





# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

ostasiens. 2001 führten die Terroranschläge vom 11. September, Bilanzskandale sowie die geplatzte Internetblase zum nächsten Katastrophenszenario, verbunden mit einem starken Börseneinbruch.

Dies sind zumindest die Krisen, an die ich mich noch erinnern kann (und vermutlich viele der Leser). Man kann die Historie aber auch viel früher anfangen<sup>4</sup>: bei der Weltwirtschaftskrise infolge des Börsencrashes 1929. Oder mit der Gründerzeitkrise 1873, deren Folgen fast 20 Jahre lang die Wirtschaft in Ländern wie Großbritannien, Frankreich, USA oder Österreich-Ungarn stark belastete. In den USA platze 1857 die große Eisenbahnblase, in 1837 kollabierte die Textilindustrie, womit jeweils die führenden Wachstumsindustrien der Zeit zwischenzeitlich zertrümmert wurden. 1825 gab es die erste Schwellenländer-Schuldenkrise, in deren Folge mehr als 10% aller britischen Banken Pleite gingen. 1720 platzten fast zeitgleich die Spekulationsblase in der South Sea Company in London sowie das nur durch Schwindelforderungen abgesicherte Papiergeldsystem des John Law in Frankreich.

Nicht nur Krisen haben eine lange Tradition. Manchmal wurden sie durch „Bail Outs“ verhindert, aber jeweils nur zu hohen Kosten für die Allgemeinheit. Das erste Mal geschah dies 1792. Damals hatte die neue Zentralbank der USA, die „First Bank of the United States“, durch hemmungslose Kreditvergabe eine Spekulationswelle ausgelöst. Als sie die Geldschöpfung einschränkte, stand das auf billigem Kredit beruhende gesamte Finanzsystem der aufstrebenden Nation vor dem Kollaps.

Finanzminister Alexander Hamilton nutzte öffentliche Gelder, um bankrotte Banken zu sanieren und die Kurse von stark gefallenem Wertpapieren zu stützen. Damit verhinderte er zwar eine größere realwirtschaftliche Krise, schaffte jedoch den Präzedenzfall für zukünftige Bankenrettungen: Die Folgen rücksichtsloser Selbstbereicherung wurden vom Staat und damit der Allgemeinheit übernommen, um das Ausbrechen einer tief greifenden Wirtschaftskrise zu verhindern. Und indem staatliche Interventionen die Folgen privater Fahrlässigkeit übernehmen, schaffen sie mit dem Versuch, Stabilität zu schaffen, gleichzeitig Fehlanreize für rücksichtsloses Verhalten.

## **Krisenfreiheit ist ein illusorisches Konzept**

Die Aufzählung aus dem vorigen Absatz ließe sich noch erweitern um viele ausgebrochene und einige auf Kosten der Allgemeinheit verhinderte Krisen. Quintessenz ist, dass praktisch keine längere Phase der kapitalistischen Wirtschaftsgeschichte frei von Krisen bzw. teuren Rettungsaktionen war.

Besonders schlimme Krisen folgten regelmäßig auf Perioden, in denen man glaubte, entweder durch den Einsatz neuer Technologien, zuverlässige ordnungspolitische Rahmenbedingungen oder intelligente makroökonomische Maßnahmen den Wachstumsweg der Wirtschaft stabilisiert zu haben. Der gravierendste Ausdruck dieser „Krisenfreiheits-Illusion“ in jüngster Vergangenheit war die Phase der sogenannten „Great Moderation“<sup>5</sup>, die zur Finanzkrise führte.

Bereits in den 80er Jahren des 20. Jahrhunderts waren die USA auf den Weg eines relativ stabilen und inflationsarmen Wachstums eingeschwenkt, der mit Beginn des 21. Jahrhunderts auch für Europa und einige Schwellenländern zu gelten schien. Ursächlich hierfür wurde einerseits eine Wirtschaftspolitik gemacht, die auf Deregulierung und eine Stärkung des internationalen Handels setzte. Dies erleichterte ökonomische Anpassungen. Weil die Blockierung von Strukturwandel in den 70er Jahren als Haupt-Krisenverursacher identifiziert worden war, wurde dieser Risiko-Faktor so effektiv

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

eingedämmt. Weiterhin stand eine Geldpolitik im Vordergrund, die konkrete Inflationsziele anstrebte (wie z. B. eine moderate Geldentwertung von ca. 2% p.a.), um einerseits die inflationären Folgen von gesundem Wirtschaftswachstum auf ein Mindestmaß zu begrenzen, andererseits Investoren für ihre Inflationserwartungen eine klare Perspektive zu vermitteln.

Als Erfolg dieser Politik der „Great Moderation“ wurde allgemein angesehen, dass sich regionale Krisen wie in Europa 1992 oder Asien 1998 bzw. Finanzmarktschocks wie der Crash 1987 kaum auf die Weltwirtschaft auswirkten. Um so überraschender kamen dann die schlimmen Konsequenzen der Finanzkrise 2008. Weil der Fokus von Wirtschaftspolitikern und Notenbankern jahrzehntelang bei makroökonomischer Stabilisierung lag, hatten sie fatalerweise zwei Aspekte völlig aus den Augen verloren: 1) den starken Anstieg der Verschuldung auf Niveaus, die für viele Staaten, Unternehmen oder Immobilienbesitzer nur unter der Annahme tragbar waren, dass sich die „Great Moderation“ mit ihren stabilen Wachstumsraten ewig fortsetzt. 2) hatte das Schönfärben von Risikokennzahlen und Bilanzpositionen durch Betrug bzw. kreative Buchführung bisher ungeahnte Ausmaße angenommen.

Übermäßige Verschuldung und Bilanzfälschung hatten bei der großen Wirtschaftskrise in den 70er Jahren keine größere Rolle gespielt. Damals waren eskalierende Inflationsraten, Rohstoffknappheit und strukturelle Verkrustung die Krisentreiber. Der Börsencrash 1929 und die folgende große Depression hatten hingegen sehr stark mit exzessiver Verschuldung und schönfärberischer Rechnungslegung zu tun. Ihre Konsequenzen, a) konservative Bilanzierungsregeln; b) eine starke Regulierung des Finanzbereichs sowie c) das Trennbankensystem in den USA; wurden in den 1980er Jahren größtenteils wieder rückgängig gemacht, um die Flexibilität der Wirtschaft wieder zu erhöhen.

Ironischerweise verschlimmerten die Maßnahmen zur Verhinderung einer Wiederholung der Weltwirtschaftskrise wie in den 1930ern die Konsequenzen der nächsten – der Ölkrise. Ihre Rücknahme durch Deregulierung des Finanzsystems wiederum begünstigte die Entwicklung der übernächsten großen Krise – der Finanzkrise. Man muss kein Prophet sein, um vorherzusagen, dass die derzeitige Welle der Regulierung in der Finanzindustrie erneut zu einer Erstarrung führen wird, die nach der nächsten tief greifenden Krise wieder Deregulierung motiviert. Soweit sind wir aber noch lange nicht.

## **Die Wirtschaft folgt bekannten Zyklen: Warum kommen Krisen trotzdem immer so überraschend?**

Krisen sind für die Betroffenen sehr unangenehm. Sie vernichten Arbeitsplätze und Vermögen; weiterhin kosten sie Lebensfreude, selbst wenn sie die materiellen Lebensgrundlagen nicht stark schädigen: Sie verunsichern die Menschen und beeinflussen bei vielen die Psyche negativ. Depressionen und Selbstmorde steigen in Krisenzeiten dramatisch an. Doch warum erscheint es immer noch so unmöglich, Krisen zu vermeiden? Und wenn sie dann doch kommen, warum ist es für Menschen so schwer, diese vorherzusehen bzw. sich auf diese einzustellen?

Die Wirtschaft – wie übrigens auch das Wetter, Klima und viele andere dynamische Systeme – entwickelt sich zyklisch und nicht linear. Sie folgt einem Auf und Ab und keinem gleichmäßigem Wachstumspfad. Dabei kommt es durch politische, soziale und technische Veränderungen immer wieder zu neuen ökonomischen Entwicklungen, die sich verstärken, neutralisieren oder umkehren können. Dies führt zu Aufschwung- und Abschwungphasen, was grundsätzlich bekannt ist.

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Allerdings vergessen wir modernen Menschen im Alltag regelmäßig, dass zyklische Verläufe im Leben die Regel und nicht die Ausnahme sind. Dies wird insbesondere in Zusammenhang mit zwei Verhaltensmustern zum Problem: adaptive Erwartungsbildung sowie dem Gegenwarts-Bias.

Adaptive Erwartungen<sup>6</sup> sind Vorstellungen über die Zukunft, die aus Vergangenheitswerten gebildet werden. Sie sind Ergebnis eines Lernverhaltens, bei dem frühere Erwartungen mit der Realität verglichen und aufgrund gemachter Erfahrungen entsprechend angepasst werden. Dies wäre an sich nicht besonders problematisch, wenn wir tatsächlich alle Erfahrungen der Vergangenheit gleich einbringen würden. Doch dies tun wir nicht.

Denn dummerweise unterliegen wir Menschen dem verhaltenspsychologischen Muster des Gegenwarts-Bias<sup>7</sup> (der manchmal ebenfalls als „Availability Bias“ oder als „Gegenwarts-Eitelkeit“ bezeichnet wird): Wir überschätzen stark die Bedeutung von Informationen, Ereignissen und Zuständen in der Gegenwart. Erfahrungen aus der fernerer Vergangenheit hingegen verdrängen wir.

Weiterhin neigen wir dazu, aktuelle Erfahrungen zu verallgemeinern, d. h. momentane Umstände auf unser ganzes Leben zu projizieren. Dies führt dazu, dass wir in guten Zeiten davon ausgehen, dass alles immer gut bleiben wird; was dann wiederum bei vielen zu Selbstüberschätzung und einer fahrlässigen Vernachlässigung von Gefahren führt. Umgekehrt sind in Krisenzeiten Menschen übermäßig verunsichert und überschätzen Risiken.

Speziell in längeren Aufschwungphasen – wie gegen Ende der Great Moderation – werden Gegenwarts-Bias und adaptive Erwartungen zum signifikanten Problem. Denn dann wird allgemein vergessen, dass die momentane Stabilität nur ein vorübergehendes Phänomen ist, und auch wieder schlechte Zeiten kommen können. Unvorsichtigkeit, Selbstüberschätzung und geistige Trägheit machen sich breit. In solchen Phasen treffen viele Menschen im Vertrauen auf eine verlässliche positive Zukunft gerne Investitionsentscheidungen oder tätigen Immobilienkäufe, die eigentlich viel zu riskant sind bzw. ihre finanziellen Rahmenbedingungen überschreiten. Wenn der Zyklus dann wieder ins Negative dreht, wirkt dies für viele wie ein Schock.

Es ist deshalb kein Zufall, dass die Great Moderation geradewegs in einer der schlimmsten Immobilienkrisen der USA endete, die wiederum zur globalen Finanzkrise führte. Weil eine stabilisierende Wirtschaftspolitik wie bei der Great Moderation verbunden mit dem Gegenwarts-Bias nach langen Aufschwungphasen massiv das fahrlässige Eingehen von Risiken förderte, wurde eine nachfolgende schwere Krise unvermeidlich.

Je größer die Illusion dauerhafter Stabilität ist, umso schlimmer wird das Aufwachen in der Krise. Wie stark diese ausfällt und wie lange sie dauert, hängt jedoch sehr stark davon ab, wie der Zyklus gear- tet ist, dessen Bestandteil sie ist.

Bei den aktuellen Krisen erleben wir dies wieder einmal sehr deutlich. Denn momentan sind gleich zwei ökonomische Phantasmen geplatzt, allerdings mit sehr unterschiedlichen Konsequenzen:

- 1) Die Illusion einer friktionsfreien wirtschaftlichen Aufholjagd der großen Schwellenländer
- 2) Die Illusion des „Rohstoff-Superzyklus“

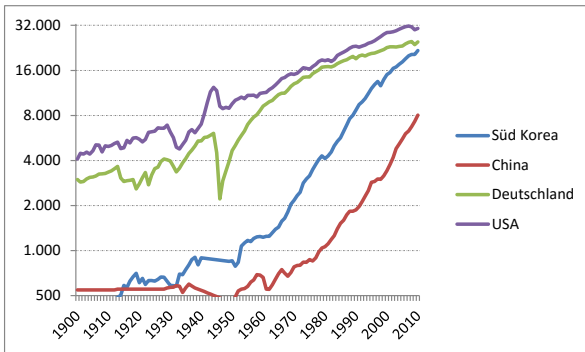
# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

## Konjunkturzyklen gibt es auch in Schwellenländern mit Nachholbedarf

Noch 1980 lag das kaufkraftadjustierte BIP pro Kopf in China laut Berechnungen des Maddison Projects<sup>8</sup> bei einem Wert wie in Europa im Mittelalter. Seitdem hat es sich mehr als verzehnfacht – liegt

BIP pro Kopf (kaufkraftadjustiert; Preise von 1990)



Quellen: Maddison Project; Weltbank; eigene Berechnungen

aber immer noch bei ca.  $\frac{1}{3}$  des Wertes der Eurozone bzw.  $\frac{1}{4}$  des Wertes für die USA.

Diese rapide Aufholjagd ist in der Größenordnung zwar einzigartig (China hat immerhin 1,37 Mrd. Einwohner), hat allerdings historische Vorbilder. Z. B. Südkorea<sup>9</sup> startete in den 50er Jahren des vergangenen Jahrhunderts eine Industrialisierungspolitik, die das Land innerhalb von 60 Jahren von einer der ärmsten zu einer der wohlhabendsten Nationen der Welt machen sollte. Zwischen 1962 und 1989 wuchs das

BIP mit über 8% jährlich. In den folgenden Jahren gingen diese Wachstumsraten zwar zurück – was angesichts des stark reduzierten Entwicklungsrückstandes nicht wirklich erstaunlich war – blieben aber über denjenigen der entwickelten Länder. Inzwischen hat Süd-Korea beim kaufkraftadjustierten Sozialprodukt pro Kopf Länder wie Spanien überholt und dürfte 2015 Italien abgehängt haben.

Die Perioden rapider Expansion wurden immer wieder durch Krisenphasen unterbrochen, mit denen die negativen Nebenwirkungen des Booms verarbeitet werden mussten; so 1980 oder 1998. Diese kurzen, jedoch heftigen Strukturanpassungskrisen waren letztlich Ausdruck eines normalen Auf- und Ab der Konjunktur, welches jedoch aufgrund der grundsätzlich hohen Dynamik der Wirtschaft zwischenzeitlich besonders heftig ausfiel.

Chinas Wirtschaft ist – wie vorher diejenige von Südkorea – angetrieben von einer fortschreitenden Integration in die globale Marktwirtschaft durch Industrialisierung. Dies sorgt langfristig für überdurchschnittliches Wachstum. Allerdings werden die Zuwachsraten sinken, je stärker der Entwicklungsrückstand reduziert wird. Weiterhin gibt es nach wie vor einen Konjunkturzyklus. Die jüngste Boomphase war für China mit Umweltverschmutzung, steigender Korruption und sinnlosen Prestigeinvestitionen verbunden. Diese Wachstumsexzesse müssen in einer Abschwungphase bereinigt werden, damit die Basis für eine langfristig gesunde Entwicklung bestehen bleibt.

Unabhängig von den aktuellen Problemen wird der Prozess weltwirtschaftlicher Integration für China (und übrigens auch für andere halbwegs reformfähige Schwellenländer wie Brasilien) weitergehen und relativ zügig wieder zu einem erneuten Anziehen der Wirtschaftsdynamik führen. Die Nation hat immer noch einen erheblichen Entwicklungsrückstand. Die aktuelle Abschwächung ist zwar eine Krise, die zwar heftig ausfallen kann, aber vermutlich relativ schnell überwunden sein wird.

## Der Superzyklus für Rohstoffe ist eigentlich ein sehr langsamer Schweinezyklus

Das hohe Wachstum in China und anderen Schwellenländern wurde sehr lange an den Finanzmärkten als Begründung dafür gebraucht, warum die Nachfrage nach Rohstoffen über Jahrzehnte dauerhaft hoch bleiben soll. Die resultierende Knappheit würde dann für anhaltend hohe Rohstoffpreise

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

sorgen; diese wiederum für hohe Profite der Rohstoffkonzerne. Diese Idee wurde auch als „Superzyklus“ für Rohstoffe bezeichnet, der anders als alle andern Zyklen ablaufen sollte.<sup>10</sup>

Doch leider hatten Anhänger der Idee des Superzyklus eine der Grundregeln der Marktwirtschaft vergessen: Für die Entwicklung des Preises sind nicht nur Veränderungen der Nachfrage wichtig; die Entwicklung des Angebots ist gleichfalls entscheidend. Wo hohe Gewinne winken, investieren bereits etablierte Anbieter massiv in Kapazitätserweiterungen, um sich ein größeres Stück am Kuchen zu sichern. Weiterhin werden neue Wettbewerber auf den Plan gerufen. Dies alles erhöht langfristig das Angebot, was wiederum zu sinkenden Preisen führt, bis Kapazitäten wieder zurückgeführt werden.

Diese grundlegende Dynamik ist schon seit Langem bekannt und wird im Grundstudium der Volkswirtschaftslehre i.d.R. am Beispiel des Marktes für Schweinefleisch erklärt. Sie wird deshalb auch oft als „Schweinezyklus“ bezeichnet. Doch während

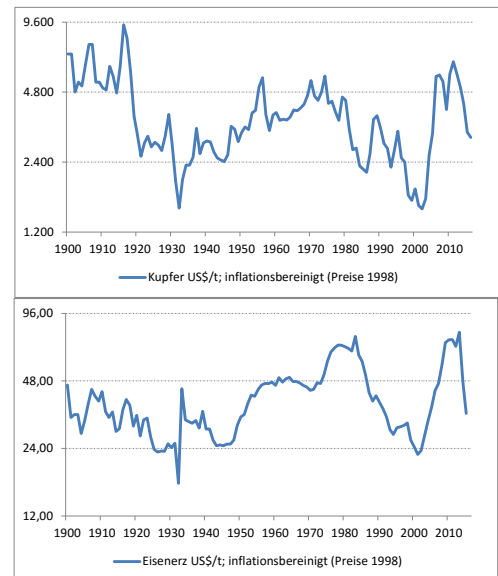
sich dieser lehrbuchmäßige Zyklus im Rhythmus weniger Jahre vollzieht, geht der Rohstoffzyklus über mehrere Jahrzehnte. Dies liegt darin begründet, dass sich das Angebot nur sehr langsam an die veränderte Nachfrage anpasst: Neue Rohstoffprojekte haben eine Vorlaufzeit von 5-10 Jahren. Weiterhin gibt es zumeist sehr hohe fixe und nur geringe variable Kosten, weshalb neue Produktionsstätten selbst bei stark fallenden Preisen zunächst lange weiter produzieren können.

Die (grundsätzlich nicht falsche) Idee anhaltend hoher Rohstoff-Nachfrage aus den Schwellenländern hat im vergangenen Jahrzehnt einen Investitionsboom in Förder-Projekten beflügelt, der inzwischen zu massiven Überkapazitäten bei fast jedem Rohstoff geführt hat. Die Folgen sehen wir jetzt: Das Angebot ist inzwischen größer als die Nachfrage, dies führt zu Preissenkungen. Einige Anbieter reagieren mit Produktionsausweitungen, was den Preisdruck noch verstärkt. Eine Marktbereinigung kann jedoch nur stattfinden, wenn tatsächlich große Förderstätten stillgelegt werden. Dies findet zu derzeitigen Preisen jedoch noch nicht statt, sondern erfordert sehr viel niedrigere Preisniveaus.

Der Markt für Erdöl unterscheidet sich von denjenigen für andere Rohstoffe in dreifacher Hinsicht:

- 1) Mit einem täglichen Verbrauch von ca. 92,8 Millionen Barrel am Tag (2015)<sup>11</sup> ist Erdöl der mit Abstand am meisten genutzte Rohstoff.
- 2) Saudi Arabien ist der dominierende Anbieter. Das Land hat (nach Berechnungen von Rystad Energy<sup>12</sup>) Förderkosten von ca. 10 US\$/Barrel und kann so viel günstiger produzieren als die meisten anderen. Weiterhin nutzt es nur einen Teil seiner Kapazitäten und kann deshalb die Produktion kurzfristig deutlich ändern, wodurch wiederum der Preis stark beeinflusst werden kann.
- 3) Der Ölpreis ist wie kein anderer Rohstoffpreis von politischen Einflussfaktoren abhängig.

Gerade die Bemühungen, den Ölpreis aus politischen Gründen zu manipulieren, verstärken gegenwärtig die Zyklik der Preisentwicklung. Saudi Arabien als wichtigste Produzentennation hatte bis Mitte 2014 versucht, den Preis durch eigene Förderdisziplin zu stabilisieren. Dies führte jedoch nur zur

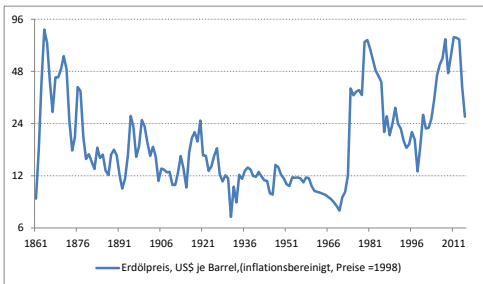


Quellen: U.S. Geological Survey; IWF; eig. Berechn.

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Stärkung politischer Feinde und wirtschaftlicher Konkurrenten, was wiederum den Aufbau von Überkapazitäten in der Ölförderung begünstigt hat. Um politische Gegner in die Knie zu zwingen und Produktionskürzungen in anderen Ländern durchzusetzen wird seitdem der Markt mit saudischem Öl geflutet. Wenn die Saudis ihr Ziel erreicht haben, dass alle Anbieter ihre Produktion senken, kann sich der Ölpreis – im Gegensatz zu den anderen Rohstoffpreisen – relativ schnell erholen.



Quellen: BP; IWF; eigene Berechnungen

Anpassungsprozesse zwischen Angebot und Nachfrage im Rohstoffbereich dauern aufgrund der Schwerfälligkeit der Kapazitätsanpassung nicht nur Monate oder wenige Jahre, sondern Jahrzehnte. Ausnahme ist nur der Ölmarkt, wo die Saudis aufgrund ihrer Dominanz die Mengen auch kurzfristig variieren können. Dies ist kein Geheimnis. Dennoch haben die jüngsten Preissenkungen viele Rohstoff-Experten überrascht. Sie sind anscheinend Opfer ihres Gegenwarts-Bias geworden.

Die Unfähigkeit, im Zusammenhang eines jahrzehntelangen Rohstoffzyklus zu denken, verhindert selbst jetzt noch vielfach ein Verständnis dafür, dass ein weiterer deutlicher Abschwung bei vielen Rohstoffpreisen unausweichlich ist. Eine Fortsetzung und Zuspitzung der Krise im Rohstoffsektor erscheint vorprogrammiert. Erst wenn massive Kürzungen der Produktionskapazitäten stattgefunden haben, können sich die Preise wieder stabilisieren. Dies wird mit Stilllegungen von Förderstätten und möglicherweise auch der einen oder anderen Pleite eines Rohstoffkonzerns verbunden sein.

## **Auf Krisen muss man sich einstellen, weil sie als zyklische Phänomene immer wieder kommen**

Perioden der Krise und des Aufschwungs wechseln sich ab; Krisen werden um so schlimmer, je stärker die Allgemeinheit vorher an die Stabilität des Aufschwungs geglaubt hat. Immer wieder vergessen Menschen (inklusive sogenannter Top-Ökonomen), dass die Wirtschaft Zyklen folgt. Diese gelten auch, wenn es wie z. B. in China strukturelle Gründe für langfristig hohes Wachstum gibt.

Die erste Schlussfolgerung für einen Anleger ist, dass er sich vor einer Anlageentscheidung immer vergegenwärtigen sollte, durch welche zyklischen Faktoren die aktuelle Situation beeinflusst wird und in welcher Periode eines Zyklus man sich befindet. Falls sich der Eindruck aufdrängt, dass ein Aufschwung schon relativ weit fortgeschritten ist, sollte man eher vorsichtig sein.

Phasen des übermäßigen Optimismus sind zumeist mit charakteristischen Indikatoren für Exzesse verbunden: Zum einen verlieren viele Menschen Hemmungen, sich hoch zu verschulden. Weiterhin entstehen Narrative wie die „Great Moderation“ oder der „Superzyklus“, die begründen sollen, warum man sich gerade jetzt in einer Wirtschaftsphase befindet, in der die üblichen zyklischen Muster nicht mehr gelten sollen. „Dieses Mal ist alles anders“ hat deswegen Investmentlegende John Templeton<sup>13</sup> schon vor langer Zeit als die kostspieligsten Worte beim Investieren bezeichnet.

Konkret herauszufinden, in welcher Zyklusphase man sich befindet, ist trotzdem oft nicht einfach. Presseartikel und Analysen vieler „Finanzexperten“ sind entweder Variationen von „dieses Mal ist alles anders“ oder spiegeln die vom kurzfristigen Sentiment getriebene Marktstimmung wider. Damit sind sie nur als Kontra-Indikator hilfreich, weil sie reflektieren, ob die Masse der Anleger übermäßig



# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

optimistisch, gierig bzw. leichtsinnig ist und die Kurse hochtreibt; oder pessimistisch bzw. verängstigt ist und zu Niedrigst-Kursen verkauft. „Sei ängstlich, wenn die anderen gierig sind. Sei gierig, wenn die anderen ängstlich sind“ lautet deshalb der Ratschlag, den Warren Buffett Investoren gibt.<sup>14</sup>

Weitere Schlussfolgerungen sollten die konsequente Befolgung einer Investmentdisziplin sowie die kritische Auseinandersetzung mit eigenen Fehlern sein. Dabei darf man sich selbst nie zu sicher fühlen. Der amerikanische Journalist Greg Ip hat im vergangenen Jahr das Buch „Foolproof“<sup>15</sup> veröffentlicht, in dem er thematisiert hat, wie gerade ein Gefühl der Sicherheit Menschen dazu verleitet, viel zu gefährliche Dinge zu tun. Ökonomie und Kapitalmärkte hat er in Hinblick auf die Finanzkrise auch eingehend betrachtet. Allerdings fand ich im Grunde interessanter, was er zum Umgang der Menschen mit allgemein als sehr unsicher wahrgenommenen Tätigkeiten wie der Fliegerei schrieb.

Denn er zeigte an diesem Beispiel, dass wir Menschen es paradoxerweise ausgerechnet bei besonders gefährlichen Tätigkeiten geschafft haben, eine relativ hohe Sicherheit zu erreichen. Gerade weil sich jeder der besonderen Risiken des Luftverkehrs bewusst ist, gibt es eine Reihe von Vorkehrungen, um Unfälle zu verhindern. Die wichtigsten hiervon sind: 1) ein Grundverständnis dafür, dass sich alle an einem Flug Beteiligten diszipliniert verhalten müssen; sowie 2) die gründliche Analyse und Aufarbeitung von Flugunfällen, um zu verhindern, dass sich einmal gemachte Fehler wiederholen.

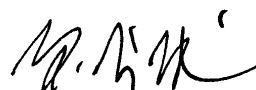
Besondere Anforderungen gelten für Piloten. Sie haben vor dem Flug sicherzustellen, dass das Flugzeug in einem guten Zustand ist und keine technischen Probleme auftreten. Und keinesfalls dürfen Sie in kritischen Situationen beim Flug die Nerven verlieren. Deswegen können nur Menschen Piloten werden, die besonderen psychischen und physischen Anforderungen genügen. Weiterhin werden sie intensiv trainiert und auf systematisch auf Problemsituationen vorbereitet.

Ähnlich wie ein Pilot beim Fliegen ist ein Anleger an den unsicheren Kapitalmärkten auch immer wieder mit „Turbulenzen“ konfrontiert. Während Piloten aber auf schwierige Situationen vorbereitet werden und daher i.d.R. auf Überraschungen besonnen reagieren, sorgen solche an den Finanzmärkten immer wieder für Schocks und Panikreaktionen bei desorientierten Anlegern. Typisch für viele Finanzmarktakteure ist weiterhin, dass sie eine systematische Aufarbeitung eigener Versäumnisse scheuen. So können sie jedoch nichts für die Zukunft lernen und wiederholen ihre Fehler.

Im Gegensatz zu Piloten gibt es für Anleger aber keine allgemein verbindliche Methodik, sondern sie müssen sich selbst für eine bestimmte entscheiden. Wichtig für den Investorserfolg ist dabei weniger, welche spezielle Vorgehensweise dies ist, sondern dass eine einmal gewählte konsequent verfolgt wird. In seinem berühmten Essay „The Superinvestors of Graham-and-Doddsville“ von 1984 hatte Warren Buffett<sup>16</sup> z. B. einige Investoren vorgestellt, die mit sehr unterschiedlichen Vorgehensweisen erfolgreich in Aktien investierten, weil sie dabei diszipliniert und konsequent vorgehen.

Die aktuell hohe Volatilität ist für mich ein Zeichen, dass weitsichtiges und diszipliniertes Vorgehen bei vielen Anlegern eine immer geringere Rolle spielt. Für alle Investoren, die sich von der Nervosität nicht anstecken lassen sowie konsequent und antizyklisch agieren, bietet dies eine Riesenchance.

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



## Philip A. Fisher: Das Beste ist gerade gut genug

Von Karl-Heinz Thielmann

Wenn es um das einflussreichste Buch geht, das jemals über Aktienanlagen geschrieben wurde, stehen zwei Werke in enger Konkurrenz: „Security Analysis“, von Benjamin Graham und David Dodd<sup>1</sup> sowie Philip A. Fishers „Common Stocks and Uncommon Profits“<sup>2</sup>.

Das erstmals 1934 veröffentlichte „Security Analysis“ ist die erste systematische Darstellung der Methoden der Finanzanalyse, mit der Wertpapiere in Hinblick auf ihre Chancen und Risiken bewertet werden können. Weiterhin wurden in diesem Buch – sowie im Nachfolgewerk „The Intelligent Investor“ von Benjamin Graham alleine – das Konzept „Value-Investing“ entwickelt; eines Investmentansatzes, der auf fundamentalanalytischen Bewertungskriterien basierte.

„Common Stocks and Uncommon Profits“ von 1958 ist allerdings das erste Buch über Investments, das es auf die New York Times Bestsellerliste schaffte. Es entstand aus der direkten Auseinandersetzung Fishers mit den Prinzipien des Value-Investing. Fisher (geb. 1907, gest. 2004), der seit 1928 im Vermögensverwaltungsgeschäft tätig war, hatte die Erfahrung gemacht, dass für eine herausragende Performance die günstige Bewertung eines Wertpapiers nicht unbedingt so wichtig ist, wie vom Value-Ansatz propagiert.

Stattdessen war er zur Überzeugung gekommen, dass für Anleger die langfristige Unternehmensentwicklung entscheidend ist. Dabei spielte eine große Rolle, dass er gute Kontakte zur gerade entstehenden Technologieindustrie hatte. Ihm wurde klar, dass die Value-Methodik dieser neuen Branche nicht gerecht wurde. Für ihn war die die Anlage in hervorragende Unternehmen mit hoher Profitabilität und überdurchschnittlichen Wachstumsaussichten Schlüsselfaktor für langfristigen Anlageerfolg. Wettbewerbsvorteile und Wachstumspotenzial

erschieden ihm deshalb viel wichtiger als eine niedrige Bewertung. Mit seinem Buch formulierte Fisher deshalb Grundprinzipien, die es ermöglichen, herausragende Unternehmen zu identifizieren. Damit begründete er gleichzeitig den Investmentstil des „Growth-Investing“.

### **Sowohl bei Value- wie auch bei Growth-Investing geht es darum, Fehler des Marktes zu nutzen**

In den vergangenen 60 Jahren gab es keinen langfristig herausragenden Aktieninvestor, der nicht seinen Investmentstil entweder auf die Überlegungen von Graham oder Fisher zurückgeführt hat; bzw. wie Warren Buffett versuchte, die Vorgehensweisen von beiden zu verbinden. In der Tat gibt es eine große Gemeinsamkeit zwischen den Value- und Growth-Philosophien: Beide Ansätze gehen davon aus, dass der Aktienmarkt chronisch ineffizient ist und man dies als fundamentalanalytisch versierter Anleger ausnutzen kann. Sowohl Fisher wie auch Graham betonten mehrfach, dass für sie der Aktienmarkt von seiner Natur her eine Täuschungsmaschinerie ist. Erfolg kann man nur haben, wenn man sich hiervon nicht irritieren lässt und geduldig ist (Fisher) bzw. emotionale Disziplin (Graham) bewahrt. Und sowohl bei Value wie bei Growth geht es darum, dass der Markt den Wert bzw. die

*„... identifiziere eines der seltenen Unternehmen, welches in der Lage ist, über Jahre hinweg Umsätze und Gewinne weit überdurchschnittlich ansteigen zu lassen.“*

*(“ ... find the occasional company that over the years can grow in sales and profits far more than industry as a whole.”)*

*Philip A. Fisher*

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Wertschöpfung eines Unternehmens falsch einschätzt. Bei Value zeigt sich der Marktirrtum in einer Unterbewertung der Aktie relativ zu einem analytisch ermittelten Fair Value. Bei Growth liegt der Fehler des Marktes in einer Unterschätzung des Potenzials zur zukünftigen Wertgenerierung.

Grundlegend unterscheiden sich Value und Growth allerdings bei Vorgehensweise sowie den Kriterien für die Aktienauswahl: Value orientiert sich vor allem an Kennzahlen und stellt damit eine quantitative Methodik in den Vordergrund. Fisher hingegen wollte Unternehmen identifizieren, die langfristig anhaltende Wettbewerbsvorteile haben und diese in ein hohes Wachstum umsetzen können.

Dies waren für ihn innovative Unternehmen, die in ihrem Segment Marktführerschaft besitzen, sehr viel in Forschung und Entwicklung investieren sowie von einem hoch qualifizierten und integren Management geleitet werden. Diese „soften“ Faktoren lassen sich aber nur schwer in Zahlen fassen. Zur Auswahl von Aktien setzte er deshalb vorwiegend auf sog. qualitative Kriterien.

## **Tiefgründige Analyse als Schlüssel zum Anlageerfolg**

Für Fisher war eine tief gehende Analyse der Schlüssel zur Verifizierung von guten Anlageideen. Für ihn reichte es nicht aus, einfach nur Finanzzahlen zu untersuchen oder sich auf Presseangaben und Investor-Relations-Informationen zu verlassen. Für entscheidend hielt er, dass sich ein Investor ein möglichst umfassendes Bild von einem Unternehmen sowie seinem Wettbewerbsumfeld machte. Hierzu versuchte er immer, so viele Kunden, frühere und aktuelle Beschäftigte, Zulieferer und Wettbewerber wie möglich zu befragen, bevor er sich mit dem Management-Team persönlich traf.

Für diese Vorgehensweise prägte er dem Begriff „Scuttlebutt“, der sich aber nur schwer ins Deutsche übersetzen lässt. Er bedeutet sinngemäß, dass man informelle Informationen wie Gerüchte, Erfahrungsberichte etc. in seine Überlegungen einbezieht. Hierbei ging es darum, das „Haar in der Suppe“ zu finden: Da ein Management sein Unternehmen immer positiv darstellt und andere Informationsquellen zu oberflächlich sein können, sollen so mögliche kritische Punkte aufgedeckt werden.

Fisher war sich dabei bewusst, dass diese Methode sehr aufwendig ist und den Nachteil hat, dass man möglicherweise interessante Anlagesituationen später realisiert als der Markt und so relativ spät einsteigt. Andererseits kann „Scuttlebutt“ verhindern, dass man als Anleger auf Modetrends oder vorselektierte Informationen hereinfällt. Und wenn man mit der Perspektive einer sehr langfristigen Haltedauer in Qualitätsaktien investiert, heißt spät kommen keinesfalls zu spät sein.

Scuttlebutt war für Fisher aber besonders wichtig, weil die (absichtliche oder unabsichtliche) Vorselektion von Finanz-Information ist eines der Schlüsselprobleme für Wachstumsanleger ist:

- Wachstums-Unternehmen verkaufen sich immer als Erfolgsgeschichte und werden generell auch als solche wahrgenommen. Dies kann im Feedback vom Finanzmarkt zum Management bei diesem zu Selbstüberschätzung führen, da kritische Fragen von Analysten oder Journalisten i.d.R. extrem selten an erfolgreich scheinende Manager gestellt werden.
- Journalisten und Finanzanalysten vertrauen im Wesentlichen auf „offizielle“ Informationen. Dies geschieht teils um ihren eigenen Arbeitsaufwand zu begrenzen; teils, weil sie sich nicht trauen, von der Konsensus-Meinung abzuweichen. Oft wird kritische Information auch zurückgehalten, wenn sie nicht ausreichend belegt ist, um rechtliche Auseinandersetzungen zu vermeiden.

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Auf der Basis öffentlich zugänglicher Informationen durch das Unternehmen, Presseberichten oder Finanzanalysen ist es deshalb für Anleger sehr schwierig, sich ein zutreffendes Bild eines Unternehmens zu machen. Insbesondere das Aufdecken von Schwachstellen ist auf der Basis offizieller Informationen kaum möglich.

Interessanterweise hat sich das Vorselektionsproblem bei Finanzinformation durch Unternehmen, Analysten und Journalisten seit Fischers Zeiten nicht verbessert. Allerdings bietet das Internet inzwischen Anlegern Möglichkeiten, z. B. durch den Besuch von Mitarbeiterforen oder Technikblogs leichter an eigene Hintergrundinformation zu kommen.

## **Portfoliostrukturierung: Fokus auf wenige Qualitätstitel, die langfristig gehalten werden**

Ähnlich wie bei Warren Buffett heute („Risiko kommt daher, dass man etwas macht, wovon man nichts versteht“<sup>3</sup>) war für Fisher tief gehendes Wissen über ein Anlageobjekt die effektivste Methode, das Investmentrisiko zu reduzieren. Insofern war es für ihn auch konsequent, die einzelnen Anlagen relativ stark zu konzentrieren. Eine starke Risikostreuung durch Investments in sehr viele unterschiedliche Anlageformen hingegen lehnte Fisher hingegen als nur scheinbare Risikominderung ab, da man sich so viele Investments einhandelte, die man nur ungenügend durchschauen konnte.

Für ein erfolgreiches Unternehmen gibt es bei Fisher grundsätzlich keine Begrenzung der Haltedauer der Aktien. Insofern kann man ihn durchaus als geistigen Vater der Anlagephilosophie sehen, die Warren Buffett einmal so auf den Punkt gebracht hat: „Unsere bevorzugte Anlagedauer ist die Ewigkeit“ („*Our favorite holding period is forever*“<sup>4</sup>). Dies heißt aber nicht, dass man Aktien niemals verkaufen soll. Fisher hat deshalb klare Kriterien definiert, nach denen für ihn ein Erfolgsweg endet und der einen Verkauf rechtfertigt (hierzu mehr auf Seite 17).

Ein typisches Portfolio von Philip A Fisher aus seiner erfolgreichsten Zeit wurde von seinem Sohn Ken Fisher im Vorwort der Neuauflage von „Common Stocks and Uncommon Profits“ im Jahr 2003 beschrieben. Es bestand aus ca. 30 Titeln und war wie folgt strukturiert: wenige etablierte und große Unternehmen; einige mittelgroße Firmen, die er oft schon als kleine Start-ups gekauft hatte und über Jahrzehnte hielt; sowie einige kleine Firmen, denen er besondere Wachstumsaussichten zusprach. Weiterhin beteiligte er sich mit relativ kleinen Geldbeträgen auch immer wieder außerbörslich an für ihn interessanten Firmen; quasi als Sahnehäubchen.

Bei der Portfolio-Zusammenstellung ging es für Fisher darum, die richtige Mischung aus großen und kleinen Wachstumswerten zu finden. „Large Cap Growth“-Aktien von großen und finanziell soliden Unternehmen, die aufgrund ihrer herausragenden Marktposition überdurchschnittliche Renditen erwirtschaften, waren für ihn wichtig, weil sie eine relativ hohe Stabilität aufwiesen und ebenfalls sich schon bisher als sehr verlässlich erwiesen hatten. Für ihn waren dies strukturelle Outperformer zu Marktindizes.

**„... ich will nicht viele gute Anlagen, ich will wenige herausragende.“**

*(“I don't want a lot of good investments; I want a few outstanding ones.”)*

**Philip A. Fisher**

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Die eigentliche Quelle herausragender Performance waren für ihn allerdings „Small Cap Growth“-Titel. Hierbei handelt es sich um die Aktien von kleinen und innovativen Unternehmen, die mit neuen Produkten sehr stark wachsen können. Laut Fisher sollten Anleger ihr Research insbesondere darauf fokussieren, attraktive Situationen in diesem Segment zu identifizieren. Allerdings ist gerade die Analyse in diesem Bereich besonders schwer. Fisher hat hierbei sicherlich von seinen guten Kontakten zu Silicon Valley profitiert.

Laut Angaben seines Sohnes Ken hat Fisher in seinen späteren Jahren die Portfoliokonzentration etwas übertrieben und sich zu stark auf die Favoriten konzentriert. Dies zeigt, dass auch Fisher vor menschlichen Fehlern nicht gefeit war, was ihn Performance kostete. Zum einen verkaufte Fisher bei seinem Bemühen, das Portfolio zu konzentrieren, manchmal die falschen Titel. Zum anderen zeigten sich bei ihm ebenfalls die Gefahren übermäßiger Konzentration: Fehleinschätzungen oder irrationale Marktbewegungen können sich bei zu wenigen Investments stark negativ auf die Gesamtperformance niederschlagen. Insofern kann man aus Fishers späteren Erfahrungen schließen, dass, selbst wenn alle Investments tief gehend analysiert sind, auch ein konzentriertes Portfolio aus nicht weniger als 20-30 unterschiedlichen Titeln bestehen sollte.

## **Fishers Anlagekriterien: eine Checkliste für Anleger in Wachstumsaktien**

Fishers Leistung in seinem Buch „Common Stocks and Uncommon Profits“ bestand weniger darin, dass er die grundsätzlichen Vorteile der Aktienanlage darstellte, wie die schon viele Autoren vor und nach ihm getan haben. Er stellte eine Liste mit 15 Kriterien auf, die einem Anleger ermöglichen, aus der Vielzahl von Aktien die wirklich erfolgreichen Unternehmen herauszufiltern, die sich für eine Langfristanlage eignen. Damit hat er als Erster eine systematische Vorgehensweise bei der Auswahl von Wachstumsaktien definiert. Fishers 15 Anlagekriterien waren im Einzelnen:

### **A) Funktionale Faktoren:**

1. Hat eine Firma Produkte oder Dienstleistungen, die ein hinreichendes Marktpotenzial haben, um einen größeren Umsatzanstieg in den nächsten Jahren zu erzielen? (*“Does the company have products or services with sufficient market potential to make possible a sizeable increase in sales for at least several years?”*)  
=> Ein Unternehmen muss Produkte haben, die eine größere Zielgruppe ansprechen und bei denen der Markt an sich wächst.
2. Ist das Management entschlossen, weitere Produkte oder Prozesse zu entwickeln, die das Umsatzwachstum wieder ankurbeln, wenn die Wachstumsmöglichkeiten aktueller Produkte erschöpft sind? (*„Does the management have a determination to continue to develop products or processes that will still further increase total sales potentials when the growth potentials of currently attractive product lines have largely been exploited?“*)  
=> Ein Management darf sich nicht auf Erfolgen der Gegenwart und Vergangenheit ausruhen, sondern muss beständig im Auge haben, dass sich die Märkte für aktuell erfolgreiche Produkte sättigen können und dann Nachfolger nötig sind.

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

3. Wie effektiv sind die Ausgaben für Forschung und Entwicklung relativ zur Größe des Unternehmens? („*How effective are the company's research and development efforts in relation to its size?*“)

=> Bei Forschung und Entwicklung kommt es nicht so sehr auf die Gesamtsumme der Ausgaben an, als vielmehr darauf, dass dies relativ zur Größe des Unternehmens gesehen zur effektiven Performanceverbesserung führt.

4. Hat die Firma einen überdurchschnittlichen Vertrieb? („*Does the company have an above average sales organization?*“)

=> Diese Frage basiert auf der simplen Erkenntnis, dass es nichts nützt, gute Produkte zu haben, wenn man diese nicht verkauft. Bei erfolgreichen Firmen in wettbewerbsintensiven Märkten hat der Vertrieb eine Schlüsselrolle dabei, Bedürfnisse zu erkennen sowie Kunden zu gewinnen und zu binden. Gerade bei Beantwortung dieser Frage ist „Scuttlebutt“ besonders nützlich.

5. Hat die Gesellschaft eine lohnenswerte Gewinnspanne? („*Does the company have a worthwhile profit margin?*“)

=> Erfahrungsgemäß zeigen Firmen mit einer hohen Gewinnmarge auch eine langfristig überdurchschnittliche Performance. Allerdings macht Fisher hier eine Unterscheidung zwischen etablierten Unternehmen in relativ gesättigten Märkten, bei denen eine hohe Gewinnspanne auf jeden Fall wichtig ist. Bei stark wachsenden Unternehmen hingegen räumt Fisher hingegen ein, dass es sinnvoll sein kann, Marge zu opfern, um in Wachstum zu investieren, sei es durch Forschungsaufwendungen oder Marketingausgaben.

6. Was macht eine Firma, um ihre Gewinnmargen beizubehalten oder sogar zu verbessern? („*What is the company doing to maintain or improve profit margins?*“)

=> Margen sind ständig in Gefahr, sei es durch aggressive Wettbewerber oder aufgrund von Kostensteigerungen durch Rohstoffpreise oder Lohnerhöhungen. Überdurchschnittliche Unternehmen versuchen Margendruck proaktiv zu begegnen, z. B. durch permanente Prozessverbesserungen oder Managementinformationssysteme, die Gefahren rechtzeitig identifizieren.

## **B) Überdurchschnittlichkeit im Management:**

7. Hat das Unternehmen zu seinen Arbeitnehmern überdurchschnittlich gute Beziehungen? („*Does the company have outstanding labour and personnel relations?*“)

=> Arbeitskonflikte belasten die Produktivität eines Unternehmens. Weiterhin sind Arbeitnehmer, die sich fair behandelt fühlen, besonders motiviert und loyal; damit auch überdurchschnittlich produktiv. Insofern bevorzugt Fisher gerade Unternehmen als Investments, die ihre Mitarbeiter überdurchschnittlich gut bezahlen, selbst wenn dies oberflächlich betrachtet die Kosten erhöht.

8. Haben die Top-Manager gute Beziehungen untereinander? („*Does the company have outstanding executive relations?*“)

=> Manager, die innerhalb eines Unternehmens nicht im Team, sondern gegeneinander arbeiten und auch ihren Aufsichtsgremien nicht vertrauen, können erheblichen Schaden anrichten. Dieser

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Faktor ist von außen extrem schwer zu beurteilen; allerdings können z. B. die Fluktuation im Management oder Besetzungen von Top-Positionen durch Externe eine Indikation dafür sein, dass es Konflikte in einer Unternehmensleitung gibt.

9. Hat das Unternehmen "Tiefe" im Management? („*Does the company have depth to its management?*“)

=> Das Unternehmen sollte sich insbesondere um die Ausbildung des Management-Nachwuchses und die systematische Heranführung an Leitungspositionen kümmern.

10. Wie gut sind die Managementinformationssysteme? („*How good are the company's cost analysis and accounting controls?*“)

=> Auch wenn diese Frage für Externe nur sehr schwer zu beantworten ist, so ist sie dennoch äußerst wichtig, da nur Unternehmen, die relativ schnell Transparenz über Kosten und Risiken bei unerwarteten Entwicklungen herstellen, hierauf ohne große Reibungsverluste reagieren können.

11. Gibt es irgendwelche Besonderheiten des Geschäfts, die dem Anleger Aufschluss geben, was die Firma im Verhältnis zu Wettbewerbern besonders macht. („*Are there other aspects of the business, somewhat peculiar to the industry involved, which will give the investor important clues as to how outstanding the company may be in relation to its competition?*“)

=> Diese Frage ist zentral, den hier geht es darum herauszufinden, welche spezifischen Wettbewerbsvorteile ein Unternehmen gegenüber den Konkurrenten hat.

12. Hat das Unternehmen langfristige oder kurzfristige Gewinnziele? („*Does the company have a short-range or long-range outlook in regard to profits?*“)

=> Fisher verlangt von Firmen, dass sie nicht nur kurzfristig ihren Gewinn maximieren, sondern sich sowohl kurz- wie langfristig realistische Finanzziele setzen und die konsequente Verfolgung der langfristigen Ziele in den Vordergrund stellen.

13. Wird für das Wachstum der Gesellschaft Finanzierung durch Aktienkapitalerhöhungen in dem Ausmaß benötigt, dass die Gewinne der Aktionäre je Aktie durch die Steigerung der Aktienanzahl verwässert werden? („*In the foreseeable future will the growth of the company require sufficient equity financing so that the larger number of shares then outstanding will largely cancel the existing stockholders' benefit from this anticipated growth?*“)

=> Hier geht es letztlich um effizientes Kapitalmanagement; insbesondere eine komfortable Ausstattung mit Eigenkapital und Liquidität, durch die eine Finanzierung des Wachstums ohne Verwässerung der Altaktionäre möglich ist.

14. Kommuniziert das Unternehmen auch Misserfolge offen gegenüber Anlegern? („*Does management talk freely to investors about its affairs when things are going well but "clam up" when troubles and disappointments occur?*“)

=> Unternehmen machen Fehler oder sind von Unglücksfällen betroffen. Zur konsequenten Bereinigung von Schwierigkeiten gehörte für Fisher, dass diese gegenüber Anlegern offen kommuniziert werden. Firmen, die versuchen, Schwierigkeiten unter den Teppich zu kehren, machen da-

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

mit in der Regel alles schlimmer und verursachen in der Konsequenz oft noch viel größere Probleme. Wichtig für Fisher war nicht, dass ein Unternehmen so wenige Schwierigkeiten wie nur möglich hat (wie dies viele Anleger oft erwarten). Entscheidend für ihn war, wie eine Firma mit Problemen umgeht, wenn sie auftreten.

15. Hat das Unternehmen ein Management von außer Frage stehender Integrität? (*"Does the company have a management of unquestionable integrity?"*)

=> Fisher hinterfragte hier, ob ein Anleger dem Management vertrauen kann, dass es die Interessen der Aktionäre vertritt und nicht seine Machtstellung ausnutzt, um sich auf Kosten des Unternehmens zu bereichern.

## Wann soll man in Wachstumsaktien investieren?

Fisher war relativ skeptisch gegenüber Versuchen, mit Markt-Timing Performance zu generieren. Aufgrund seiner Erfahrungen aus dem Aktiencrash 1929 war er zu der Überzeugung gekommen, dass man mit den Aktien überdurchschnittlicher Firmen auch starke Aktienmarkteinbrüche aussitzen kann. Selbst wenn man zum ungünstigsten Zeitpunkt gekauft hätte, würde man mit solchen Titeln immer noch eine hervorragende langfristige Performance haben.

Dennoch war er nicht der Ansicht, dass man herausragende Firmen zu jedem Preis kaufen muss. Insbesondere riet er Anlegern, auf folgende Situationen achtzugeben, die für ihn immer wieder Quellen von guten Kaufgelegenheiten waren:

- Kurzfristige Probleme: Selbst hervorragende Unternehmen haben Phasen, in denen nicht alles perfekt läuft, neue Produkte scheitern oder sie von Unglücksfällen bzw. makroökonomischen Krisen negativ betroffen sind. Dann enttäuschen sie überzogene Markterwartungen, der Kurs verliert zwischenzeitlich stark.
- Marktblindheit: Es kommt immer wieder vor, dass der Markt die Ertragssteigerungen eines Unternehmens falsch antizipiert und diese nicht im Kurs enthalten sind. Bei diesem Punkt befindet sich Fisher bei der Identifikation von Kaufgelegenheiten in Übereinstimmung mit der Value-Strategie, die sich gerade auf solche Situationen fokussiert. Im Unterschied zu Fisher setzt sich ein Value-Investor aber ein Kursziel und trennt sich von der Aktie i.d.R. wieder, wenn dieses erreicht wird. Fisher würde den einen günstig gekauften Titel nach einer Kurs-Erholung allerdings behalten; Kursziele bzw. Fair Value Berechnungen machen innerhalb seiner Systematik keinen Sinn.
- Markteinbrüche: Allgemeine Kurskorrekturen am Aktienmarkt führen i.d.R. auch zu technischen Korrekturen bei herausragenden Unternehmen, die wiederum Kaufgelegenheiten generieren.

Allgemeine ökonomische Entwicklungen wie die Konjunktur ignorierte Fisher. Für ihn waren unternehmensspezifische Faktoren die vorwiegend performancerelevanten Faktoren. Insofern war das Abpassen von Kaufgelegenheiten für Investmenterfolge weit weniger entscheidend als die Auswahl des Titels, zumal man einen optimalen Einstiegszeitpunkt grundsätzlich nicht vorhersehen kann. Allerdings erkannte er die Möglichkeit an, dass Investoren, die sehr geduldig Liquidität ansammeln und auf Einbrüche warten, mit dieser Vorgehensweise ihre Performance verbessern können.



# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

## Typische Anlegerfehler bei Wachstumsaktien ... und wie man sie vermeidet

Als Anleger bei Wachstumsaktien hat man mit dem Problem zu kämpfen, dass man normalerweise in schon relativ populäre und hoch bewertete Unternehmen investiert. Es gibt nicht wie im Value-Investing eine „Margin of Safety“, die das Risiko mindert. Fehlentscheidungen oder unerwartete Negativentwicklungen können deshalb zu sehr hohen und dauerhaften Verlusten führen. Andererseits ist ein niedriger Einstandskurs für die Performance bei Growth nicht entscheidend.

Die Vermeidung von Verlierern ist deshalb für den Anlageerfolg somit genauso wichtig wie die Identifikation von Gewinnern. Während beim Value-Investing Titel herausgefiltert werden, die vom Markt als schlecht wahrgenommen werden, aber in Wirklichkeit nicht so schlecht sind, ist bei Growth genau das Gegenteil zu tun: Aus einer Liste von möglicherweise herausragenden Unternehmen sind diejenigen zu eliminieren, die nur scheinbar exzellent sind. Weiterhin muss man rechtzeitig reagieren, wenn man erkennt, dass aus einem bisherigen Gewinner ein Verlierer wird.

Um die spezifischen Risiken des Growth-Investing in den Griff zu bekommen, hat Fisher zwei weitere Arten von Investment-Regeln entwickelt:

- a) 5 „Don'ts“ für Investoren, um zu verhindern, dass sie beim Einstieg typische Anlegerfehler begehen und in potenzielle Verlierer investieren oder sich verzetteln.
- b) 3 Monitoring- und Verkaufsregeln, die bestimmen, wann und warum man sich von Aktien, die man grundsätzlich so lange wie möglich halten sollte, trotzdem trennt.

Um typische Anlegerfehler bei der Identifikation und beim Erwerb von Wachstumsaktien zu vermeiden, hat Fisher folgende Regeln aufgestellt:

1. Investiere nicht in Neugründungen ohne etablierten Track Record. (*„Don't buy into promotional companies.“*)
2. Kein Titel sollte aufgrund der Größe oder des Anlagesegments aus dem Anlageuniversum ausgeschlossen werden. (*„Don't ignore a good stock just because it is traded “over-the-counter.“*)
3. Man soll sich nicht von einer Investmentstory emotional mitreißen lassen. (*“Don't buy a stock just because you like the “tone” of its annual report.“*)
4. Bewertungskennziffern eignen sich nicht zur Einschätzung von Potenzialen und können deswegen zur Einschätzung weiteren Wachstums irreführend sein. (*„Don't assume that the high price at which a stock may be selling in relation to its earnings is necessarily an indication that further growth in those earnings has largely been already discounted in the price.“*)
5. Bei Wachstumsaktien ist kleinkariertes Verhalten bzgl. des Kaufpreises nicht angebracht. (*„Don't quibble over eighths and quarters.“*)

Das ständige Überprüfen von Gewinnern ist wichtig, weil sich die Welt permanent ändert; und damit auch Unternehmen, beteiligte Personen und ihre Erfolgsrezepte. Insofern ist für den Growth-Anleger unabdingbar, sich nicht darauf zu verlassen, dass bei einem einmal erfolgreichen Unternehmen immer alles so weiter läuft wie bisher. Gerade lang anhaltender Erfolg kann Unternehmen selbstzufrieden und unflexibel machen ... und damit den Keim für späteren Misserfolg legen.

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Insofern ist ein permanentes Monitoring notwendig, um sicherzustellen, dass Gewinnerinvestments auch solche bleiben. Allerdings muss man dabei gründlich vorgehen und sich nicht zu frühzeitig zum Verkauf verleiten lassen. Für Fisher war eine Verkaufsentscheidung eine absolute Ausnahme und musste sehr gut begründet sein. Er formulierte deshalb folgende Regeln, die für ihn die einzigen guten Gründe darstellten, eine Aktie zu verkaufen:

**„Wenn man beim Kauf einer Aktie seine Arbeit korrekt macht, kommt der richtige Verkaufszeitpunkt – fast nie.“**

*(“If the job has been correctly done when a common stock is purchased, the time to sell it is - almost never.”)*

**Philip A. Fisher**

- 1) Wenn man feststellt, dass dem Kauf eine eigene Fehleinschätzung zugrunde lag. (*“If you have made a serious mistake in your assessment of the company”*)
- 2) Wenn sich bei der Firma etwas so stark verändert hat, dass die 15 Kriterien nicht mehr so gut wie bisher erfüllt werden. (*“If the company no longer passes the 15 tests as clearly as it did before”*).
- 3) Falls es bessere Alternativen gibt. Hier ist aber die Gefahr der Selbsttäuschung sehr groß, sodass man sich sehr sicher über die Begründung sein muss. (*“If you could reinvest your money in another, far more attractive company. But before you do this, you must be very sure of your reasoning.”*)

Die Bedeutung von Philip A. Fisher für die Entwicklung fundamentalen Anlagemanagements ist bis heute nicht zu unterschätzen. Er beeinflusste mit seiner Methodik sowohl viele Privatanleger als auch berühmte und sehr erfolgreiche Investoren. "Common Stocks and Uncommon Profits" war das erste Buch über Investments, das es in die Bestsellerliste der New York Times schaffte. Es war Vorbild für viele andere Ratgeber und wird immer noch verkauft.

Eine Pionierrolle spielte Fisher insbesondere damit, dass er mit seinen Investmentregeln eine logisch stringente und umfassende Methodik vorgelegte, die sowohl die Portfoliostrukturierung, die Aktienauswahl als auch den Verkauf umfasst. Systematisches Überprüfen von unterschiedlichen Investmentkriterien gehört inzwischen zum Standardrepertoire jedes führenden Vermögensverwalters.

Weiterhin hat er als erster Investmentautor das langfristige Engagement in herausragenden Unternehmen als den Schlüssel zum dauerhaften Anlageerfolg identifiziert. Diese grundlegende Erkenntnis wurde nicht nur zur Basis für die erfolgreiche Strategie von Warren Buffett und Charlie Munger bei Berkshire Hathaway. Auch einige vorwiegend für institutionelle Fondsanleger arbeitende und langfristig sehr erfolgreiche Kapitalanlagegesellschaften wie Capital Group oder Wellington haben eine sehr eng an die Grundüberlegungen von Fisher angelehnte Anlagephilosophie entwickelt.

Die Analyse qualitativer Faktoren wurde zwar als Kernbestandteil der Fundamentalanalyse in vielen Investmentprozessen bei den meisten Fondsgesellschaften etabliert. Dennoch muss festgestellt werden, dass in der Investmentpraxis die drei Erfolgsprinzipien Fisher häufig missachtet werden; sei es aus Bequemlichkeit; sei es, weil man sich von kurzfristigen Faktoren beeinflussen lässt:

- 1) Die konsequente Verfolgung des eigenen Investmentprozesses.
- 2) Das langfristige Festhalten an Gewinnern.
- 3) Bei der Analyse tiefer zu gehen, als nur „offizielle“ Finanzinformation zu interpretieren.

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Insbesondere Scuttlebutt bzw. investigatives Vorgehen als Vorbild bei der Recherche vor wichtigen Anlageentscheidungen haben nur wenige Investoren wirklich verinnerlicht. Bei den bekannteren sind vor allem Warren Buffett und Peter Lynch zu nennen, deren Investorserfolge eng mit eigenen und unabhängigen Anstrengungen beim Informationssammeln zusammenhängen.

## **Scuttlebutt ist heute einfacher als zu Fishers Zeiten**

Der methodische Hauptkritikpunkt vieler Investoren – insbesondere von Privatanlegern – an Fishers Ansatz ist, dass die investigative Vorgehensweise nur sehr schwer in der Praxis umsetzbar ist. Detaillierte Recherchen sind sehr zeit- und kostenaufwendig sowie erfordern ein Netzwerk aus Industriekontakten, die ein Anleger oft nicht hat. In der Tat ist es selbst für viele professionelle Investoren im Alltagsstress so gut wie unmöglich, Unternehmen so in der Tiefe zu überprüfen, wie es Fisher für notwendig hält. Zudem kann der Zeitaufwand für „Scuttlebutt“ dazu führen, dass interessante Aktien schon stark steigen, bevor die Überprüfung beendet ist.

Allerdings bedeuten diese praktischen Probleme nicht, dass man nicht doch versuchen sollte, ein Unternehmen möglichst gut kennenzulernen, bevor man eine Investmententscheidung trifft. Und hierzu gehört nicht nur die oberflächliche Analyse von offiziellen Investoreninformationen und Presseberichten, sondern auch die Bereitschaft, unabhängige Informationsquellen anzuzapfen oder bei Veröffentlichungen zwischen den Zeilen zu lesen. Fisher verlangte kein sklavisches Abarbeiten seiner 15 Anlagekriterien, sondern kritisches Mitdenken vom Investor, wofür eine gründliche Auseinandersetzung mit der Thematik Voraussetzung ist. Seine Devise war, besser wenige Firmen sehr gut zu kennen, als viele nur oberflächlich. Gerade heutzutage ist dies mit der Vielzahl von im Internet frei verfügbaren Informationen viel einfacher geworden. Man muss nur anfangen zu suchen ...

## **Bewertungsblasen und kreative Buchführung als zusätzliche Gefahren bei Wachstumsaktien**

Als Philip A. Fisher vor 68 Jahren sein Buch veröffentlichte, spielten zwei Faktoren an den Börsen noch nicht eine so große Rolle wie in der heutigen Zeit: Bewertungsblasen sowie die legale Manipulation von Unternehmenszahlen mittels Methoden der kreativen Buchführung.

Fisher hat sich alleine auf qualitative Investmentkriterien gestützt und damit die Bedeutung quantitativer Faktoren wie Bewertungskriterien bewusst heruntergespielt. Dies mag einerseits darin liegen, dass es in den 50er Jahren noch nicht so üblich war, selbst Top-Unternehmen an der Börse extrem hoch zu bewerten. Es kann auch in dem Bemühen geschehen sein, sich eindeutig von Benjamin Grahams Value Stil abzugrenzen. Dieser setzte vor allem auf die Analyse der Unternehmenszahlen mittels Bewertungskennziffern. Fisher war klar, dass herausragende Unternehmen fast immer hoch bewertet sind, insofern bei einer Value-Vorgehensweise durch das Raster fallen. Was er zu diesem Zeitpunkt allerdings wohl noch nicht vorhersehen konnte, dass es heutzutage regelmäßig zu spekulativen Exzessen und Blasen kommt, bei denen sich die Bewertungen für Top-Firmen dermaßen in die Höhe schrauben, dass diese selbst bei der positivsten Geschäftsentwicklung nicht gerechtfertigt sind.

Als Antwort gegen die zu starke Vernachlässigung von Bewertungsaspekten hat sich in der Nachfolge von Fisher der sog. GARP-Ansatz<sup>5</sup> (GARP ist die Abk. für "Growth at a reasonable price") entwickelt, der speziell von Peter Lynch propagiert wurde. Er findet in der Praxis insbesondere bei Large Cap

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Growth-Titeln Anwendung; mit ihm sollen extreme Überbewertungen vermieden werden. Hierbei wird die Bewertung einer Aktie in Bezug gesetzt zum erwarteten Gewinnwachstum. Ein sehr hoher Wert signalisiert dem Anleger, dass selbst ein großartiges Potenzial bereits im Kurs eingepreist ist.

Nicht vorhersehen konnte Fisher, dass ab den 1980er Jahren mit der Einführung des sog. „Fair Value Accounting“ zunehmend auch legale Bilanzierungsmethoden an Popularität gewannen, die mittels kreativer Buchführung Wachstum geschickt vortäuschten. Insbesondere nach dem Platzen der Internetblase um 2000 wurde deutlich, dass viele der vorgeblichen Wachstumsaktien ihre herausragende Performance vor allem Finanz-PR sowie Bilanztricks verdankten.

Die Darstellung von Wachstum durch die aggressive Bewertung von Vermögenswerten bzw. Aktivierung von zukünftigen Gewinnen ist nach wie vor ein gravierendes Problem. Hierfür gibt es aufgrund der Variabilität der aktuellen Rechnungslegungsvorschriften keine einfache Lösung. Dies zeigt aktuell die Kontroverse um den Börsenliebling Netflix, dem von kritischen Journalisten und Fondsmanagern vorgeworfen wird, mithilfe optimistischer Bilanzierung zu überdecken, dass das ausgewiesene Wachstum in Wirklichkeit unprofitabel ist.<sup>6</sup> Führende Branchen-Analysten z. B. von Goldman Sachs behaupten genau das Gegenteil.<sup>7</sup>

## **Philip A. Fisher ist gerade heute wieder sehr aktuell**

Wir leben in einer Zeit, die vor großen Umwälzungen steht. Das Internet und die Digitalisierung des täglichen Lebens kreieren ständig neue Businessmodelle und Firmen. Viele neue Technologien stehen am Start. Einige davon haben das Potenzial, als neue Basistechnologien die Wirtschaft grundlegend zu verändern. Globalisierung und Internet haben dafür gesorgt, dass sich führende Unternehmen in den neuen digitalen Märkten zumeist recht schnell herauskristallisieren und dominante Marktpositionen einnehmen können.

Philip A. Fishers Vorgehensweise erscheint prädestiniert dafür, in diesem Umfeld Investoren bei der Auswahl ihrer Anlagen zu helfen. Denn seine Kriterien konzentrieren sich darauf, die Firmen herauszufiltern, die nicht nur dauerhaft profitabel wachsen können, sondern ebenfalls ihre Aktionäre angemessen daran beteiligen.

Insbesondere Scuttlebutt ist ein Konzept, das wieder stärkere Beachtung verdienen sollte, zumal die Informationsbeschaffung durch das Internet inzwischen viel einfacher ist als zu Fishers Zeiten. Zu viele Anleger verlassen sich kritiklos auf das, was Ihnen von der Finanzpresse und Investor Relations Abteilungen vorgesetzt wird. Dabei werden Schwachstellen von Unternehmen nur zu gerne unter den Teppich gekehrt, die sich dann aber irgendwann für den Anleger fatal auswirken könnten. Nur durch kritisches Hinterfragen und investigatives Vorgehen bei der Informationsbeschaffung kann ein Investor herausfinden, ob die attraktive Anlagestory einer Wachstumsfirma wahr ist oder nur eine Erfindung der Finanz-PR.

Strukturiertes Vorgehen, Fokus auf die Besten sowie eine so tief wie möglich gehende Analyse sind die Pfeiler von Fishers Investment-Philosophie. Damit bleibt er bis heute herausragend. Weiterhin ist er ein Vorbild für alle Anleger, die sich auch im Zeitalter der Indexfonds nicht mit Markt-Performance zufriedengeben, sondern auf der Basis ihres selbstständigen Denkens für sich das Beste suchen.

# 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: „Unvermeidbare Krisen und ignorierte Zyklen“:**

- 1 Vgl. Evans-Pritchard, Ambrose (2016): „**RBS cries 'sell everything' as deflationary crisis nears**“, The Telegraph-Online-Ausgabe vom 11 Jan 2016 <http://www.telegraph.co.uk/finance/economics/12093807/RBS-cries-sell-everything-as-deflationary-crisis-nears.html> (zuletzt abgerufen 30.01.2016)
- 2 Vgl. Moshinsky, Ben (2016): „**ALBERT EDWARDS: If I'm right, the US stock market will fall 75%**“, Business-Insider vom 13.01.2016 <http://www.businessinsider.de/albert-edwards-if-im-right-the-us-stock-market-will-fall-75-2016-1?r=UK&IR=T> (zuletzt abgerufen 30.01.2016)
- 3 Vgl. Chang, Sue (2016): „**Bearish J.P Morgan says sell stocks on any rally**“, Marketwatch.com vom 11.01.2016 <http://www.marketwatch.com/story/bearish-jp-morgan-says-sell-stocks-on-any-bounce-2016-01-11> (zuletzt abgerufen 30.01.2016)
- 4 Vgl. zum folgenden: The Economist (2014), „**The slumps that shaped modern finance**“, The Economist vom 12.04.2014; zitiert nach der Online-Version <http://www.economist.com/news/essays/21600451-finance-not-merely-prone-to-crises-it-shaped-them-five-historical-crises-show-how-aspects-today-s-fina> (zuletzt abgerufen 30.01.2016)
- 5 Vgl. hierzu Hakkio, Craig S. (2013): „**The Great Moderation**“; federalreservehistory.org vom 22.11.2013 <http://www.federalreservehistory.org/Events/DetailView/65> (zuletzt abgerufen 30.01.2016)
- 6 Vgl. Investopedia (ohne Datum): „**Adaptive Expectations Hypothesis**“; in investopedia.com; <http://www.investopedia.com/terms/a/adaptiveexphyp.asp> (zuletzt abgerufen 30.01.2016)
- 7 Vgl. Phung, Albert (ohne Datum): „**Behavioral Finance: Key Concepts - Overreaction and Availability Bias**“ in investopedia.com; [http://www.investopedia.com/university/behavioral\\_finance/behavioral10.asp](http://www.investopedia.com/university/behavioral_finance/behavioral10.asp) (zuletzt abgerufen 30.01.2016)
- 8 Vgl. Groningen Growth and Development Centre (2014): „**Maddison Project**“; Website; <http://www.ggdc.net/maddison/maddison-project/home.htm> (zuletzt abgerufen 30.01.2016)
- 9 Vgl. The Economist (2011), „**What do you do when you reach the top?**“, The Economist vom 12.11. 2011; zitiert nach der Online-Version <http://www.economist.com/node/21538104> (zuletzt abgerufen 30.01.2016)
- 10 Vgl. Thielmann, Karl-Heinz (2014): „**Langfristige Rohstofftrends – Teil 1**“; Mit ruhiger Hand Nr. 25 vom 5.5.2014 [http://www.long-term-investing.de/app/download/5796947343/Mit\\_ruhiger\\_Hand\\_5\\_05\\_14.pdf](http://www.long-term-investing.de/app/download/5796947343/Mit_ruhiger_Hand_5_05_14.pdf) (zuletzt abgerufen 30.01.2016)
- 11 Vgl. OPEC (2015): „**Monthly Oil Market Report**“ 14 September 2015, S. 36; [http://www.opec.org/opec\\_web/static\\_files\\_project/media/downloads/publications/MOMR\\_September\\_2015.pdf](http://www.opec.org/opec_web/static_files_project/media/downloads/publications/MOMR_September_2015.pdf) (zuletzt abgerufen 30.01.2016)
- 12 Vgl. Petroff Alanna (2015): „**What it costs to produce a barrel of oil**“; CNN Money, 24. November 2015 <http://money.cnn.com/2015/11/24/news/oil-prices-production-costs/> (zuletzt abgerufen 30.01.2016)
- 13 zitiert nach: Wikiquote unter Bezugnahme auf Bernstein, William (2002): „**The Four Pillars of Investing : Lessons for Building a Winning Portfolio**“ [https://en.wikiquote.org/wiki/John\\_Templeton](https://en.wikiquote.org/wiki/John_Templeton) (zuletzt abgerufen 30.01.2016)

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

- 14 Warren Buffett (2008): „**Interview mit Charlie Rose**“, PBS 1. Oktober 2008, zitiert in Anlehnung an Wikiquote [https://en.wikiquote.org/wiki/Warren\\_Buffett](https://en.wikiquote.org/wiki/Warren_Buffett) (zuletzt abgerufen 30.01.2016)
- 15 Greg Ip (2015) „**Foolproof**“; Headline Publishing Group (8. Oktober 2015)
- 16 Buffett, Warren (1984): „**The Superinvestors of Graham-and-Doddsville**“; hier zitiert nach Tilsonfonds; <http://www.tilsonfonds.com/superinvestors.html> (zuletzt abgerufen 30.01.2016)

Quellen zu **“ Philip A. Fisher: Das Beste ist gerade gut genug ”**

Weiterhin wurde auf folgende Quellen zurückgegriffen:

- 1 Graham, Benjamin, Dodd, David (2008): **“Security Analysis Sixth Edition”**; Mcgraw-Hill Education Ltd; 6. Auflage vom 1. Oktober 2008
- 2 Fisher, Philip A. (2012): **“Philip A. Fisher Collected Works, Foreword by Ken Fisher: Common Stocks and Uncommon Profits, Paths to Wealth through Common Stocks, Conservative Investors ... and Developing an Investment Philosophy”**; Wiley Verlag; 1. Auflage: vom 29. Mai 2012. Der Beitrag stützt sich insbesondere auf diese Buchausgabe, alle wörtlichen Zitate von Philip A. Fisher sind hier entnommen
- 3 Vgl. Thielmann, Karl-Heinz (2015): „Warren Buffett und das Risiko – Teil 2: Verstehen ist die beste Absicherung“ Mit ruhiger Hand Nr. 42 vom 2.11.2015, S. 16 ff. [http://www.long-term-investing.de/app/download/5803863907/Mit\\_ruhiger\\_Hand\\_2\\_11\\_15.pdf](http://www.long-term-investing.de/app/download/5803863907/Mit_ruhiger_Hand_2_11_15.pdf) (zuletzt abgerufen 30.01.2016)
- 4 Buffett, Warren (1989): “To the Shareholders of Berkshire Hathaway Inc.”; Chairmans Letter für 1988; <http://www.berkshirehathaway.com/letters/1988.html>
- 5 Vgl. Investopedia (ohne Datum): Growth At A Reasonable Price – GARP in investopedia.com; <http://www.investopedia.com/terms/g/garp.asp> (zuletzt abgerufen 30.01.2016)
- 6 Vgl. Trainer David (2015) “Growth Does Not Justify Lofty Stock Price For Netflix”; forbes.com vom 21.10.2015 <http://www.forbes.com/sites/greatspeculations/2015/10/21/growth-does-not-justify-lofty-stock-price-for-netflix/#36ab41a63909> (zuletzt abgerufen 30.01.2016)
- 7 Dumortier, Alex (2015): “Who's right on Netflix: Goldman Sachs or David Einhorn?” USA Today vom 14.7.2015; nach-The Motley Fool <http://www.usatoday.com/story/money/2015/07/14/whos-right-on-netflix-motley-fool/30158655/> (zuletzt abgerufen 30.01.2016)

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 28.
- 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 24.
- 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 1.2.2016.
- 5) Datum und Uhrzeit der darin angegebenen Preise von Finanzinstrumenten entsprechen – sofern nicht anders gekennzeichnet – dem Schlusskurs vom letzten Handelstag vor dem Erscheinungsdatum an der genannten Hauptbörse des jeweiligen Finanzinstruments.
- 6) Aktualisierungen: Für Aktualisierungen der bestehenden Analysen aus der aktuellen Ausgabe ist kein fester Zeitraum vorgesehen und besteht auch keine Verpflichtung.
- 7) Hinweis auf eigene Finanzanalysen aus den der Veröffentlichung vorausgegangenen zwölf Monaten, die sich auf dieselben Finanzinstrumente oder Emittenten beziehen: keine Veröffentlichungen.

### Hinweis gemäß § 5 FinAnV:

**Interessenkonflikte:** Umstände oder Beziehungen werden im Folgenden angegeben, die Interessenkonflikte begründen können, weil sie die Unvoreingenommenheit der Mitarbeiter, die die Analysen in dieser Ausgabe erstellt haben, der LONG-TERM INVESTING Research AG – Institut für die langfristige Kapitalanlage als das für die Erstellung verantwortliche Unternehmen sowie sonstiger an der Erstellung mitwirkenden Personen oder Unternehmen gefährden könnten. Mitarbeiter an dieser Ausgabe haben oder waren in Bezug auf ein in dieser Ausgabe erwähntes Finanzinstrument bzw. mit einem genannten Emittenten:

- 1) Anteile im Besitz: **keine**
- 2) in den vergangenen 12 Monaten an Transaktionen beteiligt: **keine**
- 3) eine vertragliche Beziehung eingegangen: **nein**
- 4) an einer Emission oder Sekundärmarktplatzierung eines Finanzinstruments beteiligt: **nein**

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

## Systematik der Anlageempfehlungen:

### a) Unser System der Unternehmensanalyse:

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

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

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