier-Portfolio eine eindeutige Beziehung zwischen möglicher Rendite und dem damit verbundenen Risiko. Diejenigen Portfolios mit den besten Kombinationen aus Ertrag und Risiken stellen die Effizienzkurve dar. Ein Anleger kann sich auf dieser Linie dann gemäß seiner Risikopräferenz das Portfolio mit dem maximalen Ertrag; oder bei gegebener Renditeerwartung das mit dem geringsten Risiko herausuchen.

Wenn man allerdings wie Buffett davon ausgeht, dass wichtige Risiken vor allem aus Inflation und dem Verhalten des Anlegers resultieren, dann ist kein logischer Zusammenhang mehr zwischen Risiko und erwartetem Ertrag gegeben. Die Vorstellung einer Effizienzkurve ist absurd.

Über den wenig eindeutigen Zusammenhang von Risiko und Rendite schrieb er deshalb auch (mit einer gewissen Ironie):

*„Eine wichtige Anmerkung über Risiko und Rendite. Manchmal sind beide positiv korreliert. Wenn jemand zu mir kommen und sagen würde: Ich habe hier einen sechsschüssigen Revolver mit einer Patrone. Warum schießt Du nicht einfach einmal damit auf Dich? Wenn Du überlebst, gebe ich Dir 1 Million US\$. Ich würde ablehnen, vielleicht mit der Begründung, dass 1 Million US\$ nicht genug sind. Dann könnte er mir 5 Millionen US\$ anbieten, wenn ich zweimal abdrücke. Hier haben wir eine positive Korrelation zwischen Risiko und Rendite. Das genaue Gegenteil ist der Fall beim Value-Investing: Wenn man eine 1 Dollar Banknote für 60 Cent kauft, ist dies riskanter, als wenn man eine solche Note für 40 Cent kauft. Aber die Rendite-Erwartung ist im zweiten Fall höher. Je größer das Renditepotenzial eines Value-Portfolios ist, um so weniger Risiko gibt es.“*

*“One important thing about risk and reward. Sometimes risk and reward are correlated in a positive fashion. If someone were to say to me, ‘I have here a six-shooter and I have slipped one cartridge into it. Why don’t you just spin it and pull it once? If you survive, I will give you \$1 million. I would decline –perhaps stating that \$1 million is not enough. Then he might offer me \$5 million to pull the trigger twice – now that would be a positive correlation between risk and reward! The exact opposite is true with value investing. If you buy a dollar bill for 60 cents, it’s riskier than if you buy a dollar bill for 40 cents., but the expectation of reward is greater in the latter case. The greater the potential for reward in the value portfolio, the less risk there is.”<sup>16</sup>*

Selbst wenn man – was Buffett nicht tut – unterstellen würde, dass sich das Risiko durch die Volatilität beschreiben lässt, so bleibt dennoch die Vorstellung einer eindeutigen Kapitalmarktlinie fragwür-

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

dig: Da sich die Kennzahl Volatilität in Abhängigkeit von der unterstellten Anlagedauer stark ändern kann, kann es immer nur für eine genau definierte Investment-Zeitperiode eine bestimmte Effizienzlinie geben. Diese sieht bei 5 Jahren durchschnittlicher Haltedauer ganz anders aus als bei 1 Jahr oder bei 10 Jahren. Da die tatsächliche Investmentzeit bei den meisten Anlegern nicht oder nur sehr ungenau bestimmt ist, lässt sich ihnen im Grunde keine spezifische Effizienzkurve zuordnen. Ohne eine klare Festlegung auf die Anlagedauer fehlt auch in den Modellen der Modern Portfolio Theory der eindeutige Zusammenhang zwischen Risiko und Rendite.

## 5) Der selbstkritische Umgang mit eigenen Fehlern spielt eine zentrale Rolle

Wenn man gründlich den Aktionärsbrief 2014 für Berkshire Hathaway liest, der eine Bestandsaufnahme von Warren Buffett der 50 Jahre als erfolgreicher Investor enthält, fällt auf, dass er sich sehr offen und eingehend mit eigenen Fehlern befasst. Tatsächlich werden weniger die vielen eigenen Erfolge gefeiert, als die Fehlleistungen dokumentiert und analysiert.

Weiterhin fällt auf, dass bei Buffetts Entscheidungen nie die Angst eine Rolle spielte, dass er einen Fehler machen könnte. In bestimmten Situationen müssen Entscheidungen getroffen werden, auch wenn ihre Folgen nur unvollkommen eingeschätzt werden können. Buffett trifft lieber eine Entscheidung und nimmt sie bei Misserfolg schnell wieder zurück, als nichts zu tun. Nur Entscheidungsvermeidung ist ein Fehler.

Wenn sich seine Handlungen als Fehler herausstellen, geht er sehr selbstkritisch damit um und hat auch keine Angst, falls notwendig genau das Gegenteil vom vorher verfolgten zu machen. Sein Stellvertreter Charlie Munger hat dazu einmal gesagt:

*„Was man lernen muss, ist sich schnell zurückzuziehen, wenn die Dinge sich gegen einen wenden. Wenn man hingegen eine große Chance hat, dann muss voll darauf stürzen, weil man selten eine große Chance bekommt. Eine gute Gelegenheit kommt dann und wann, aber sie kommt nur selten, also sollte man sie ergreifen, wenn sie da ist.“*

*“What you have to learn is to fold early when the odds are against you or if you have a big edge, back it heavily because you don't get a big edge often. Opportunity comes, but it doesn't come often, so seize it when it does come.”<sup>17</sup>*

Dies alles bedeutet jedoch nicht, dass Buffett zu hektischen Entschlüssen neigt. Im Gegenteil, diese sieht er als grundlegend für viele Probleme an: Denn Risiken im Finanzbereich sind oft selbst generiert durch Aktionismus:

*„Der Trick ist, wenn nichts zu tun ist, auch wirklich nichts zu machen.“*

*“The trick is, when there is nothing to do, do nothing.”<sup>18</sup>*

Statt dessen versucht Buffett lieber, sich auf das wirklich Wesentliche zu konzentrieren und vor allem sich diszipliniert zu verhalten. Eine hohe Selbstdisziplin hatte schon sein Lehrmeister Benjamin Graham als zentralen Erfolgsfaktor herausgestellt. Er propagierte, dass wahre Investoren sich nicht von Kursbewegungen emotional beeindruckt lassen, geduldig warten können sowie rational ihre Chancen und Risiken abwägen.<sup>19</sup>



# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Hiermit unterscheidet sich Buffett – wie andere erfolgreiche Value-Investoren – von der großen Masse der Anleger, wobei diese aber auch oft von ihrem Umfeld unter Druck gesetzt werden. Insbesondere das Zugeben eigener Fehler hat schon so mancher Fondsmanager oder Vermögensverwalter bitter bereut, weil Kunden sofort Mittel abzogen. Und so ist es gängige Praxis, durch hektische Anlageentscheidungen den Märkten hinterherzulaufen, hingegen mutige Entscheidungen zu vermeiden, weil die sich ja als falsch herausstellen könnten. Das Eingestehen eigener Fehler sowie die kritische Auseinandersetzung hiermit gilt im Konkurrenzkampf mit anderen Finanzmarktteilnehmern – bei dem sich jeder so allwissend wie nur irgend möglich darstellen möchte – sowieso als No-Go.

## 6) Moderate Diversifikation ist besser als eine hohe Risikostreuung

Eine der kontroversesten Auffassungen von Buffett dürfte diejenige sein, dass eine moderate Diversifikation besser ist als eine hohe.

Die Notwendigkeit von Diversifikation zur Risikominderung steht für Buffett in engem Zusammenhang damit, wie gut man sein Anlageobjekt analytisch erfasst hat und die Konsequenzen des einzelnen Investments einschätzen kann. So schrieb er einmal:

*„Diversifikation ist ein Schutz gegen Unwissenheit. Sie macht wenig Sinn für diejenigen, die wissen, was sie tun.“ ... „Sie ist ein guter Ansatz für diejenigen, die keine Finanzanalyse beherrschen.“*

*“Diversification is a protection against ignorance. It makes very little sense for those who know what they are doing.” ... “It’s a perfectly sound approach for somebody who doesn’t know to analyze businesses.”<sup>20</sup>*

Natürlich ist auch Warren Buffett nicht allwissend und kann die Zukunft genau vorhersehen. Weiterhin ist er auch schon auf Finanzbetrug hereingefallen – wie im Fall Tesco 2014. Deshalb ist auch für ihn ein gewisser Grad an Risikostreuung notwendig. Weiterhin ist Berkshire Hathaway inzwischen mit ca. 340 Mrd. US\$ Marktkapitalisierung in eine Größenordnung hineingewachsen, die eine Konzentration auf nur wenige Kernanlagen nicht mehr erlaubt. Deswegen hat er auch sein Portfolio diversifiziert, wenn auch deutlich geringer als bei institutionellen Anlegern ähnlicher Größenordnung.

Für ihn gibt es bei der Diversifikation einen grundsätzlichen Trade-Off: Zum einen mindert natürlich eine höhere Anzahl von Titeln grundsätzlich das Risiko eines Einzelwertes für das Gesamtportfolio. Andererseits steigert es das Risiko, wenn ein Anleger eine Anlage kauft, die nicht gründlich genug analysiert ist. Dieses vom Anleger selbst verursachte Risiko wird von der Modern Portfolio Theory ignoriert; von Buffett hingegen als sehr wesentlich eingeschätzt.

Weiterhin hat Buffetts Abneigung gegen zu hohe Diversifikation damit zu tun, dass er gute Investmentgelegenheiten als eher selten ansieht (vgl. hierzu das Zitat von Charlie Munger im vorigen Abschnitt). Die Vorgabe einer starken Streuung würde ihn daran hindern, Chancen konsequent zu nutzen. Diese entgangenen Gewinnmöglichkeiten sind für Buffett gravierende Opportunitätskosten einer hohen Risikostreuung.

## 7) Verlustvermeidung als Grundprinzip

Für Buffett ist die Verlustvermeidung bei jeder einzelnen Anlage die Basis für jeden Anlageerfolg. Eines seiner bekanntesten Zitate lautet deshalb auch:

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

*„Die erste Investment-Regel ist: Verliere nie Geld. Die zweite Investment-Regel ist: Vergesse nie die erste Regel.“*

*“Investing Rule Number 1: Never lose money. Investing Rule Number 2: Never forget Rule Number 1.”<sup>21</sup>*

Die Idee, dass Verluste vermeiden für den Investmenterfolg wichtiger ist, als nach hohen Gewinnen zu streben, steht im Widerspruch zu den Grundideen der Modern Portfolio Theory: Hier ist es im Grunde egal, ob ein einzelnes Wertpapier Verluste verursacht. Relevant sind Risiko und Rendite des Gesamtportfolios. Dies kann im Extremfall die Konsequenz haben, dass Wertpapiere mit negativer Renditeerwartung gekauft werden, wenn dies die Volatilität des Gesamtportfolios deutlich mindert.

Hinter Buffetts Ansicht steht die Erfahrung, dass sich jeder Anleger bei der Bildung seiner Renditeerwartung täuschen kann. Insofern muss er sich weniger Gedanken darüber machen, was passiert, wenn seine Erwartung eintritt, sondern eher, was die Konsequenzen sind, wenn seine Erwartung enttäuscht wird. Wenn man im Vorfeld eines Investments mithilfe des Konzeptes der begründeten Wahrscheinlichkeit die Risikofaktoren richtig überprüft, kommt es nur selten zu Verlusten.

Buffett hat nennenswerte Verluste bisher nur realisiert, wenn er entweder Liquidität für bessere Investments benötigte; oder als er das Opfer von Betrug wurde. Beides erfolgte bisher aber nur sehr selten. Dies zeigt sein Kommentar zum realisierten Verlust bei Tesco im Aktionärsbrief 2014:

*„Unser Nachsteuerverlust aus dieser Anlage war 444 Millionen US\$, ca 0,2% des Nettowertes von Berkshire. In den vergangenen 50 Jahren haben wir nur einmal einen Verlust realisiert, der uns 2% des Nettowertes gekostet hat. Zweimal haben wir 1% des Nettowertes verloren. Alle drei Verluste entstanden in der Periode von 1974-75, als wir uns von Aktien auf sehr niedrigem Niveau trennten, um andere zu kaufen, die wir als noch sehr viel billiger ansahen.“*

*“Our after-tax loss from this investment was \$444 million, about 1/5 of 1% of Berkshire’s net worth. In the past 50 years, we have only once realized an investment loss that at the time of sale cost us 2% of our net worth. Twice, we experienced 1% losses. All three of these losses occurred in the 1974-1975 period, when we sold stocks that were very cheap in order to buy others we believed to be even cheaper.”<sup>22</sup>*

Die klassische Methode, um gegen die Notwendigkeit der Realisierung von Verlusten vorzusorgen, ist das Konzept der Sicherheitsmarge von Buffetts Lehrmeister Benjamin Graham (vgl. S. 19-20). Das Konzept der Sicherheitsmarge hat allerdings den Nachteil, dass es relativ statisch ist und nicht wirklich zwischen den unterschiedlichen operativen Risiken verschiedener Geschäftsfelder differenziert. Buffett ist deshalb dazu übergegangen, dass er für seine potenziellen Investments quasi einen Stresstest durchführt: Er überlegt sich, wie sich das Geschäft einer Firma – gemessen am Vorsteuergewinn – auch unter ökonomisch sehr ungünstigen Umständen entwickelt. Hierbei ist klar, dass Firmen mit einem dauerhaften Wettbewerbsvorteil sehr viel weniger anfällig sind als normale oder sogar schlecht positionierte Unternehmen. Auch niedrige Verschuldung mindert das Risiko negativer Überraschungen (vgl. nächster Abschnitt).

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

## 8) Schulden sind gefährlich, weil sie zu Zwangshandlungen führen können

Wie schon bereits im ersten Teil von „Warren Buffett und das Risiko“ auf Seite 19 erwähnt, hat Warren Buffett eine starke Abneigung gegen Schulden im Allgemeinen und im speziellen gegen Wertpapierkredite zur Finanzierung von Aktienanlagen. Da die Finanz-Märkte kurzfristig völlig unberechenbar sind, kann sich ein Anleger durch schuldenfinanzierte Investments in eine Zwangslage bringen und zu Verkäufen mit ungünstigen Kursen gezwungen werden, wenn die Märkte sich in die falsche Richtung entwickeln.

Weiterhin investiert er nicht gerne in Gesellschaften, die mit hohen Schulden belastet sind. Als besonders gefährlich sieht er langfristige Schulden an, insbesondere wenn sie mit variablen Zinsen ausgestattet sind. Da die Bedienung von Zinszahlungen immer Priorität vor Gewinnen hat, haben hoch verschuldete Gesellschaften bei Zinsänderungen oder unerwarteten Problemen im operativen Geschäft viel dramatischere Gewinneinbrüche zu befürchten als eigenkapitalstarke. Bei größeren Schwierigkeiten sind stark verschuldete Firmen viel eher konkursgefährdet als solide.<sup>23</sup>

Insbesondere kritisch steht Buffett dem Vorgehen vieler Firmen gegenüber, durch bevorzugten Einsatz von – scheinbar billigen – Krediten die Geschäftsexpansion zu finanzieren. Hierdurch lassen sich relativ einfach gute Wachstums- und Rentabilitätszahlen produzieren, die aber nicht auf Dauer aufrechtzuerhalten sind. Um dann die Dynamik der guten Zahlen beizubehalten, wird die Verschuldung immer weiter gesteigert und damit Risiko aufgebaut, bis irgendwann Probleme sichtbar werden und dann alles wie ein Kartenhaus in sich zusammenbricht.

Natürlich sieht auch Buffett die Vorteile von Verschuldung für jedes geschäftliche Vorhaben: Man kann unternehmerisch in sehr viel höherem Ausmaß tätig sein, als es die eigene Kapitalbasis eigentlich erlaubt. Deswegen ist er nicht grundsätzlich gegen Verschuldung, nur gegen eine zu hohe. Denn der Vorteil von Verschuldung muss für Buffett im vernünftigen Verhältnis zu Kosten und Risiken stehen; und dieser Aspekt wird seiner Ansicht nach zu oft unterschätzt.

Bei Berkshire Hathaway nutzt Buffett ebenfalls die operative Hebelwirkung, die ein Einsatz von Schulden erlaubt. Er macht dies 1) jedoch nur in einem sehr moderaten Umfang; sowie hat 2) einen Weg gefunden, sich vor den üblicherweise mit Bankkrediten verbundenen Risiken (Zinserhöhungen, Zwangsliquidationen) zu schützen. Dies erläuterte er im Geschäftsbericht 2014:

*„Berkshire hat Zugang zu zwei Fremdkapital-Quellen, die sowohl niedrige Kosten haben, wie auch ungefährlich sind, und es erlauben, mehr Anlagen zu erwerben, als durch das Eigenkapital abgedeckt ist: latente Steuern sowie der Liquiditätsbestand aus dem Versicherungsgeschäft, der daraus entsteht, dass Versicherungsprämien früher ausgezahlt werden als die aus ihnen resultierenden Versicherungsleistungen. Beide Finanzierungsquellen sind rapide gewachsen und stehen derzeit bei ca. 12 Mrd. US\$. Am besten ist jedoch, dass beide bisher kostenfrei waren. Latente Steuern werden nicht verzinst. Solange wir in unserem Versicherungsgeschäft operativ keine Verluste machen – was wir in den vergangenen 29 Jahren im Durchschnitt vermieden haben – sind die Finanzierungskosten dieser Liquidität Null. Keine dieser Positionen darf als Eigenkapital missverstanden werden, dies sind echte Verbindlichkeiten. Aber es sind Schulden ohne damit verbundene Bedingungen oder Fälligkeitsdaten.*

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

*Effektiv geben sie uns die Vorteile von Verschuldung – die Möglichkeit mehr Anlagekapital für uns arbeiten zu lassen – ohne uns mit den Nachteilen zu belasten.“*

*“Berkshire has access to two low-cost, non-perilous sources of leverage that allow us to safely own far more assets than our equity capital alone would permit: deferred taxes and ‘float’, the funds of others that our insurance business holds because it receives premiums before needing to pay out losses. Both of these funding sources have grown rapidly and now total about \$12 billion. Better yet, this funding to date has been cost-free. Deferred tax liabilities bear no interest. And as long as we can break even in our insurance underwriting – which we have done on average, during our 29 years in the business – the cost of the float developed from that operation is zero. Neither item it should be understood is equity; these are real liabilities. But they are liabilities without covenants or due dates attached to them. In effect, they give us the benefit of debt – an ability to have more assets working for us – but saddle us with none of it’s drawbacks.”<sup>24</sup>*

## **Fazit: Auf das Verstehen der Risikoursachen kommt es an**

Warren Buffetts Überlegungen zum Thema Risiko zeigen, dass die heutzutage am Finanzmarkt üblichen Methoden des Risikomanagements eigentlich absurd sind: Durch den Fokus auf kurzfristige Volatilität wird Risiko nicht reduziert, sondern kreierte, und das gleich in mehrfacher Hinsicht:

- Aus Wahrscheinlichkeitsverteilungen abgeleitete Risikokennziffern geben ein völlig falsches Bild der tatsächlichen Risikosituation eines langfristig orientierten Anlegers.
- Weil sich Anleger auf Risikokennziffern verlassen, vernachlässigen sie sträflich, dass sie eigentlich analytisch den operativen Risiken bei ihren Investments auf die Spur kommen müssten.
- Das Streben nach weitestgehender Diversifikation führt zum Erwerb von Investments, deren Risiken der Anleger nicht richtig einschätzen kann.
- Prozyklisches Anlageverhalten wird begünstigt, da hohe Kurse oft mit niedriger Volatilität verbunden sind, niedrige Kurse hingegen vielfach von hoher Volatilität begleitet werden.
- Anleger vergessen zudem, dass sie durch ihre Transaktionen mit dem Markt interdependent agieren: So erzeugen sie z. B. mit Ansicherungsverkäufen die Marktvolatilität selbst, vor der sie sich eigentlich schützen wollen.
- Die Anleihe wird als kurzfristig wenig volatiles Anlageinstrument systematisch bevorzugt, wodurch aber hohe Risiken für den langfristigen Erhalt der Kaufkraft entstehen. Symptomatisch hierfür sind derzeit die Anlage-Portfolios vieler institutioneller Anleger, die aufgrund ihrer Regulierung in einen hohen Rentenanteil gezwungen werden. Sie sind damit nicht in der Lage, die für ihre Anlageziele eigentlich nötigen realen Renditen zu erwirtschaften.

Die Kernbotschaft von Warren Buffett ist, dass man als Anleger nur Risiken reduzieren kann, wenn man versucht, möglichst gut zu verstehen, was diese Risiken verursacht. Um dies zu erreichen, muss ein Investor Zeit und Mühe aufwenden. Professionelle Anleger machen dies oft nicht, weil sie aufgrund der Hektik des Alltagsgeschäfts, wegen ihrer Rahmenbedingungen oder manchmal auch wegen ihrer Ausbildung hierzu nicht in der Lage sind. Stattdessen versuchen sie zumeist nur relativ oberflächlich irgendwelche Trends oder Verhaltensmuster zu identifizieren, die dann in Formeln ge-

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

presst und in die Zukunft extrapoliert werden. Sehr kurzfristig funktioniert dies zwar oft, langfristig hingegen kommt es regelmäßig zu falschen Einschätzungen und desaströsen Anlageergebnissen.

Buffett merkte hierzu an:

*„Die Leute wollen immer eine Formel – aber so funktionieren die Dinge [in der Realität] nicht immer.“  
“People always want a formula – but it doesn’t always work that way.”<sup>25</sup>*

Eine komplexe und sich ständig wandelnde Welt lässt sich nicht in Formeln oder Kennzahlen pressen, insbesondere wenn sie sich so dynamisch verändert wie am Finanzmarkt. Dass gerade professionelle Investoren dies so oft und so gründlich vergessen, ist insbesondere nach den Erfahrungen der Finanzkrise eigentlich unverzeihlich. Dennoch ist dies nach wie vor alltäglich.

Private Anleger haben oft nicht die Zeit oder die nötige Qualifikation, um sich mit den Risiken von Unternehmen gründlich auseinanderzusetzen. Dieser Gruppe – und nur dieser Gruppe, die er allerdings als die Mehrheit aller Investoren ansieht – empfiehlt Buffett die Anlage in kostengünstigen Indexfonds für marktweite US-Aktienindizes. Dieser Ratschlag von ihm wird – wie so viele seiner Empfehlungen – von der Press oft als allgemeine Empfehlung für Indexfonds missverstanden: Zum einen empfiehlt nicht Indexfonds generell, sondern nur für den US-Gesamtmarkt, weil er von der grundsätzlichen Stärke der US-Wirtschaft sowie einer generell guten Corporate Governance bei US-Unternehmen überzeugt ist. Weiterhin legt er großen Wert darauf, dass die Fonds „kostengünstig“ seien müssen, also nicht den Anleger mit zu hohen Gebühren belasten.

Insbesondere die regelmäßige Anlage in Sparplänen gibt Kleinanlegern die Möglichkeit, sogar von der Marktvolatilität zu profitieren und eine herausragende Performance zu erzielen. So schrieb Buffett:

*„Ein Indexfonds mit geringen Kosten ist das vernünftigste Aktieninvestment für die große Mehrheit der Anleger“ ... „Durch regelmäßige Anlagen in einem Indexfonds kann sogar ein ahnungsloser Anleger eine bessere Performance erzielen als die meisten professionellen Investoren.“*

*“A low-cost index fund is the most sensible equity investment for the great majority of investors”<sup>26</sup>  
... “By periodically investing in an index fund, the know-nothing investor can actually out-perform most investment professionals.”<sup>27</sup>*

Analytisch vorgebildete Anleger – wie Buffett selbst einer ist – sollten jedoch die mit der Anlage in Unternehmen verbundenen Risiken richtig einschätzen können. Für sie empfiehlt sich das Investment in Firmen mit dauerhaften Wettbewerbsvorteilen, sofern deren Aktien nicht überbewertet sind. Dies gilt nicht nur, weil damit hohe Erträge verbunden sein können, was gleichfalls mit anderen Anlagen möglich wäre. Mit diesen Investments ist man aber auch gegenüber unkalkulierbaren wirtschaftlichen oder politischen Änderungen relativ gut abgesichert. Und gerade hierauf kommt es langfristig gesehen entscheidend an.

# 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: „Europäische Verunsicherung und pazifisches Handeln“:**

- 1 Ferguson, Niall (2011): „**Civilization: The West and the Rest**“; London, Allen Lane
- 2 Beck, Ulrich (1986): „**Risikogesellschaft. Auf dem Weg in eine andere Moderne**“, Frankfurt am Main, Suhrkamp
- 3 ebenda; S. S. 25
- 4 Vensky, Hellmuth (2010): „**Wer zu spät kommt, den bestraft das Leben**“; ZEIT ONLINE vom 11. März 2010, <http://www.zeit.de/wissen/geschichte/2010-03/gorbatschow-sowjetunion> (zuletzt abgerufen 31.10.2015).
- 5 Financial Times Editorial (2015): „**Abe must keep the focus on his first three arrows**“; 27.9.2015 <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/6788275a-6380-11e5-a28b-50226830d644.html#axzz3qDwpg0e7> (zuletzt abgerufen 31.10.2015).
- 6 Schult, Christoph und Sauga, Michael (2013): „**Die Dämonen schlafen nur**“; DER SPIEGEL 11/2013 vom 11.3.2011 S.77; zitiert nach der Online-Ausgabe: <http://magazin.spiegel.de/EpubDelivery/spiegel/pdf/91464871> (zuletzt abgerufen 31.10.2015).

Quellen zu: „**Wohnimmobilien in Mittelstädten – Teil 1: Hannover, Braunschweig und Kiel**“

- 1 Destatis
- 2 BBSR-Studie: Wachsen oder Schrumpfen, Kompakt 12/2015.
- 3 JLL 2015
- 4 Wirtschaftsförderung Hannover Wohnungsmarktbericht 2015
- 5 Wohnungsbörse Hannover
- 5 Stadt Braunschweig
- 6 Immobilienscout24
- 7 Engel & Völkers
- 8 Wohnungsbörse Kiel

Quellen zu „**Warren Buffett und das Risiko – Teil 2: Verstehen ist die beste Absicherung**“

- 1 The Warren Buffett Way (keine Datumsangabe): „**Warren Buffett Quotes**“; <http://eu.wiley.com/WileyCDA/Section/id-817935.html> (zuletzt abgerufen 3.10.2015).
- 2 Gerd Gigerenzer (2002): „**Das Einmaleins der Skepsis: Über den richtigen Umgang mit Zahlen und Risiken**“; München Piper; hier zitiert nach der überarbeiteten Neuauflage vom 13. April 2015
- 3 Buffett, Warren (2009): „**Debunking Standard Dogma**“; in Cunningham, Lawrence A. (2009): The Essays of Warren Buffett; 3. Auflage Singapur John Wiley and Sons; S. 99 ff.
- 4 Buffett, Warren (2012) : „**Letter to the Shareholders of Berkshire Hathaway**“; in: Annual report of Berkshire Hathaway for 2011; S. 16
- 5 Hagstrom, Robert G. (1994): „**The Warren Buffett Way**“; hier zitiert nach der 2. Überarbeiteten Auflage von 2005; Hoboken New Jersey; Wiley & Sons, S. 135
- 6 Vgl. hierzu: Buffett, Mary; Clark, David (2008): „**Warren Buffett and the Interpretation of Financial Statements**“, London Simon & Schuster

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

- 7 Hagstrom, Robert G. (1994): „**The Warren Buffett Way**“; hier zitiert nach der 2. Überarbeiteten Auflage von 2005; Hoboken New Jersey; Wiley & Sons
- 8 Buffett, Warren (1977): „**How inflation swindles the equity investor**“; Fortune, hier zitiert nach Fortune Classics von 2011 <http://fortune.com/2011/06/12/buffett-how-inflation-swindles-the-equity-investor-fortune-classics-1977/> (zuletzt abgerufen 31.10.2015).
- 9 Stempel, Jonathan; Kumar, Devika Krishna (2014): „**Buffett's Berkshire Hathaway buys P&G's Duracell**“ Reuters von 13.11.2014; <http://www.reuters.com/article/2014/11/13/us-duracell-m-a-berkshire-hatha-idUSKCN0IX1F020141113> (zuletzt abgerufen 31.10.2015).
- 10 Buffett, Warren (2009): „**Debunking Standard Dogma**“; in Cunningham, Lawrence A. (2009): The Essays of Warren Buffett; 3. Auflage John Wiley and Sons Singapur; S. 98
- 11 Ebenda, S. 105
- 12 Buffett, Warren (1994) : „**Letter to the Shareholders of Berkshire Hathaway**“; in: Annual report of Berkshire Hathaway for 1995 <http://www.berkshirehathaway.com/letters/1993.html> (zuletzt abgerufen 31.10.2015).
- 13 Buffett, Warren (2015) : „**Letter to the Shareholders of Berkshire Hathaway**“; in: Annual report of Berkshire Hathaway for 2014; S. 17
- 14 Vgl. hierzu: IZ-Quotes (ohne Datum) <http://izquotes.com/quote/26799> (zuletzt abgerufen 31.10.2015).
- 15 Vgl. hierzu: quotewise (ohne Datum)<http://www.quoteswise.com/warren-buffett-quotes-2.html> (zuletzt abgerufen 31.10.2015).
- 16 Buffett, Warren (1984): „**THE SUPERINVESTORS OF GRAHAM-AND-DODDSVILLE**“; hier zitiert nach <http://www.tilsonfunds.com/superinvestors.html> (zuletzt abgerufen 31.10.2015).
- 17 Vgl. Lowe, Janet (2000): „**Damn Right! : Behind the Scenes with Berkshire Hathaway Billionaire Charlie Munger**“, John Wiley and Sons
- 18 Vgl. hierzu: quotewise (ohne Datum)<http://www.quoteswise.com/warren-buffett-quotes-3.html> (zuletzt abgerufen 31.10.2015).
- 19 Vgl. Hagstrom, Robert G. (1994): „**The Warren Buffett Way**“; hier zitiert nach der 2. Überarbeiteten Auflage von 2005; Hoboken New Jersey; Wiley & Sons; S. 178 ff.
- 20 Buffett, Warren (2012) : „**Letter to the Shareholders of Berkshire Hathaway**“; in: Annual report of Berkshire Hathaway for 2011; S. 17
- 21 Vgl. Loiacono, Stephanie (2010): „**Rules That Warren Buffett Lives By**“ Investopedia 7.2.2010 <http://www.investopedia.com/financial-edge/0210/rules-that-warren-buffett-lives-by.aspx>
- 22 Buffett, Warren (2015) : „**Letter to the Shareholders of Berkshire Hathaway**“; in: Annual report of Berkshire Hathaway for 2014; S. 18
- 23 Livy, Julian (2013): „**Warren Buffett on debt**“; in Warren Buffetts Secrets 23.1.2013 <http://www.buffettsecrets.com/warren-buffett-debt.htm> (zuletzt abgerufen 31.10.2015).
- 24 Buffett, Warren (2015) : „**Letter to the Shareholders of Berkshire Hathaway**“; in: Annual report of Berkshire Hathaway for 2014; S. 20
- 25 Vgl. hierzu: quotewise (ohne Datum)<http://www.quoteswise.com/warren-buffett-quotes-7.html> (zuletzt abgerufen 31.10.2015).
- 26 Vgl. Bogle, John C. (2007): „**The Little Book of Common Sense Investing**“, . S.186
- 27 Ebenda; S. 199

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](mailto:info@long-term-investing.de)

Inhaltlich verantwortlich: Karl-Heinz Thielmann

Weinbrennerstr. 17, D-76135 Karlsruhe

Bildnachweis: Seite 2; Karl-Heinz Thielmann.

Für den regelmäßigen Bezug von „Mit ruhiger Hand“ können Sie sich unter [www.Mit-ruhiger-Hand.de](http://www.Mit-ruhiger-Hand.de) anmelden.

## 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 33.
- 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 2.11.2015.
- 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 Geschäftsberichten werden mit Bilanzkennzahlen ausgewertet.
3. Die **Bewertungsanalyse** wird auf der Basis eigener Prognosen mittels allgemein anerkannter und weitverbreiteter Methoden der fundamentalen Analyse wie dem DCF-Modell; der Kennzahlenanalyse (insbesondere Kurs-Gewinn-Verhältnis; Dividendenrendite; Kurs-Buchwert; Unternehmenswert zu Umsatz) sowie von Peergroup-Vergleichen durchgeführt.
4. Bei der technischen Analyse untersuchen wir langfristige Trendverläufe sowohl in der absoluten Kursentwicklung wie auch in der relativen Kursentwicklung zu einem Vergleichsindex. Sofern nicht anders bezeichnet, ist für europäische Aktien dieser Vergleichsindex der STOXX® Europe 600 Preisindex; für außereuropäische Aktien der STOXX® Global 1800 Preisindex.
5. Darüber hinaus erfassen wir auch die **Risikofaktoren**, die einem langfristigen Anlageerfolg entgegenstehen. Dabei werden folgende Risiken einzeln bewertet:

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

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

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.