

## Kriminelle Manager – Visionen – Value-Investing



Inhalt dieser Ausgabe:

### Seite 2

### Klartext: Top-Manager als Täter

Betrug durch Vorstände wie mutmaßlich bei Wirecard ist nicht einfach zu erkennen. Denn kriminelle Manager sind „Vertrauensverbrecher“, die persönliche Beziehungen zu Kontrolleuren, Fondsmanagern und Analysten manipulieren, damit diese unangenehme Fakten entweder nicht wahrnehmen oder nicht glauben. Mehr Kontrolle wird den nächsten Betrug nicht verhindern, höchstens erschweren. Anlegern hilft nur ein Grundmisstrauen bei allzu offensichtlichen Erfolgsgeschichten.

### Seite 9

### Value gegen Visionen

Zuletzt gab es an der Börse eine schwache Performance des Value-Investing. Dem standen spektakuläre Gewinne von Aktien gegenüber, die von einem visionären Investmentnarrativ angetrieben sind.

### Seite 12

### Nichts weniger als die Weltherrschaft

Die starke Performance vieler heutiger Börsenfavoriten wird damit gerechtfertigt, dass sie in „Winner-take-all“-Märkten globale Führerschaft anstreben. Eine dominante Marktposition ist in der Realität jedoch nur schwer zu erreichen und zu verteidigen; sie garantiert auch keine stetige Fortsetzung hoher Kursgewinne. Beim Scheitern droht hingegen der totale Absturz.

### Seite 19

### Kommt die Renaissance des Value-Investing?

Value-Investing in seinen diversen Varianten hatte bis zur Finanzkrise herausragende Anlageerfolge erzielt, enttäuscht aber seitdem. Hierfür sind verschiedene Gründe verantwortlich, die teilweise immer noch belasten. Beim Value-Faktor-Investing besteht wenig Aussicht auf Besserung, denn es basiert auf veralteten Kriterien und ist anfällig für Value-Fallen. Qualitative Value-Anleger hingegen sollten in absehbarer Zeit an alte Erfolge anknüpfen können.

---

### Seite 28

### Anhang: Quellen, Impressum, rechtliche Hinweise

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

## Klartext: Top-Manager als Täter

Liebe Langfristanleger,

als nach dem 18. Juni dieses Jahres Wirecard eingestehen musste, dass sich Belege für Treuhandkonten im Umfang von ca. 1,9 Mrd. € als gefälscht herausgestellt hatten, war die Empörung in der Öffentlichkeit groß: Wie kann so etwas passieren? Und auch noch in ordentlichen Deutschland?

Dabei offenbarten die unzähligen Betrugsskandale aus Zeiten des Neuen Marktes, dass vor gar nicht langer Zeit gerade Deutschland ein bevorzugtes Spielfeld für kriminelle Manager war. Und der 2017 aufgeflogene Bilanzskandal beim damaligen MDAX-Konzern Steinhoff zeigte, dass sich wenig gebessert hatte: Wie Sonderprüfer von PWC im Nachhinein herausfanden, wurden durch Scheingeschäfte zwischen 2009 und 2017 Umsätze im Umfang von 6,5 Mrd. € gefälscht. Zudem war die Bilanz durch überbewertete Akquisitionen aufgebläht – Steinhoff musste deswegen 10,5 Mrd. € an Firmenwertabschreibungen vornehmen. Verantwortlich hierfür war laut PWC eine kleine Gruppe ehemals leitender Steinhoff-Mitarbeiter unter Führung eines hochrangigen Managers, wobei Unternehmensfremde ebenfalls eingeweiht gewesen seien.



Obwohl der Fall Wirecard noch nicht abschließend geklärt ist, wird jetzt schon deutlich, dass auch hier ein Betrug ohne Beteiligung oder zumindest stillschweigende Duldung durch Teile der Firmenleitung kaum möglich gewesen sein kann. Weiterhin müssen Außenstehende aktiv beteiligt gewesen sein. Entscheidend für die Dauer und das Ausmaß des Betruges war aber vor allem eines: ein völliges Kontrollversagen bei Wirtschaftsprüfern, wichtigen Aktionären, fast allen Analysten und Journalisten sowie Aufsichtsbehörden. Denn selbst als die Financial Times ab Januar 2019 in mehreren Artikeln auf mutmaßliche Scheingeschäfte bei Wirecard hinwies, wurden die Vorwürfe zunächst ignoriert oder nur unzureichend geprüft.

### **Wirecard und Steinhoff – leider keine Einzelfälle**

Der Fall Wirecard ähnelt erschreckend dem Bilanzskandal um den in London börsennotierten Krankenhauskonzern NMC Health, der vor wenigen Monaten aufgedeckt wurde. Das inzwischen insolvente Unternehmen wurde jahrelang an der Börse als Wachstumsstar gefeiert. Der Titel kam nach starken Kursgewinnen 2017 in den Leitindex FTSE 100; ein Jahr bevor Wirecard in den DAX aufgenommen wurde. Höchstkurse erreichten die Aktien beider Gesellschaften fast gleichzeitig im Spätsommer 2018. Beide Firmen hatten mit Ernst & Young den gleichen Wirtschaftsprüfer (wie übrigens auch die 2020 ebenfalls mit Bilanzbetrug aufgeflogene NASDAQ-Firma Luckin Coffee).

Bei NMC Health kamen im vergangenen Jahr ebenfalls Betrugs-Vorwürfe auf, wobei genau wie bei Wirecard der Hedgefonds „Muddy Waters“ eine zentrale Rolle spielte. Mutmaßliche Scheingeschäfte in arabischen und asiatischen Staaten, die europäische Wirtschaftsprüfer nicht als solche erkannten, waren jeweils ursächlich für die Verdachtsmomente. In beiden Fällen wurden zunächst unabhängige Ermittler mit der Aufklärung der Vorwürfe beauftragt. Im Gegensatz zum Fall Wirecard, wo KPMG nur sehr zäh vorankam und wichtige Punkte nicht klären konnte, wurde im Fall NMC Health kein

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Wirtschaftsprüfer, sondern der ehemalige FBI-Agent Louis Freeh tätig. Er kam den Ungereimtheiten bei NMC Health relativ zügig auf die Spur und konnte eine Gruppe von ca. 20 Top-Managern (incl. 2 Vorständen) identifizieren, die mutmaßlich das Unternehmen durch Bilanzfälschung, Scheinrechnungen und Bestechungszahlungen über mehrere Jahre massiv hinweg geschädigt haben sollen. Die Veruntreuungen wurden durch versteckte Schulden in Höhe von immerhin 4 Mrd. US\$ kaschiert.

Betrug durch Top-Manager ist nicht nur auf auf Bilanzfälschung und Unterschlagung bei vorgeblichen Wachstumsunternehmen beschränkt. So prüfen in den USA die Börsenaufsicht SEC und das Justizministerium derzeit eingehend alle Geschäftsberichte des Traditionskonzerns General Electric von 2002 bis 2018, nachdem Vorwürfe über Falschbilanzierungen im Umfang von 38 Mrd. US\$ laut wurden.

Auch betrügerisches Gebaren im operativen Geschäft beschäftigt zunehmend Ermittler: Seit 2015 laufen weltweit umfangreiche Ermittlungen gegen Vorstände und Teile des Mittelmanagements beim Volkswagen-Konzern wegen des Diesel-Betrugsskandals; in den USA hat es schon einige Verurteilungen gegeben. In den USA laufen weiterhin umfangreiche Ermittlungen gegen führende Mitarbeiter von Boeing wegen der Verschleierung von Sicherheitsmängeln beim Flugzeug 737 Max, die 2 Abstürze mit 346 Toten zur Folge hatten. Schon etwas länger sind US-Ermittler Pharmakonzernen auf der Spur, die systematisch Ärzte bestochen hatten, damit sie süchtig machende Schmerzmittel (Opiate) an ihre Patienten verschrieben und sie so zu unwissentlichen Drogenabhängigen machten.

## **„Die betrügen doch sowieso alle“ ... ist die Wirtschaft strukturell kriminell?**

In ihrem Buch *„Mit fremden Federn – Eine kleine Geschichte der Hochstapelei“* schreibt die Autorin Anett Kollmann in ihrem Kapitel über Wirtschaftsbetrüger: *„Nicht selten entsteht der Eindruck, die Großfinanz- und Wirtschaftsbranche seien Milieus struktureller Unmoral, in denen nur der Erfolg zwischen Geschäftstüchtigkeit und Betrug unterscheidet und die Grenzen zwischen merkantilem Gewinnstreben, Glücksspiel und Falschspiel moralisch vernebelt sind.“*

Hiermit gibt sie ein Bild wieder, das sich in weiten Teilen der Gesellschaft in den letzten Jahren verfestigt hat: Betrugsfälle wie mutmaßlich bei Wirecard, NMC Health, Volkswagen, Boeing, General Electric oder den US-Opiat-Herstellern seien nicht Ausnahmefälle in einem ansonsten integren Wirtschaftssystem, sondern symptomatisch für eine allgemein schlechte Geschäftsmoral. Ausnahme sei nicht die Kriminalität, sondern dass jemand erwischt und zur Rechenschaft gezogen wird.

Ausgeprägtes Misstrauen gegen große Wirtschaftsunternehmen ist allerdings kein neues Phänomen, sondern schon so alt wie der Kapitalismus. Leider gab es hierfür zeitweise gute Gründe. Denn dass wirtschaftlicher Erfolg nicht nur auf besserer Wettbewerbsfähigkeit, sondern auch auf dem skrupellosen Einsatz krimineller Methoden beruht, war insbesondere in den wilden Jahren nach der industriellen Revolution gang und gäbe.

1859 prägte die New York Times den Begriff „Robber Baron“ für den skrupellosen Industriellen Cornelius Vanderbilt in Anlehnung an den Begriff „Robber Knight“ (engl. für „Raubritter“). Vanderbilt hatte mit Eisenbahnen und Reedereien eines der größten Vermögen in den USA angehäuft. Dabei setzte er nicht nur auf unternehmerisches Geschick und neuste Technologie, sondern bekämpfte Konkurrenten mit allen Mitteln des unlauteren Wettbewerbs (Korruption, Lobbyismus, Dumping-Preise, Sabotage, etc.) und presste Kunden mit monopolistischen Methoden aus. Für Unmut sorgte

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

insbesondere, dass Vanderbilt dabei „über dem Gesetz“ zu stehen schien und rechtliche Regeln entweder straflos ignorierte oder zu seinen Gunsten manipulierte.

Später wurde der Begriff „Robber Baron“ auf andere Konzernlenker wie Mellon, Carnegie und Rockefeller ausgeweitet, die beim Aufbau ihrer Industrieimperien ähnlich skrupellos vorgingen wie Vanderbilt. Ihre Firmen prägten das Bild des gierigen und ausbeuterischen Großunternehmens, das sich nicht an Moral und Gesetze hält, um den Reichtum der Eigentümer zu mehren.

Heute sind die Tage der „Robber Barons“ schon lange vorbei, obwohl sie nach wie vor das schlechte Bild von Unternehmern und Managern in der Öffentlichkeit prägen. Nach der Finanzkrise wurde die Figur von „Occupy Wall Street“ und anderen Antikapitalismus-Aktivisten gerne aufgewärmt, um das heutige Wirtschaftssystem als „Raubtierkapitalismus“ anzuprangern.

Doch beginnend mit dem Anti-Monopol-Gesetz Sherman Antitrust Act von 1890 entwickelte sich ein weltweites Rechts- und Governance-System, das Betrügereien und andere Missbräuche von Wirtschaftsmacht kriminalisierte und zurückdrängte. Schritt für Schritt wurden in den letzten Jahrzehnten sowohl interne wie auch externe Kontrollen verstärkt, die kriminelles Unternehmertum erschweren sollen. Wirtschaftsethikkurse gehören zum Ausbildungsprogramm jeder Business School und sollen angehende Führungskräfte für die Problematik krimineller Handlungen sensibilisieren.

Die Wirtschaft als „Milieu struktureller Unmoral“ und deshalb als grundsätzlich dem Betrug zugeeignet zu betrachten, mag zwar zu Zeiten der Robber Barrons teilweise zutreffend gewesen sein, ist aber heute grundfalsch. Nichtsdestotrotz zeigen die Vielzahl von momentan inkriminierten Vorständen sowie die Dimensionen der ihnen vorgeworfenen Delikte, dass die Top-Managementebene sehr anfällig für Betrug und andere Wirtschaftsstraftaten ist. Denn die Täter werden dadurch begünstigt, dass sie als Führungskräfte die Grundbedingung sozialen Miteinanders und gemeinsamen wirtschaftlichen Handelns viel einfacher als Andere ausnutzen können: das Vertrauen.

## **Kriminelle Manager sind „Vertrauensverbrecher“ – und haben zumeist kein Unrechtsbewusstsein**

Wenn es so etwas wie den typischen Wirtschaftsverbrecher gibt, so ist dies i.d.R. ein Mann in mittlerem bzw. gesetzterem Alter, hochintelligent, gut gebildet und – zumindest zeitweise – beruflich auch ohne kriminelle Tricks sehr erfolgreich. Er ist schon mehrere Jahre für sein Unternehmen tätig, verheiratet, sozial gut vernetzt und erscheint seinen Mitmenschen als besonders vertrauenswürdig.

Weiterhin besitzt er i.d.R. kein Unrechtsbewusstsein: Obwohl er aufgrund seiner hohen Intelligenz eigentlich in der Lage sein müsste, die Unrechtmäßigkeit seiner Handlungen zu erkennen, empfindet er sein Vorgehen als legitim. Für die Selbstrechtfertigung erfindet er eine Reihe von rational erscheinenden Gründen (z. B. „ich bin schlauer als die anderen und deswegen berechtigt“; „die Geschädigten sind nur minimal betroffen und merken ja sowieso nichts“; „ich gleiche hiermit nur erlittene andere Ungerechtigkeiten aus“, etc.). Interessanterweise gab es im vergangenen Jahrzehnt mit zunehmender Gleichberechtigung einen starken Anstieg bei Betrugsfällen von Management-Frauen. Insofern dürfte der hohe Anteil männlicher Betrüger (ca. 80%) weniger mit einer typisch männlichen Betrugsneigung als mit dem bisher geringen Anteil von Frauen in Führungspositionen zu tun haben.

Wirtschaftsverbrechen basieren auf dem Missbrauch von Vertrauen und werden deshalb in der Fachliteratur oft auch als „Vertrauensverbrechen“ bezeichnet. In einer KPMG-Studie von 2016 über

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Unternehmensbetrug wurde herausgestellt, dass sehr viele kriminell gewordene Manager durch ihr Umfeld mit dem Satz beschrieben wurden: „Sie waren die Letzten, von denen man ein solches Verhalten erwartet hat.“ Gerade das Ansehen als besonders vertrauenswürdig hat es kriminellen Managern erst ermöglicht, ihre Taten zu begehen.

Zum einen erleichtert der Eindruck höchster Vertrauenswürdigkeit, die Gutgläubigkeit von potenziellen Opfern auszunutzen, Kontrollen zu überwinden und Strafverfolger abzuschütteln. Zum anderen ermöglicht er aber auch den Zugang zu potenziellen Mittätern. 2/3 aller Wirtschaftsverbrechen werden von Gruppen begangen. Diese konspirieren entweder kriminell aktiv; oder Täter werden vom ihrem nicht-kriminellen Umfeld gedeckt bzw. toleriert. Gerade für kriminelle Top-Manager ist es äußerst wichtig, dass Kollegen, Untergebene, Wirtschaftsprüfer und interne Controller keine unangenehmen Fragen stellen und bei den Straftaten entweder mitmachen oder sie zumindest stillschweigend tolerieren.

## **Neben Gier kann auch Besitzstandswahrung eine Haupt-Motivation sein**

Seit Michael Douglas 1987 im Film Wall Street den Investmentbanker Gordon Gekko verkörperte, gilt diese Figur in der Öffentlichkeit als moderne Verkörperung des Gier-getriebenen Managers, der auch vor kriminellen Taten nicht zurückschreckt, um seinem ausufernden Gewinnstreben zu folgen. Und in der Tat ist die Figur nicht unrealistisch: Sie wurde nach dem Vorbild des Wallstreet-Millionärs Ivan Boesky geschaffen, der 1986 verhaftet und später wegen Insiderhandels verurteilt wurde. Auf Zitate von Boesky geht die Rechtfertigung von Selbstbereicherung in Gordon Gekkos „Gier ist gut“-Rede zurück, die sich in der Rezeption des Films zu einem Symbol für den sog. „Raubtierkapitalismus“ entwickelte. Und viele der kriminellen Manager aus den spektakulären Unternehmensskandalen vor 2002 wie Bernie Ebbers (Worldcom), Jeffrey Skilling und Kenneth Lay (Enron) sowie Denis Kozlowski (Tyco) entsprachen ebenfalls dem Bild des maßlosen und Gier-gesteuerten Wirtschaftskriminellen, was das Klischee zu bestätigen scheint.

Doch wie wichtig ist Gier als Motiv wirklich? Hierzu gibt es unterschiedliche Forschungsergebnisse. Einer Studie von KPMG von 2016 nach war Gier bei 66% der betrachteten Wirtschaftsverbrecher ein maßgebliches Motiv. Zu einer völlig anderen Einschätzung kommt eine aktuelle Studie der University of Exeter Business School von Will Harvey und Navdeep Arora: Ihren Ergebnissen nach werden weniger als 10% aller Wirtschaftsverbrecher hauptsächlich von Gier angetrieben. Stattdessen haben sie persönliche Probleme wie Alkoholismus oder Scheidungen, Performancedruck, Versagensängste sowie übertriebenes Eingehen auf (kriminelle) Kundenwünsche als zentrale Motive für kriminelle Handlungen ausgemacht.

Beides zeigen aber beide Studien: Gier als alleiniges Motiv reicht nicht aus, um zu erklären, warum Manager straffällig werden. Die Jagd nach neuen Erfolgen ist gerade bei länger anhaltenden Betrugsmanövern oft weniger wichtig als die Besitzstandswahrung des Status, der durch vergangene Erfolge erreicht wurde. Meist gibt es verschiedene Motive, die in ihrem Zusammenwirken die Manager in einem langsamen Prozess immer krimineller werden lassen. Harvey und Arora zeigten in ihrer Studie, dass sich die meisten straffällig gewordenen Manager wie „Schlafwandler“ über die die ethischen Grenzen hinwegbewegen, die legales von kriminellem Verhalten trennen. Meist fangen sie mit

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

geringfügigen Mogeleyen an, mit denen kurzfristige Schwächen überspielt werden sollen. Diese werden im Laufe der Zeit aber immer mehr gesteigert, bis sie endgültig kriminell werden.

Vor allem drei Faktoren erscheinen ausschlaggebend dafür, dass Manager schrittweise in kriminelles Verhalten hineinrutschen:

- 1) Erfolgreiche Manager zeichnen sich oftmals dadurch aus, dass sie die Regeln des Geschäftslebens flexibel interpretieren und im Zweifelsfall so hinbiegen, wie es ihnen passt. Sie sind es gewohnt, sich durchzusetzen, ohne auf die Befindlichkeiten anderer Menschen Rücksicht zu nehmen. Dabei werden Grenzen ausgetestet und immer weiter verschoben, unmerklich auch ins illegale hinein.
- 2) Wirtschaftsstraftäter sind i.d.R. nicht mit den negativen Folgen ihrer Handlungen konfrontiert. Die Hemmschwelle sinkt insbesondere, wenn die Opfer nur eine anonyme Masse von Kunden, Aktionären oder Steuerzahlern ist, die man nicht persönlich kennt. Zudem merken die Opfer ihre Schädigung oftmals nicht bzw. erst sehr spät. Wirtschaftsverbrecher rechtfertigen ihr eigenes Handeln vor sich selbst nicht selten damit, dass sie sich einreden, ihre Opfer würden nicht oder nur kaum spürbar geschädigt werden.
- 3) Es gibt kein negatives Feedback des sozialen Umfeldes. Zum einen werden Wirtschaftsverbrechen von Führungskräften zumeist entweder in einer Gruppe begangen – oder vom sozialen Umfeld gedeckt. Zum anderen begünstigen Unbeteiligte den Betrug, wenn sie das Erreichen von Erfolgskennzahlen unkritisch bejubeln bzw. honorieren, ohne zu hinterfragen, wie die Erfolge erreicht wurden.

## **Schwachstelle Strafverfolgung: Gibt es einen Freibrief für kriminelle Manager?**

Trotz des gewaltigen Schadens, den sie anrichten, müssen kriminelle Top-Manager nur selten mit größeren Strafen rechnen. Komplizierte Sachverhalte, schlechte Personalausstattung und mangelnde Fachkenntnisse bei Ermittlern und Richtern führen nur selten zu abgeschlossenen Ermittlungen und noch seltener zu Verurteilungen. Die ungenügende Strafverfolgung von Wirtschaftsverbrechen hat in der Öffentlichkeit vielfach den Eindruck entstehen lassen, dass kriminelle Top-Manager „über dem Gesetz stehen“.

Langjährige Gefängnisstrafen werden äußerst selten und nur in sehr schweren Fällen verhängt; wie z. B. nach dem Enron-Zusammenbruch 2001 mit einem Schaden von über 11 Mrd. US\$, als der Ex-CFO und Mastermind des Betrugers Jeffrey Skilling zu 24 Jahren und 4 Monaten Haft verurteilt wurde. Enttäuschend verlief insbesondere die strafrechtliche Aufarbeitung der Finanzkrise. In fast jedem Fall konnten für betrügerische Geschäfte verantwortliche Top-Manager persönliche strafrechtliche Konsequenzen für sich abwenden. Ihnen konnte i.d.R. nicht nachgewiesen werden, dass sie kriminelle Geschäfte ausdrücklich angeordnet hatten. Strafzahlungen mussten fast nur ihre Institute leisten, wodurch überwiegend die Aktionäre geschädigt wurden. Lediglich in Irland und Island gab es Manager-Verurteilungen zu mehrjährigen Haftstrafen. Ansonsten ging die Justiz sehr milde mit den Protagonisten der Finanzkrise um: Beispielsweise das Straf-Verfahren gegen Georg Funke, von Juli 2003 bis Oktober 2008 Vorstandsvorsitzender der Hypo Real Estate Holding AG und damit hauptverantwortlich für Verluste von ca. 20 Milliarden €, wurde 2017 gegen Zahlung einer Geldbuße von 18.000,- € eingestellt.

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Besonders erfolglos bei der Verfolgung krimineller Top-Manager war in den vergangenen Jahren das Serious Fraud Office (SFO), eine britische Sonder-Behörde zur Ermittlung bei schweren Wirtschaftsstraftaten. Fast alle wichtigen Ermittlungen des SFO wurden in den vergangenen Jahren vorzeitig eingestellt oder endeten vor Gericht mit Freisprüchen für die Angeklagten. Ehemalige Vorstände von Tesco oder Barclays blieben trotz erdrückender Indizien für gravierendes Fehlverhalten ohne Strafen. Lisa Osofsky, Leiterin des SFO, fordert deswegen inzwischen öffentlich, dass die Nachweispflichten der Ermittler vor Gericht im Falle von kriminellem Managerverhalten deutlich gesenkt werden.

Denn bisher müssen die Strafverfolger in Rechtsstaaten wie den USA, Großbritannien oder Deutschland zweifelsfrei nachweisen, dass betrügerische Handlungen bei klarem Verstand und in böswilliger Absicht getätigt werden sowie sich eindeutig einem Entscheider zuordnen lassen. Dies ist aber gerade bei im Kollektiv begangenen Taten, deren Entstehung zumeist nicht lückenlos dokumentiert ist, kaum möglich. Einer der wenigen Fälle, in dem dies unlängst gelang, war bei der in der Opiat-Krise inkriminierten US-Pharma-firma Insys. Der kontrollbesessene CEO Kopoor ließ genau dokumentieren, welche Bestechungsgelder an Ärzte für ihre unnötigen Verschreibungen flossen sowie mit welchen Falschdiagnosen Krankenversicherungen zu überhöhten Erstattungen veranlasst wurden.

Manager anderer Opiat-Hersteller, die ihre Schmerzmittel ähnlich aggressiv vertrieben, dies jedoch nicht so gründlich erfasst hatten, konnten sich hingegen bisher der persönlichen Bestrafung entziehen.

Zumindest in Deutschland gibt es allerdings eine Hintertür für die Verfolgung krimineller Manager: der Straftatbestand der Untreue (§ 266 StGB). Untreue als Begriff ist weitaus unschärfer definiert als Betrug und daher unter Juristen umstritten. Die Beweisanforderungen sind allerdings geringer als beim Betrug, weshalb eine Verurteilung der Täter selbst dann möglich ist, wenn ein zweifelsfreier Nachweis zu Betrugsabsichten nicht zu führen ist, wie z. B. nach dem Zusammenbruch der S&K Investmentgruppe. Die Strafen bei Untreue sind allerdings in Relation zu den entstandenen Schäden sehr niedrig, weshalb sie oft unbefriedigend erscheinen.

## **Gegen Betrug hilft nur Skepsis – was zu gut ist, um wahr zu sein, ist oftmals wirklich nicht wahr**

Ein bei Wirecard hoch investierter DWS-Fondsmanager begründete sein Engagement im Nachhinein damit, das er die Vorwürfe gegen diese Firma zwar immer wieder intensiv geprüft habe, am Ende aber doch dem Management glaubte. Bei einer unklaren Faktenlage entschied er sich – wie übrigens auch viele andere Fondsmanager und fast alle Analysten – der Führung von Wirecard zu vertrauen. Hierbei folgte er einem Verhaltensmuster, das ebenfalls aus vielen anderen Management-Betrugsfällen bekannt ist: je näher man dem Unternehmen steht und je gründlicher man sich damit

### **Ein sehr seltenes Bild: Manager hinter Gittern**



Bild: Shutterstock

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

beschäftigt, um so eher fällt man auf den Betrug herein. Denn betrügerische Manager manipulieren gezielt persönliche Beziehungen zu Aufsehern, Analysten, Journalisten, Fondsmanagern und anderen Entscheidungsträgern am Kapitalmarkt, damit diese ihnen uneingeschränkt vertrauen – und unangenehme Fakten entweder nicht wahrnehmen oder nicht glauben.

Besonders groß ist die Gefahr zu großer Vertrautheit bei Wirtschaftsprüfern. Es gibt keinen einzigen Fall von Bilanzbetrug in den vergangenen 100 Jahren, in dem sie nicht eine zentrale Rolle gespielt haben: zumeist weil sie sich leichtfertig haben übertölpeln lassen; gelegentlich aber auch, weil sie Mittäter waren (z. B. Arthur Anderson im Fall Enron 2001). Dass Ernst & Young bei Wirecard jahrelang gefälschte Bankbelege nicht sorgfältig genug prüfte, sondern sich mit Ausreden und Ausflüchten zufrieden gab, ist kein Einzelfall: Andere Wirtschaftsprüfer haben bei vergleichbaren Betrugsskandalen ähnliche Fehler gemacht. Und auch in Zukunft wird Vertrauensseligkeit ausgenutzt werden.

Zwar wird es Konsequenzen aus dem Fall Wirecard sowie den anderen aktuellen Betrugsfällen für den Berufsstand der Wirtschaftsprüfer geben. Man darf sich aber keinen Illusionen hingeben: Dies wird den nächsten Skandal nicht verhindern. Nach einer Fülle von Betrugsfällen Anfang der 2000er Jahre gab es weltweit verschiedene Versuche, Missstände bei der Prüfung zu beseitigen. In Deutschland nahm 2005 die Deutsche Prüfstelle für Rechnungslegung (DPR) ihre Tätigkeit auf. Sie fand seitdem zwar bei über 150 Unternehmen Bilanzierungsmängel, wurde bei den wirklich schweren Fällen Steinhoff International und Wirecard jedoch umgangen bzw. ausgetrickst.

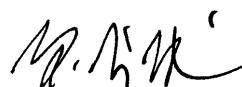
Verschärfte Kontrollmechanismen für Manager werden nur wenig Verbesserung bringen. Denn sie können einen Betrug zwar erschweren, aber nicht abwenden. Die Erfahrung zeigt, dass Betrüger sich in der Vergangenheit immer wieder als sehr kreativ erwiesen haben, wenn es darum ging, neue Überwachungsformen zu torpedieren. Mehr Kontrollen haben zudem einen Preis: Sie führen zu mehr Bürokratisierung und behindern somit schnelles und flexibles Managementhandeln, gerade bei Wachstumsunternehmen ein entscheidender Erfolgsfaktor.

Härtere Strafen wären zwar wünschenswert, um dem Eindruck einer zahnlosen Strafverfolgung entgegenzuwirken, werden jedoch angesichts des typischerweise schrittweisen Hineindriftens in die Kriminalität bei Managern kaum zusätzliche Abschreckungswirkung entfalten.

Als langfristiger Anleger ist man immer auf der Suche nach herausragenden Unternehmen, deren Aktien eine überdurchschnittliche Performance bringen. Man sollte sich bewusst sein, dass man damit prädestiniert dafür ist, auf betrügerische Top-Manager hereinzufallen. Denn ob außerordentlicher unternehmerischer Erfolg auf hervorragenden Produkten und zufriedenen Kunden oder auf Bilanzbetrug bzw. manipulierter Technik beruht, können wir i.d.R. nur selten genau beurteilen.

Gegen Betrüger im Vorstand hilft deshalb nur ein gesundes Misstrauen, insbesondere bei scheinbar offensichtlichen Erfolgsgeschichten. Gerade wenn – wie im Fall Wirecard – die Investmentstory auf einem charismatischen Unternehmensführer sowie einem nur schwer verifizierbaren Technologievorsprung beruht, ist äußerste Vorsicht angebracht. Denn solche Investmentstories sind eigentlich zu gut, als dass sie wahr sein können ... und sind fast immer auch nicht wahr.

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





## Value gegen Visionen

Von Karl-Heinz Thielmann

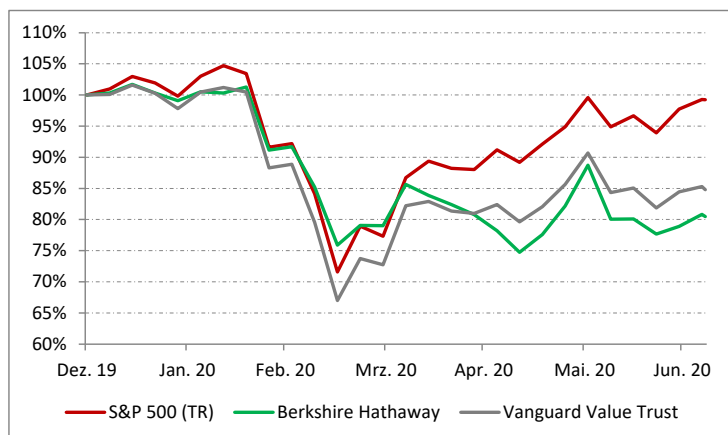
Wenn man seit Jahrzehnten an den Finanzmärkten aktiv ist, gewöhnt man sich daran, dass Kursbewegungen oftmals nicht mit normaler Logik nachzuvollziehen sind. Nicht selten passiert genau das Gegenteil von dem, was vernünftig scheint. Kurse werden kurz- bis mittelfristig von Newsflow, Sentiment und Liquidität getrieben, und diese Faktoren können zu größeren Verzerrungen führen. Wenn man sich als Langfristanleger von diesen Ausschlägen nicht irritieren lässt und die Anlagen konsequent durchhält, sollte man hierfür mit einer überdurchschnittlichen Performance belohnt werden.

Doch zumeist bleiben unlogische Marktentwicklungen auf kurze Phasen beschränkt, maximal einige Jahre. Irgendwann korrigieren sie sich im Normalfall wieder. Seit ungefähr 15 Jahren jedoch erleben wir an den Kapitalmärkten ein Phänomen, was zutiefst unlogisch scheint, sich bisher aber nicht wieder umkehrt: Investoren, die ihre Titel mittels einer Bewertungsanalyse auswählen, haben anhaltend eine schwache Wertentwicklung. Und es wird immer schlimmer.

### 2020 ist der bisherige Höhepunkt im Niedergang des Value-Investing

Besonders enttäuschend verlief bisher das Jahr 2020 für Value-Investoren. Anleger, welche die Suche nach unterbewerteten Aktien ins Zentrum ihrer Investmentstrategie gestellt hatten, lagen im ersten Halbjahr 10%-20% hinter einem Marktindex und schnitten damit so schlecht ab wie bisher noch nie – und zwar unabhängig davon, wie sie beim Value-Investing konkret methodisch vorgehen.

So verloren im ersten Halbjahr sowohl Warren Buffetts Holding Berkshire Hathaway wie auch an quantitativen Bewertungsfaktoren ausgerichtete Value-Fonds (in nebenstehender Darstellung beispielhaft durch den Vanguard Value Trust repräsentiert) deutlich stärker als der Markt. Hierfür war nicht nur eine Underperformance während der Corona-Krise verantwortlich. Schon vorher hatten sie relativ zu den repräsentativen Marktindizes zurückgelegen, wenn auch nicht ganz so deutlich.



Dieser Misserfolg des Value-Investing ist eigentlich sehr erstaunlich. Denn „Billig kaufen und teuer verkaufen“ ist im normalen Leben das banale Erfolgsrezept jeder erfolgreichen Geschäftstätigkeit. Und Value-Investing ist grundsätzlich nur die Übertragung dieses simplen Prinzips auf den Aktienmarkt: Es kann nicht falsch sein, unterbewertete Aktien zu kaufen, sofern es nicht irgendeinen Marktmechanismus gibt, der die Finanzmärkte immer weiter destabilisiert und Bewertungsdivergenzen dauerhaft verstärkt. Denn dies würde in letzter Konsequenz zu einem kompletten Zusammenbruch der Märkte führen, und der ist bisher ausgeblieben und auch nicht abzusehen. Warren Buffett hat das Prinzip des Value-Investing in seinen Schriften deshalb als „Tautologie“ bezeichnet.

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

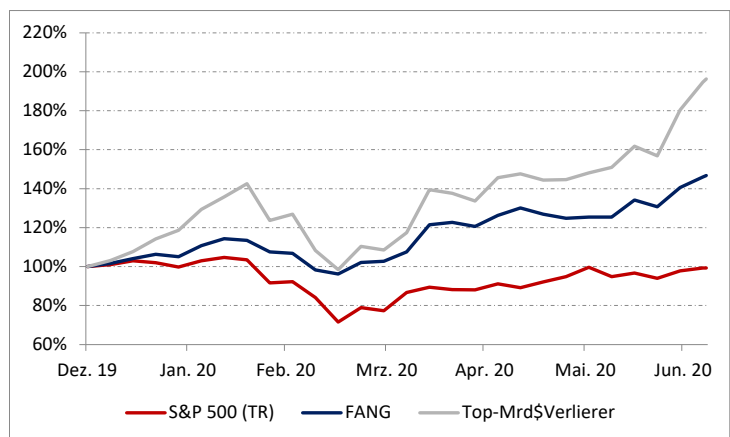
## „FANG“ und „Milliarden-\$-Verlierer“: „Anti-Value“ zeigt eine spektakuläre Outperformance

Der unterdurchschnittlichen Performance von Value steht in den vergangenen Jahren spiegelbildlich ein Phänomen gegenüber, das im Widerspruch zur Idee des Value-Investing steht: eine spektakuläre Outperformance von Aktien, die nach traditionellen Bewertungsmaßstäben als extrem übersteuert gelten – und die deshalb durchaus zurecht als „Anti-Value“ bezeichnet werden können.

Gerade im 1. Halbjahr 2020 verstärkte sich dieser Trend noch: Die Performance von „Anti-Value“ war so herausragend wie selten vorher.

Insbesondere zwei Gruppen repräsentieren hierbei diese Entwicklung:

- die großen US-Technologieunternehmen Facebook, Amazon, Netflix und Google, die mit der Abkürzung „FANG“ umschrieben werden (und manchmal auch gemeinsam mit Apple als FAANG-Aktien oder im Verbund mit Microsoft als FAMGA-Aktien abgegrenzt werden).
- Die „Milliarden-\$-Verlierer“: Unternehmen, die wie Tesla, Netflix oder NextEra zeitweise jährlich mehr als eine Milliarde US\$ negativen freien Cashflow hatten, also durch ihre Geschäftstätigkeit im Jahr mehr als 1 Mrd. US\$ „verbrannten“.



FANG= Facebook, Amazon, Netflix, Google (heute Alphabet)  
Top-Mrd\$Verlierer = Netflix, NextEra Energy, Tesla

Gemeinsamkeit aller dieser Unternehmen ist, dass ihre Investmentstory in irgendeiner Form auf einer Vision von Marktdominanz in Wachstumsmärkten beruht. Ihre Kurse steigen nicht wegen gesicherter Fakten oder belastbarer Unternehmenszahlen, sondern aufgrund von teilweise sehr vagen Vorstellungen für eine zwar noch weit entfernte, nichtsdestotrotz aber goldene Zukunft. Und je schlechter die Ertragszahlen für die Gegenwart sind, desto schneller steigen die Kurse.

## Die Taube auf dem Dach erscheint heute vielen Anlegern besser als der Spatz in der Hand

Auch in der Vergangenheit war es nicht ungewöhnlich, dass besonders aussichtsreiche Aktien höher bewertet waren als andere. Allerdings mussten diese Titel ihre Premium-Bewertung laufend durch eine herausragende operative Performance rechtfertigen – was langfristig nur wenigen gelang. Der frühere Erfolg des Value-Investing basiert nicht zuletzt darauf, dass diejenigen Firmen, die aufgrund enttäuschter Wachstumserwartungen einen Kurseinbruch erfahren mussten, konsequent vermieden wurden. Traditionelle Growth-Anleger konnten nur dann prosperieren, wenn ihnen der Fokus auf die wenigen kontinuierlich und profitabel wachsenden Titel gelang – was sich in der Praxis oft als weit aus schwieriger herausstellte als erfolgreiches Value-Investing.

Heutzutage gilt hingegen: Ob ein Unternehmen günstig bewertet ist oder profitabel wächst, scheint für den Investmenterfolg zweitrangig. Denn der Finanzmarkt favorisiert aktuell vor allem Firmen, die irgendwann in ferner Zukunft einmal ihren Markt dominieren könnten. Und je mehr sie heute dafür ausgeben, um diese Vision zu erreichen, umso besser kommt es bei Aktienkäufern an.

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Eine alte Redewendung, die auch immer wieder als Börsenweisheit benutzt wird, lautet: „Der Spatz in der Hand ist besser als die Taube auf dem Dach.“ Geringe, aber relativ sichere Gewinne sollen besser sein als hohe, jedoch sehr unsichere. Dieses bewährte Prinzip wird im Run auf „Anti-Value“ umgekehrt: Von einer Vision getriebene Aktien sind nichts anderes als die Tauben auf dem Dach: Sie versprechen fette Beute, sind aber nur schwer einzufangen.

Paradoxerweise hat gerade die allgemeine Verunsicherung während der COVID-19-Krise den Run auf die visionsgetriebenen Aktien verstärkt. Während früher in unsicheren Zeiten die defensiven Qualitäten etablierter Unternehmen bevorzugt wurden, passierte in der jüngsten Krise das genaue Gegenteil: Für Firmen, von denen vorwiegend in ferner Zukunft Gewinne erwartet werden, scheint eine triste Gegenwart kein Schrecken. Stattdessen könnten sie vom beschleunigten Strukturwandel besonders profitieren, noch schneller an den trägen Etablierten vorbeiziehen.

## **Value gegen Visionen: Signal für grundlegenden Wandel oder vorübergehende Erscheinung?**

Die starken Performancedivergenzen von Value-Titeln einerseits und Visions-getriebenen Aktien andererseits eröffnen zwei grundlegender Fragenkomplexe:

- Spiegelt die starke Outperformance der FANG-Aktien bzw. Milliarden- $\text{\$}$ -Verlierer einen grundsätzlichen Wandel in der Wirtschaft wieder und wird anhalten? Oder ist sie Zeichen eines spekulativen Exzesses, der bald enden wird?
- Gibt es neben dem Zurückfallen gegenüber den aktuellen Börsenfavoriten noch andere, strukturelle Gründe für die Underperformance von Value? Kann man in absehbarer Zeit auf ein Ende der Schwäche vom Value-Investing hoffen, oder halten diejenigen Faktoren, die es derzeit belasten, auf Dauer an?

Die aktuelle Ausgabe von *Mit ruhiger Hand* beschäftigt sich schwerpunktmäßig mit diesen Themen. Der Beitrag „**Nichts weniger als die Weltherrschaft**“ hinterfragt die Erfolgsgeschichte der FANG-Aktien und Milliarden- $\text{\$}$ -Verlierer. Im folgenden Text „**Kommt die Renaissance des Value-Investing?**“ werden die möglichen Gründe für die enttäuschenden Entwicklungen bei den verschiedenen Varianten des Value-Investmentstils analysiert. Weiterhin wird überprüft, inwieweit die Belastungsfaktoren Bestand haben bzw. überwunden werden können.

## Nichts weniger als die Weltherrschaft

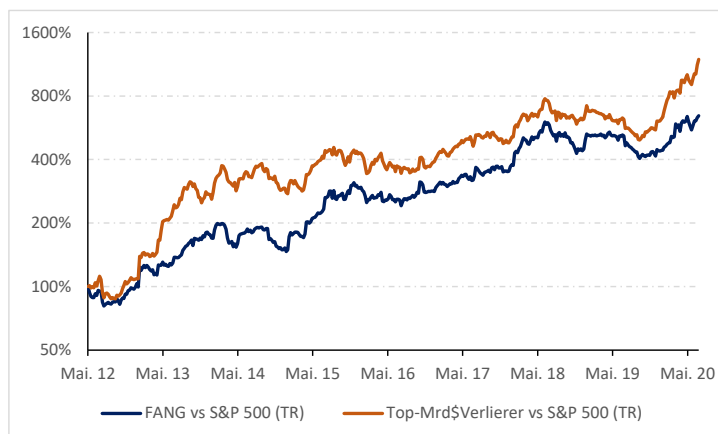
Von Karl-Heinz Thielmann

Einer der populärsten Börsen-Narrative des vergangenen Jahrzehnts war derjenige von den „Winner-take-all“-Märkten. Hierbei handelt es sich um Märkte, auf denen führende Unternehmen einen sich selbst verstärkenden Wettbewerbsvorsprung haben, der sie relativ frühzeitig gegenüber Konkurrenten uneinholbar macht. Dieser Vorteil soll den Marktführern eine dauerhaft hohe Profitabilität sichern, was ihre Aktien zu einem langfristig außergewöhnlich lukrativen Investment macht.

Sich selbstverstärkende Wettbewerbsvorsprünge liegen vor allem in Größenvorteilen und Netzwerkeffekten begründet. Beide Faktoren sind in der Technologiebranche sehr wichtig, weshalb vor allem für Unternehmen aus diesem Sektor angenommen wird, dass sie in „Winner-take-all“-Märkten aktiv sind. Als Erfolgsfaktoren für Marktdominanz gelten darüber hinaus auch noch starke globale Marken, politische Protektion sowie Unternehmenskulturen, die von aggressiven und dominanten Führungspersönlichkeiten geprägt sind.

### FANG und Milliarden-\$-Verlierer stehen für den Aufstieg von Welteroberungsaktien

#### FANG & Top-Mrd\$Verlierer: relative Entwicklung zu US-Aktien



FANG= Facebook, Amazon, Netflix, Google (heute Alphabet)  
Top-Mrd\$Verlierer = Netflix, NextEra Energy, Tesla

Der erste bekanntere Versuch, „Winner-take-all“-Aktien abzugrenzen, wurde im Jahr 2013 vom CNBC-Börsenkommentator Jim Cramer gemacht, der die Abkürzung FANG für die Gruppe der Aktien von Facebook, Amazon, Netflix und Google einführte. Er erkannte für diese Unternehmen eine bisher beispiellose Dominanz in ihren Internet-Wachstumsmärkten und leitete hieraus das Potenzial für spektakuläre Kurssteigerungen ab.

Inzwischen gehören die ursprünglichen FANG-Aktien der Marktkapitalisierung nach

zu den größten Unternehmen der Welt. Die Wertsteigerungen sind im Wesentlichen auf Kursgewinne zurückzuführen, was Jim Cramers These von 2013 zunächst zu belegen scheint. Gemessen an der Profitabilität entwickelten sich die Unternehmen aber sehr unterschiedlich. Während Facebook und das in Alphabet unbenannte Google durchaus bald mit Rentabilitätskennziffern aufwarten konnten, die ihre herausragende Stellung im Vergleich mit traditionellen Industrien bestätigten, blieb die Profitabilität bei Amazon und bei Netflix anhaltend niedrig. Nichtsdestotrotz war die Börsenperformance ausgerechnet bei den FANG-Werten mit der niedrigsten Rentabilität am besten.

Das Phänomen, das Unternehmen um so beliebter bei Investoren sind, je weniger sie er-

FANG & Mrd\$Verlierer: Kursenwicklung & hist. Rentabilität	Kursgewinn US\$ 5 Jahre bis 30.6.2020 in %	Free Cashflow-Umsatzrendite 2015 in %	Nettogewinn-Umsatzrendite 2015 in %
Amazon	524%	6,1%	0,6%
Netflix	385%	-13,6%	1,8%
Tesla	285%	-54,3%	-22,0%
Nextera	177%	-10,8%	15,7%
Alphabet (Google)	158%	21,2%	21,8%
Facebook	157%	33,9%	20,6%

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

wirtschaften, analysierten im Jahr 2017 die Journalisten von The Economist. Sie identifizierten 25 Unternehmen, die in den vorangegangenen Jahren jeweils über eine Milliarde US-\$ freien Cashflow innerhalb eines Geschäftsjahres verbrannt hatten – und von der Börse bzw. Private-Equity-Finanziers dafür zumeist mit spektakulären Wertsteigerungen belohnt wurden. Die britischen Journalisten bezeichneten diese spezielle Börsenkategorie als „Milliarden-\$-Verlierer“, um das einem normalen geschäftlichen Vorsichtsprinzip widersprechende Vorgehen in einem griffigen Titel zu charakterisieren.

Fünf Unternehmen waren für The Economist beim Vernichten von Anlegerkapital besonders herausragend: Chesapeake Energy, Netflix, NextEra Energy, Tesla und Uber. Diese Firmen hatten nicht nur einmalig Milliarden verbrannt, sondern ihre Verluste über viele Jahre aufgetürmt. Zusammen haben sie die gigantische Summe von 100 Mrd. US\$ innerhalb der 2017 vorangegangenen 10 Jahre verbrannt. Mit Ausnahme des erst 2019 an die Börse gegangenen Uber waren alle diese Unternehmen zumindest zeitweise herausragende Börsen-Highflyer. Bei Uber waren allerdings vor dem Börsengang die Bewertungen in den Venture-Capital-Finanzierungsrunden genauso in die Höhe geschossen wie bei den börsennotierten Firmen die Aktienkurse.

Lediglich bei Chesapeake Energy ist der Boom bereits zu Ende und die Vision hat sich in Luft aufgelöst: Seit Juni 2014 befand sich die Aktie in einem kontinuierlichen Abwärtstrend und hat inzwischen ihren kompletten Wert verloren; das Unternehmen durchläuft ein Insolvenzverfahren. Trotz des Absturzes von Chesapeake Energy haben jedoch die anderen 3 großen Milliarden-\$-Top-Verlierer mit einer längeren Börsenhistorie (Netflix, NextEra Energy, Tesla) eine derart herausragende Performance, dass die ganze Gruppe immer noch weit besser als der Gesamtmarkt und sogar besser als die FANG-Aktien war. Seit Ende 2019 sind die 3 Top-Milliarden-\$-Verlierer besser als alle anderen Aktienkategorien – insbesondere während der COVID 19-Krise.

**Ein guter Narrativ scheint besser als eine gute Bewertung – vor allem, wenn ein überzeugender Geschichtenerzähler ihn personifiziert**

Auffällig bei den Milliarden-\$-Verlierern ist, dass sie fast ausschließlich aus dem Technologie- oder aus dem Energiebereich kommen, also Sektoren, die von der derzeit stattfindenden Hinwendung zu neuen Basistechnologien besonders betroffen sind.

Neue Basistechnologien führen zu disruptiven Veränderungen in der Wirtschaft. Jeder der Milliarden-\$-Verlierer hat für sich einen Narrativ entwickelt, um Investoren zu überzeugen, dass das jeweilige Unternehmen von dem stattfindenden Technologiewandel nicht nur profitiert, sondern in seinem zukünftigen Markt der Hauptgewinner sein wird.

Neben dem Branchenfokus auf Technologie bzw. Energie identifizierte The Economist drei weitere wesentliche Unterscheidungsmerkmale der Milliarden-\$-Verlierer zu normalen Unternehmen:

1. Eine charismatische Führungspersönlichkeit, die für das Unternehmen nicht nur ein neuartiges Geschäftsmodell anpreist, sondern gleich damit verbunden einen visionären Weltveränderungsplan (wenn nicht sogar einen Welteroberungsplan).
2. Die Verwendung von unkonventionellen Erfolgskennziffern und kreativen Buchführungsmethoden, die vor allem darauf ausgerichtet sind, hohes Wachstum nach außen zu zeigen.

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

3. Der aggressive Einsatz von Finanzinnovationen und neuen Wegen der Investorenansprache, um breite Anlegerschichten zu gewinnen.

Eine herausragende Rolle spielen hierbei die charismatischen Unternehmerpersönlichkeiten. Ihre Überzeugungskraft ist notwendig, um viele unterschiedliche Anleger von ihrer Vision zu überzeugen. Elon Musk von Tesla verspricht eine führende Position in der Elektromobilität, Jim Robo von NextEra Dominanz bei Wind- und Solarenergie, Reed Hastings von Netflix das Fernsehen der Zukunft.

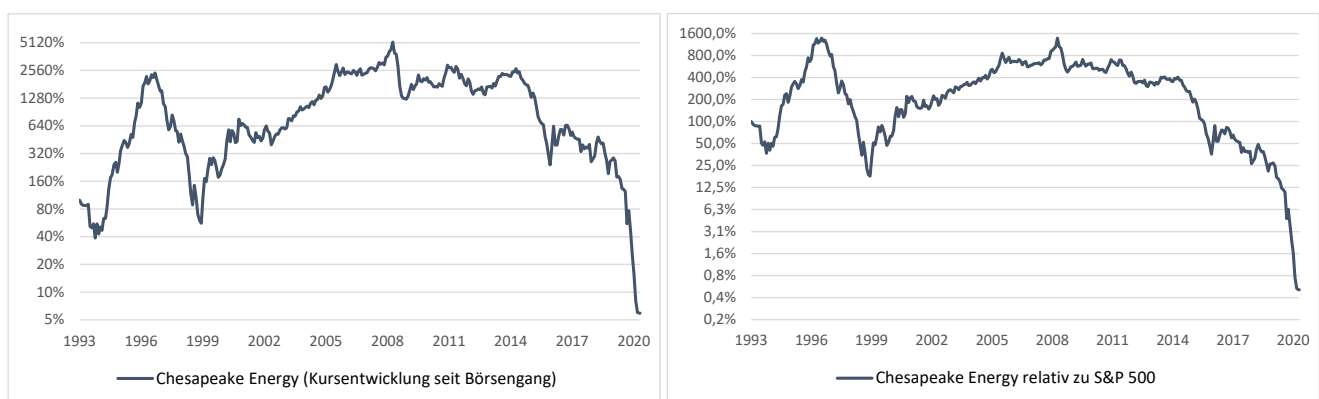
Hierbei ist die Selbstinszenierung durchaus unterschiedlich: Elon Musk gibt den exzentrischen Provokateur und hat einen Personenkult um sich etabliert, der demjenigen eines Rockstars ähnlich ist. Jim Robo von NextEra hingegen gibt sich betont konservativ und als Zahlenmensch. Sie verbindet allerdings, dass sie ihr Geschäft schneller und aggressiver vorantreiben als ihre Wettbewerber.

## Der Weg zu dauerhaftem Erfolg ist nicht so einfach wie die Vision suggeriert

Will man die Erfolgsaussichten der heutigen Börsenlieblinge beurteilen, lohnt sich ein Blick zurück auf historische Vorbilder. Denn selbst wenn der Begriff „Winner-take-all“ relativ neu ist, so ist das Streben nach schneller Marktdominanz ein bekanntes Phänomen. Im Folgenden werden deshalb die Fallbeispiele Chesapeake Energy und Microsoft dargestellt, deren Wachstum von großen Hoffnungen für Industrieführerschaft und spektakulären Börsengewinnen begleitet war – mit sehr unterschiedlichen Endergebnissen für die Anleger.

## Alles gewonnen, alles verloren: das Fallbeispiel Chesapeake Energy

Dass man durch aggressives Vorgehen bei der geschäftlichen Expansion, der Finanzierung und der Selbstvermarktung langfristig eine gesicherte marktbeherrschende Stellung erreichen kann, ist keineswegs gesichert. Grundvoraussetzung hierfür ist, dass ein erwarteter Wandel zu neuen Basistechnologien sich so vollzieht wie ursprünglich angenommen. Es kann aber auch ganz anders kommen, wie das Beispiel des Fracking-Pioniers Chesapeake Energy zeigt.



Im Energiesektor wurde vor zwanzig Jahren noch allgemein angenommen, dass „Peak-Oil“ demnächst bevorstehe; ein stagnierendes Angebot von Erdöl mit einer wachsenden Nachfrage nicht mithalten könnte. Um an bisher nicht erschließbare Öl- und Erdgasvorkommen heranzukommen, bot sich das sog. „Fracking“ als vielversprechende neue Basistechnologie an. Bei dieser Methode werden hydraulisch Risse in Öl- und Erdgas-haltigen Gesteinsschichten erzeugt, wonach die Energierohstoffe durch das Einspritzen von chemischen Flüssigkeiten gefördert werden können.

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

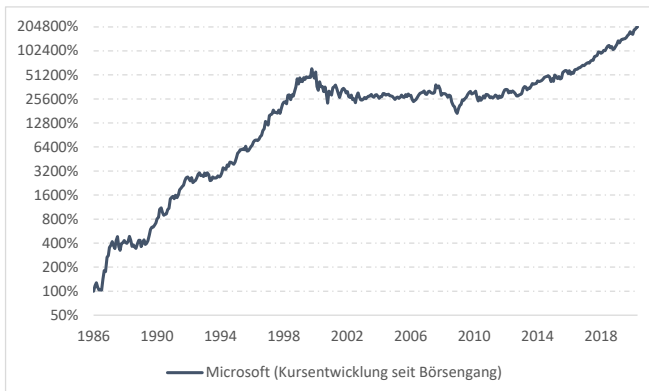
Der Pionier beim aggressiven Vorantreiben des Fracking war Chesapeake Energy unter Leitung des charismatischen Gründers Aubrey McClendon. Er war von der Vision getrieben, Erdgas, das mittels Fracking gefördert wird, in den USA zum Hauptenergieträger zu machen. Denn dies sollte die beste Energiequelle für die Zukunft sein: Einerseits sind die CO<sub>2</sub>-Emissionen verglichen mit anderen fossilen Energieträgern sehr gering. Andererseits können in den USA geförderte Energierohstoffe die politische Abhängigkeit von den OPEC-Staaten und Russland vermindern.

Die schnelle Erschließung von immer neuen Bohrstellen führte zu einem rapiden Wachstum. Von der Gründung 1989 bis 2013 wuchs Unternehmen zum zweitgrößten Öl- und Gasförderkonzern der USA. Die Expansion führte zu steil steigenden Kursen und machte McClendon zum Helden des Aktienmarktes. In 2011 nahm Forbes ihn sogar in den elitären „20-20-Club“ auf, der nur aus CEOs besteht, die in 20 Jahren eine durchschnittliche jährliche Rendite von mehr als 20% erwirtschaftet haben.

Im vergangenen Jahrzehnt jedoch wendete sich das Blatt: Fracking geriet durch Umweltprobleme immer stärker in Verruf. Die wachsende Wettbewerbsfähigkeit von regenerativer Energieerzeugung sowie wachsende Sorgen wegen des Klimawandels stellten zudem den Narrativ von Erdgas als bester zukünftiger Energiequelle infrage. Gegen McClendon wurden Vorwürfe wegen persönlicher Bereicherung und Gesetzesverstößen laut. Er musste die Firma 2012 verlassen, woraufhin es mit Chesapeake Energy stetig bergab ging. Einen Tag nach der offiziellen Eröffnung eines Ermittlungsverfahrens durch eine Grand Jury starb Aubrey McClendon im März 2016 bei einem schweren Autounfall unter dubiosen Umständen. Die Aktie von Chesapeake Energy verkam zum Penny Stock.

## Fallbeispiel Microsoft: Alles gewinnen ist nicht genug

Wenn es so etwas wie ein erfolgreiches historisches Vorbild für die heutigen „Winner-take-all“-Aktien gibt, so ist es Microsoft. Der Gesellschaft gelang es, in den 80er und 90er Jahren des vergangenen Jahrhunderts aufgrund eines sich selbst verstärkenden Wettbewerbsvorteils eine globale Dominanz bei Computer-Betriebssystemen zu erreichen. Dies wurde insbesondere in den späten 90ern mit spektakulären Kursgewinnen belohnt. Zur Jahrtausendwende war Microsoft mit einer Marktkapitalisierung von fast 600 Mrd. US\$ die wertvollste börsennotierte Firma der Welt. Mit einem Kurs-Gewinnverhältnis von 75 hatte sie allerdings ebenfalls eine sehr hohe Bewertung.



Mit dem Erfolg kamen auch die Probleme. Qualitätsmängel beim Hauptprodukt Windows, Vorwürfe und Strafverfahren wegen der Ausnutzung von Monopolmacht, unglückliche Akquisitionen, Bürokratisierung der Organisation sowie nachlassende Innovationsfähigkeit stellten die Erfolgsgeschichte

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

zeitweise infrage. Weiterhin kamen mit Smartphones und Tablets neue Rechnerarten auf den Markt, die den von Microsoft beherrschten Computern Konkurrenz machten.

Die Börsenperformance von Microsoft verlief dementsprechend nach 2000 zunächst sehr enttäuschend. Für über ein Jahrzehnt entwickelte sich die Aktie sowohl absolut (Abb. oben links) wie auch relativ zum Gesamtmarkt (Abb. oben rechts) schwach. Erst als Satya Nadella 2014 die Führung übernahm und Microsoft in Hinblick auf das aussichtsreiche Cloud-Geschäft neu positionierte, kam die Firma in die alte Erfolgsspur zurück.

Das Beispiel Microsoft zeigt, dass es für langfristigen Erfolg nicht reicht, Dominanz in einem spezifischen Markt zu erreichen, selbst wenn er so groß ist wie derjenige für Computer-Betriebssysteme. Nur die permanente Weiter- und Neuentwicklung von Geschäftsfeldern sichert bei Technologiefirmen den Erfolg. Weil es der Firma letztlich gelang, die Dominanz im Kerngeschäft zu behaupten und zudem neue Geschäftsfelder zu erschließen, ist sie heute wieder außerordentlich erfolgreich.

## **Folgen die heutigen „Winner-take-all“-Aktien Microsoft oder Chesapeake Energy?**

Die Beispiele Chesapeake Energy und Microsoft zeigen relativ deutlich, dass die allgemeine Euphorie für Visionsaktien sehr problematisch ist. Bei beiden gab es starke Kursgewinne, solange die Unternehmens-Vision noch Fantasie war. Bei Chesapeake Energy folgte auf das Scheitern der Totalabsturz, bei Microsoft folgte trotz Realisierung der Vision eine längere Phase schlechter Aktienperformance.

Bei Chesapeake Energy wird zudem deutlich, dass der Technologiewandel Fluch und Segen zugleich sein kann. Bloß weil man Marktführer in einer disruptiven Technologie ist, heißt dies noch lange nicht, dass man sich damit langfristig durchsetzt. Denn zum einen wurde beim Fracking die Einführung aggressiv vorangetrieben, ohne sich um die negativen Nebenwirkungen der Umweltschäden zu kümmern. Hiermit wurden hohe Folgekosten verursacht und der Ruf dieser Technologie in der Öffentlichkeit ruiniert. Zum anderen hat sich die Energieerzeugung durch regenerative Quellen stark weiterentwickelt, sodass die nächsten disruptiven Technologien für die zukünftige Energieversorgung schon bereitstanden, bevor Fracking zu Gewinnen führen konnte.

Der Fall Chesapeake Energy zeigt zudem, wie gefährlich es sein kann, sich von einer charismatischen Unternehmerpersönlichkeit wie Aubrey McClendon blenden zu lassen. Er war gerade deswegen so überzeugend, weil er an seine Vision selbst glaubte. Dummerweise hatte er sich aber geirrt. Dass es ihn mit seiner Firma in den Abgrund riss, kann für seine früheren Anhänger kein Trost sein.

Microsoft hat globale Marktdominanz erreicht, verteidigt und in neue Geschäftsfelder expandiert. Dennoch war die Erfolgsgeschichte an der Börse nicht gradlinig. Die beste Performance hatte die Aktie, als Microsoft in den 90er Jahren um die Dominanz kämpfte. Als die Vorherrschaft erreicht war, konnte das Unternehmen mit den inzwischen überzogenen Markterwartungen nicht mehr mithalten und die Kursentwicklung enttäuschte für mehrere Jahre.

## **Visionsaktien leben von der Fantasie, nicht von der Realität**

Der zukünftige Börsenerfolg der FANG-Aktien und Milliarden- $\text{\$}$ -Verlierer hängt vor allem davon ab, ob und wann der Traum globaler Dominanz einem Realitäts-Check unterworfen wird. Auch ein Erfolg ist keine Garantie, dass die Kurse weiter nach oben gehen. Selbst wenn die Welteroberung erreicht wird, muss diese ausgebaut und weiterentwickelt werden.



# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Facebook und das in Alphabet umbenannte Google sind dem Ziel globaler Dominanz in ihren jeweiligen Märkten am nächsten – und ihre Aktienperformance der aktuellen Börsenlogik entsprechend verglichen mit den anderen Visonsaktien am schwächsten. Bei ihnen ist die aktuelle Profitabilität bereits sehr hoch. Die Finanzlage ist bei beiden ausgezeichnet: Die Liquiditätsreserven übersteigen die Verbindlichkeiten bei Weitem, daher haben sie eine hohe negative Nettoverschuldung.

Inzwischen zeigen sich ähnliche Probleme wie bei Microsoft zu Beginn der 2000er Jahre: Weltweit formiert sich politischer Widerstand gegen angebliche Missbräuche der Monopolmacht. Beide Firmen haben Schwierigkeiten, neue signifikante Geschäftsfelder zu entwickeln. Die Bürokratisierung der internen Abläufe nimmt zu, die Mitarbeiterzufriedenheit geht zurück.

Finanzkennzahlen per 31.12.2019	Gesamt-Verschuldung Mrd.US\$	Netto-Verschuldung Mrd.US\$	Umsatz Mrd.US\$	Netto-Gewinn Mrd.US\$	Free Cashflow (incl. Akquisitionen) Mrd.US\$	Nettoverschuldung zu Eigenkapital in %	Free Cashflow Umsatzrendite in %
Alphabet (Google)	74,5	-45,2	161,9	34,3	28,4	-22%	17,6%
Amazon	163,2	108,2	280,5	11,6	23,4	174%	8,3%
Facebook	32,3	-22,5	70,7	18,5	20,7	-22%	29,3%
Netflix	26,4	20,2	20,2	1,9	-3,3	267%	-16,2%
NextEra	76,3	75,7	19,2	3,4	-9,3	183%	-48,5%
Tesla	26,2	19,9	24,6	-0,9	1,0	267%	3,9%

Amazon hat innerhalb der hier betrachteten Unternehmen eine Sonderstellung, weil es nicht nur in einem Markt Dominanz anstrebt, sondern gleich in mehreren. Hierfür ist vor allem Gründer und Hauptaktionär Jeff Bezos verantwortlich, der in den vergangenen 25 Jahren immer wieder frühzeitig neue Geschäftsmöglichkeiten im Internet identifiziert hat sowie dann schnell und entschlossen in neue Märkte vorgestoßen ist. Wie kein anderes Unternehmen verkörpert Amazon den Anspruch, vom digitalen Wandel der Gesellschaft zu profitieren, unabhängig davon, wohin er sich entwickelt.

Ein heutiges Investment in die Aktie spiegelt daher vor allem die Erwartung wieder, dass Amazon auch weiterhin dynamisch neue Geschäftsfelder entdecken und entwickeln kann. Denn in seinen bisherigen Hauptmärkten hat Amazon zwar inzwischen hohe Anteile erreicht (ca. 40% beim Online-Handel USA; ca 30% bei Cloud-Servern), allerdings keine eindeutige Vorherrschaft. Beim Cloud-Dienst AWS konnte eine anfänglich dominante Stellung nicht verteidigt werden, die Konkurrenzangebote von Google und Microsoft haben zuletzt stark aufgeholt. Im Online-Handel wächst Amazon nach wie vor stark, allerdings vor allem auf Kosten des stationären Handels. Hier entsteht inzwischen aber eine zunehmend ernst zu nehmende Konkurrenz: Traditionelle Handelsketten haben in den vergangenen Jahren ihr Online-Angebot stetig verbessert; in Hinblick auf die Digitalisierung werden Home Depot und Walmart von Marktforschern wie der Gartner Group inzwischen ähnlich gut bewertet wie Amazon.

Viel stärker als Amazon ist inzwischen Netflix in die Defensive geraten. Den Disney hat mit seiner neuen Streaming-Plattform Disney Plus einen starken Konkurrenten geschaffen, der für viele Zuschauer aufgrund seiner umfangreichen Programmbibliothek attraktiver ist. Zwar verhalf die Corona-Krise Netflix kürzlich noch zu starkem Abonnentenwachstum. Allerdings darf bezweifelt werden, dass dies zur Etablierung von Dominanz reicht. Wahrscheinlicher ist, dass Netflix irgendwann einmal Teil eines globalen Oligopols von Streaming-Anbietern mit Disney Plus und Amazon Prime wird. Dies

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

kann attraktiv sein, ob es allerdings reicht, die momentane Marktkapitalisierung von fast 220 Mrd. US\$ (immerhin etwas höher als beim Disney-Konzern) zu rechtfertigen, kann bezweifelt werden.

Am fantastischsten ist im Moment noch die Vision bei Tesla. Zwar ist der Konzern Pionier bei der Elektromobilität und dem autonomen Fahren. Allerdings ist im Moment völlig unklar, ob sich dies in zukünftige Marktführerschaft umsetzen lässt: Zum einen gibt es starke Zweifel, ob sich Elektromobilität in der derzeitigen Form als zukünftige Antriebstechnik für Autos überhaupt durchsetzt. Weiterhin entsteht starke Konkurrenz: Traditionskonzerne wie Toyota oder VW haben ihre Aufholjagd bei der Elektromobilität gestartet. Neue Wettbewerber aus China wie Geely oder BYD verfügen über erhebliche Kostenvorteile und genießen staatliche Unterstützung. Trotzdem ist Tesla inzwischen mit einer Marktkapitalisierung von fast 260 Mrd. US\$ wertvollster Automobilkonzern der Welt. Damit wird sogar Toyota deutlich übertroffen, obwohl der japanische Konzern mehr als 20mal so viele Autos verkauft, hochprofitabel ist sowie führend bei Autos mit Brennstoffzellenantrieben.

Völlig anders ist die Lage bei NextEra, wo die bereits erreichte Marktposition relativ ungefährdet scheint und von möglicher Konkurrenz wenig zu fürchten ist. Enttäuschungspotenzial ergibt sich vor allem daraus, dass die negativen freien Cashflows aus hohen Investitionen in langfristig angelegte Projekte resultieren, deren Rückflüsse erst in sehr weiter Zukunft liegen. Hier lauern Gefahren, bei denen eine Marktdominanz wenig nützt, wie z. B. bilanzielle Bewertungsrisiken, Zinssteigerungen, Projektrisiken, neue disruptive Technologien, Klimawandel und Regulierungsänderungen.

Natürlich kann derzeit noch nicht prognostiziert werden, wann jeweils die Stunde der Wahrheit für die besprochenen Firmen kommt. Investoren in diesen Titeln sollten jedoch mental darauf vorbereitet sein, dass sie schon in näherer Zukunft kommen kann. Gerade weil die Markteuphorie im Moment so hoch ist, steigt die Gefahr eines heftigen Rückschlags.

Sie sollten sich weiterhin im Klaren sein, dass bei einer Enttäuschung der Vision hohe Verluste drohen: Nicht alle der genannten Titel werden die in sie gesetzten Erwartungen erfüllen. Speziell die Kurse der Milliarden-\$-Verlierer NextEra, Netflix und Tesla haben eine sehr rosige Zukunft vorweggenommen, die nur schwer zu realisieren sein wird.

Und selbst die Verwirklichung der Vision garantiert nicht, dass immer weiter hohe Gewinne an der Börse folgen. Dies gilt insbesondere bei den bereits schon sehr ambitioniert bewerteten Titeln. Mit hohen Kursschwankungen ist daher auf jeden Fall zu rechnen, unabhängig von der tatsächlichen Unternehmensentwicklung.

Wenn aber Unternehmen Marktdominanz nicht nur erreichen, sondern auch verteidigen und weiterentwickeln können, sind und bleiben sie eine herausragende Langfristanlage, für die jeder Kursrückschlag eine Kaufgelegenheit darstellt.

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

## Kommt die Renaissance des Value-Investing?

Von Karl-Heinz Thielmann

Die derzeitigen Performanceprobleme des Value-Investing kontrastieren auffällig mit der Erfolgsgeschichte dieser Anlagephilosophie im 20. Jahrhundert. Denn trotz teilweise gravierender Unterschiede in der konkreten Methodik hatten Value-Anleger bis zum Anfang des 21. Jahrhunderts normalerweise eine herausragende Langfristperformance erzielt.

Die Grundidee des Value-Investing geht auf Benjamin Graham zurück. Er entwickelte sie während der Weltwirtschaftskrise in den 30er Jahren und brachte sie in seinen Büchern „Security Analysis“ (1934; mit Graham Dodd) sowie „The Intelligent Investor“ (1949) einer breiten Öffentlichkeit nahe.

Laut Graham gibt es einen finanzanalytisch bestimmbareren „Inneren Wert“ für eine Aktie, der auf der Ertragskraft basiert. Unterschätzt der Finanzmarkt die Werttreiber für ein Unternehmen, kommt es zu einer Unterbewertung – der Marktwert ist deutlich niedriger als der Innere Wert. Diese Unterbewertung stellt eine gute Einstiegsmöglichkeit für langfristige Anleger dar. Denn es ist zu erwarten, dass der Markt irgendwann wieder den wahren Wert einer Anlage erkennt, worauf der dann einsetzende Prozess einer Neubewertung zu einer überdurchschnittlichen Performance führt.

Weiterhin – und dieser Aspekt war dem durch die Erfahrung der Weltwirtschaftskrise in den 30er Jahren stark beeinflussten Benjamin Graham sehr wichtig – soll die niedrige Bewertung als „Sicherheitsmarge“ eine Absicherung gegenüber negativen Überraschungen wie Markteinbrüchen oder eigenen Fehleinschätzungen darstellen: Denn teure Aktien sind für sind hierfür besonders anfällig und können im Fall einer negativen Überraschung stark und dauerhaft abstürzen. Bei Value-Titeln hingegen vergrößert sich bei einem zwischenzeitlichen Kursrückgang nur die Unterbewertung, womit sich die Chance auf eine starke Gegenbewegung erhöht.

Grundlage zur Bestimmung des Inneren Wertes können Prognosen oder Erwartungen bezüglich der zukünftigen Entwicklung eines Unternehmens sein. Benjamin Graham warnte jedoch davor, hierauf zu vertrauen. Denn die Zukunft sei grundsätzlich unsicher und unvorhersagbar. Für Graham reflektieren Prognosen bzw. Versuche zu prognostizieren vor allem das Marktsentiment. Sie kreieren sogar Bewertungsfehler für Aktien, da sie immer entweder zu optimistisch oder zu pessimistisch sind.

Insbesondere kritisch sah er Analysten und Fondsmanager, die nach Unternehmen mit den besten Wachstumsmöglichkeiten suchten. Seiner Ansicht nach führte die Fixierung dieser Kapitalmarktexperten auf Investmentnarrative und kurzfristige Wachstumserwartungen zu einer systematischen Überbewertung von populären Aktien. *[Anm.: Die jüngsten Vorkommnisse um die bis kurz vorm Ende unverbesserlich optimistischen Analysten bei Wirecard kann man durchaus als Bestätigung dieser Ansicht sehen.]* Bei unpopulären Aktien mit niedrigen Bewertungen hingegen eröffnet sich aus der Vernachlässigung bzw. Ablehnung eine Investmentchance, weil sie unterschätzt werden.

Für die konkrete Anlageentscheidung zur Ausnutzung einer Unterbewertung griff Graham daher nicht auf prognosebasierte Bewertungsansätze zurück. Er verwendete stattdessen quantitative Bewertungsrelationen auf der Basis historischer Bilanz- und Ertragszahlen, die seiner Ansicht nach besser geeignet waren, den Wert einer Anlage zu erfassen.

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Hierzu zählten für Graham Bewertungs-Kennziffern wie das Kurs-Gewinnverhältnis (es sollte lt. Graham bei defensiven Anlagen maximal 15 betragen) und das Preis-Buchwertverhältnis (es sollte lt. Graham bei defensiven Anlagen maximal 1,5 betragen); aber auch Finanz-Qualitätskriterien, wie z. B. die Liquiditätsquote. Weiterhin sollten Unternehmen über einen etablierten Track-Record in Hinblick auf regelmäßige und stabile Gewinnsteigerungen sowie Dividendenerhöhungen verfügen.

*[Anm.: Für Verwirrung sorgt heutzutage oftmals, dass es die sog. Graham-Regel zur Bestimmung des Inneren Wertes  $IW = EPS \cdot (8,5 + 2 \cdot g)$  gibt, die eine Prognose enthält (mit:  $IW$  = Innerer Wert;  $EPS$  = Gewinn je Aktie der letzten 12 Monate;  $8,5$  = der nach Graham „fairen“ KGV-Bewertung für eine Firma ohne Wachstum; sowie  $g$  = konservativ geschätzte langfristige Gewinnwachstumsrate). Diese Formel war von Graham ausdrücklich nicht als seriöses Bewertungsinstrument zur Grundlage von Anlageentscheidungen gedacht, sondern nur als Faustregel zur Illustration seiner Gedankengänge.]*

Allerdings zeigte sich mit der Popularisierung von Grahams Ansatz, dass die von ihm ursprünglich formulierten Investmentkriterien an den Finanzmärkten schon bald immer weniger geeignet waren, attraktive Investments zu identifizieren. Zu wenige Firmen erfüllten gleichzeitig die von ihm geforderten Kriterien. In den 60er und 70er Jahren wurde sein Ansatz deshalb von einer neuen Generation professioneller Value-Investoren abgewandelt und an die Kapitalmarktverhältnisse angepasst.

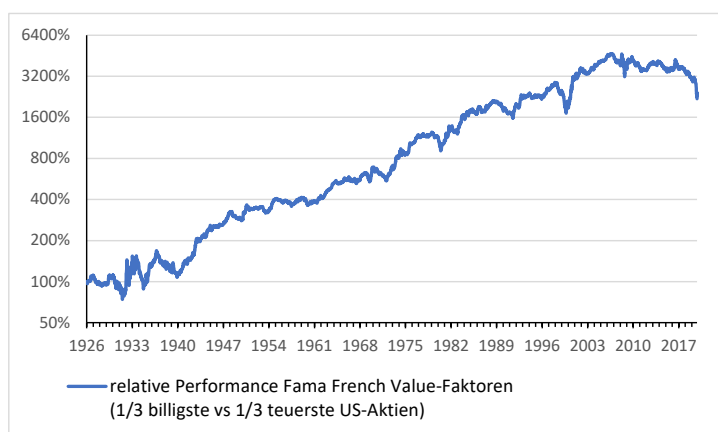
Hierbei entwickelten sich die Value-Investoren in ihren Vorgehensweisen stark auseinander, sodass sich inzwischen zwei methodisch sehr verschiedene Gruppen unterscheiden lassen: das Value-Faktor-Investing sowie das qualitative Value-Investing.

## **Value-Faktor-Investing (ebenfalls bekannt als systematisches Value-Investing):**

Beim Value-Faktor-Investing werden Aktieninvestments auf der Basis von Bewertungskennziffern ausgewählt, die im Bezug zum Gesamtmarkt niedrig ausfallen. Im Gegensatz zu Graham werden Aktien nicht aufgrund einer absolut gesehen niedrigen Bewertung ausgewählt, sondern die jeweils relativ günstigsten Titel bevorzugt.

Hierbei wird in der Regel breit gestreut in eine Vielzahl von sehr unterschiedlichen Unternehmen angelegt. Weiterhin wird regelmäßig (und oft auch viel) umgeschichtet, da sich die relativen Bewertungen aufgrund von Kursschwankungen laufend ändern. Dieser Ansatz ist insbesondere durch die Untersuchungen der Ökonomen Fama und French bekannt geworden.

Die Methodik von Fama und French ist sehr transparent und gut nachvollziehbar, was stark zur Popularisierung des Value-Gedankens beigetragen hat. Da sie ausschließlich auf dem Screening von Finanzdatenbanken mittels klar definierter Kriterien basiert, eignet sie sich ebenfalls gut für die Konstruktion von sog. Value-Indizes. Diese wiederum sind die Grundlage für die bei vielen Anlegern sehr beliebten Value-Indexfonds.



Datenquelle: Kenneth R. French Data Library

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Überschneidungen mit dem Growth-Investing sind nach Fama und French nicht möglich, da sie Growth als „teuer“ und damit als das genaue Gegenteil von Value definieren.

Die Performance der von Fama und French ermittelten Value-Faktoren war bis 2007 – abgesehen von einigen kurzen Unterbrechungen wie während der Internetblase 1999/2000 – herausragend. So zeigen ihre empirischen Tests, dass die Portfolios mit dem billigsten Drittel des US-Aktienmarktes das teuerste Drittel des US-Aktienmarktes von 1926 bis 2007 um ca. das 50fache geschlagen haben.

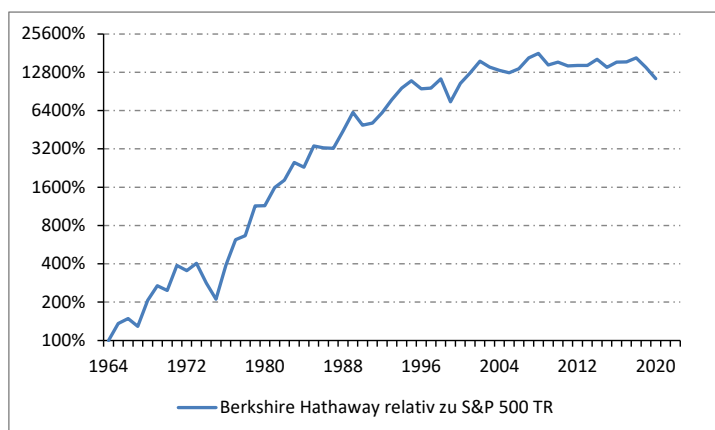
Mit der Finanzkrise 2008 wendete sich jedoch das Blatt für das Value-Faktor-Investing: Während und nach der Krise entwickelte es sich unterdurchschnittlich, was im Widerspruch zu der von Graham postulierten Absicherungsfunktion des Value-Investing stand. Und auch lange nach Überwindung der Finanz-Krise fielen die billigen Value-Faktor-Titel immer weiter zurück; der Rückschlag akzelerierte im jüngsten Corona-Crash sogar noch.

## Qualitatives Value-Investing

Beim qualitativen Value-Investing werden fokussierte Investments in relativ wenigen Unternehmen mit einer moderaten Bewertung und einer starken Wettbewerbsposition vorgenommen. Umschichtungen sind eher selten. Hierbei wird angenommen, dass der Finanzmarkt herausragende Unternehmen systematisch unterschätzt, weil ein aus dauerhaften Wettbewerbsvorteilen resultierender Profitabilitätsvorsprung normalerweise missverstanden wird. Bei der Identifikation dieser Unternehmen werden sowohl Bewertungskriterien wie auch qualitative Einschätzungen verwendet.

Diese Form von Value-Investing kann ebenfalls Aktien einbeziehen, die im Rahmen des Faktor-Ansatzes nicht als billig erscheinen, sofern sie über außerordentliche Wettbewerbsvorteile verfügen. Warren Buffett hat dieses Prinzip einmal so formuliert: „*Es ist besser, ein großartiges Unternehmen zu einem mäßigen Preis zu kaufen als eine mäßige Firma zu einem großartigen Preis.*“

Insofern sind Überschneidungen mit dem Growth-Investing möglich; Aktien können nach diesem Ansatz gleichzeitig sowohl Value wie Growth sein. Weiterhin werden billige Aktien ausgeschlossen, wenn es strukturelle Gründe für die niedrige Bewertung gibt; wie z. B. Wettbewerbsnachteile, unsolide Bilanzen, schrumpfende Märkte, etc. Prominenteste Vertreter dieses Ansatzes sind Warren Buffett mit seiner Beteiligungsgesellschaft Berkshire Hathaway sowie Seth Klarman mit dem Hedgefonds Baupost.



Datenquelle: Berkshire Hathaway Geschäftsbericht 2019; aktuelle Börsendaten

Analysiert man die Performance des qualitativen Value-Ansatzes (wie beispielsweise bei Berkshire Hathaway in der obigen Abbildung), stellt man fest, dass die Performance in den vergangenen Jahren zwar viel besser war als beim Value-Faktor-Investing, aber keinesfalls als herausragend gelten kann. Warren Buffett konnte lediglich bis in die Finanzkrise 2008 hinein eine überdurchschnittliche Performance erzielen, fiel seitdem jedoch zurück. Enttäuschend war insbesondere die schlechte Ent-

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

wicklung während der Corona-Krise: Denn gerade in Krisenzeiten soll Value-Investing ja eigentlich eine Absicherungsfunktion haben, und im Gegensatz zu 2008 wurde dieses Ziel 2020 klar verfehlt.

## **Was sind die Gründe für die enttäuschende Performance vom Value-Investing?**

Charlie Munger von Berkshire Hathaway hat einmal formuliert: „*Jede intelligente Anlage ist ein Value-Investment – man kauft mehr als man dafür bezahlt.*“ Heißt der anhaltende Misserfolg des Value-Investing im Umkehrschluss, dass wir jetzt in einer Zeit leben, in der Dummheit systematisch gewinnt? Oder gibt es stichhaltige Gründe dafür, dass das Erfolgsprinzip des Value-Investing gebrochen ist und Bewertungen für die Einschätzungen von Aktien keine Rolle mehr spielen?

Wenn man davon ausgeht, dass allgemein zunehmende Dummheit keine ausreichende Begründung dafür ist, dass Value-Investing heutzutage nicht mehr so gut zu funktioniert wie noch vor einigen Jahrzehnten, sind fünf Erklärungsansätze hierfür denkbar, die im weiteren Text erläutert werden:

- Die vergangenen Erfolge von Value-Investing waren nur zufällig, da die Finanzmärkte grundsätzlich effizient sind.
- Mit steigender Popularität des Value-Investing zu Beginn des 21. Jahrhunderts haben zu viele Anleger mit diesem Stil einen einfachen Weg zu Börsenerfolgen gesucht. Hierdurch wurden Bewertungseffizienzen nivelliert und die Aussagekraft von Value-Kriterien verkehrte sich ins Gegenteil.
- Die Methoden, mit denen im Value-Investing üblicherweise Unterbewertungen festgestellt werden, sind nicht mehr zeitgemäß. Bewertungskriterien wie Kurs zu Buchwert, das Kurs-Gewinn-Verhältnis oder die Dividendenrendite haben durch Veränderungen am Kapitalmarkt an Aussagekraft eingebüßt.
- Die Funktionsweise der Kapitalmärkte ist derart grundlegend gestört, dass es keine Tendenz zur Korrektur eines unterbewerteten Aktienkurses mehr gibt.
- In einer Phase starken industriellen Strukturwandels – wie wir sie im Moment haben – geben Value-Kriterien grundsätzlich Fehlsignale. Denn für den Investorfolg kommt es momentan weniger darauf an, auf günstige Aktien zu setzen, als auf die Gewinner von morgen.

## **Value-Performance kann kein Zufall sein – im guten wie im schlechten**

Vertreter der in akademischen Kreisen populären Vorstellung von „effizienten Märkten“ halten Out-performance von aktiven Fondsmanagern für zufällig, egal ob sie nach dem Value-Stil vorgehen oder eine andere Methodik verfolgen. Langfristig überdurchschnittlich erfolgreiche Portfoliostrategien sind für sie statistische Anomalien, die für das Gesamtbild nicht relevant sind.

Allerdings zeigen sowohl die empirischen Tests von Fama, French und anderen Akademikern für Value-Faktoren sowie die vorliegenden Performancedaten einer Vielzahl von langfristig außerordentlich erfolgreichen Value-Investoren (neben Buffett und Graham z. B. John Neff, Walter Schloss, Seth Klarman und viele andere mehr) zu konsistente Ergebnisse, als dass die Performance auf Zufall beruhen könnte: Sowohl der kontinuierliche Erfolg von Value-Investing vor der Finanzkrise wie auch die anhaltenden Probleme danach sind zu eindeutig und zu regelmäßig, als dass sie zufällig sein können. Zufall spielt keine Rolle für das Anlageergebnis von Value-Investing; dies gilt sowohl beim Erfolg wie beim Misserfolg.

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

## Ist Value-Investing dem „Fluch des Siegers“ erlegen?

Der „Fluch des Siegers“ ist ein an den Finanzmärkten wohlbekanntes Phänomen: Bewährte Erfolgsstrategien versagen, wenn zu viele Anleger hiervon profitieren wollen. Denn sie basieren i.d.R. darauf, dass Marktineffizienzen ausgenutzt werden. Diese können aber nur dann längerfristig auftreten, wenn sie unentdeckt bleiben oder nur sehr wenige Anleger sie ausnutzen. Je mehr Investoren versuchen, dies zu tun, desto weniger kann die Gesamtheit profitieren. Sind es zu viele, kehren sich die Erfolgsfaktoren um. Eine bisherige Gewinnstrategie führt dann sogar zum Misserfolg.

Der „Fluch des Siegers“ traf Value-Investing schon relativ früh, weil Benjamin Grahams Originalkriterien schon bald nach Veröffentlichung kaum noch zur Entdeckung von interessanten Gelegenheiten führten. Dies war auch der Grund, warum die Nachfolger von Graham in den 60er und 70er Jahren des vergangenen Jahrhunderts seine Ideen in neuen Konzepten mit anderen Kriterien abwandelten.

Allerdings waren die Möglichkeiten dieser Generation von Value-Investoren vor der Finanzkrise ebenfalls ausgereizt. Dies galt insbesondere für das Value Faktor-Investing. Die vor Kurzem veröffentlichte Analyse *„Reports of Value’s Death May Be Greatly Exaggerated“* der Ökonomen Robert D. Arnott, Campbell R. Harvey, Vitali Kalesnik und Juhani T. Linnainmaa untersuchte historische Bewertungsunterschiede zwischen teuren und billigen Aktien am US-Aktienmarkt. Sie fanden heraus, dass der Bewertungsunterschied von Value-Titeln zu teuren Aktien im US-Aktienmarkt im Jahr 2007 so niedrig war wie noch nie vorher. Als alle Aktien ähnlich bewertet waren, machte die Fokussierung auf relativ billige Titel wenig Sinn, da dann die Bewertungsanalyse nur eine ungenügende Differenzierung bot. In der Begrifflichkeit von Benjamin Graham ausgedrückt: Es gab keine ausreichend große Sicherheitsmargen mehr. Insofern ist es kein Wunder, dass Value-Faktor-Investing sowie daran angelehnte Konzepte ab 2007 enttäuschende Resultate produzierten.

Ein Grund für diese starke Einengung der Bewertungsdifferenzen dürfte sein, dass Anfang der 2000er Jahre mit der steigenden Popularität von Indexfonds auch eine Reihe von Value-Indexfonds aufgelegt wurde. Sie wurden Anlegern als einfacher Weg zu dauerhaften Börsenerfolg verkauft und führten zu einem massiven Zustrom von Anlagegeldern. Value-Investing wurde hiermit zum Massenprodukt – womit die Grundvoraussetzung für den „Fluch des Siegers“ erfüllt wurde.

Für die mäßige Performance von qualitativen Value-Anlegern wie Warren Buffett oder Seth Klarman gibt der „Fluch des Siegers“ allerdings keine Erklärung. Sie haben in der Vergangenheit konkrete Anlagekriterien immer wieder flexibel an Marktveränderungen angepasst, um jeweils aktuelle Ineffizienzen besser ausnutzen zu können. Damit konnten sie dem „Fluch des Siegers“ ausweichen, was zumindest teilweise erklärt, warum sie sich besser geschlagen haben als Value-Faktor-Investing.

Weiterhin bleibt unerklärt, warum der „Fluch des Siegers“ nach einer Normalisierung der Verhältnisse nicht einfach wieder aufhört. Denn in *„Reports of Value’s Death May Be Greatly Exaggerated“* wird ebenfalls gezeigt, dass die Bewertungsdivergenzen derzeit so hoch sind wie noch nie in der Börsengeschichte. Dennoch akzeleriert die Underperformance von Value weiter. Der „Fluch des Siegers“ kann somit nur eine Teilerklärung für den Beginn des Niedergangs vom Value-Investing liefern, aber nicht für die Fortsetzung der Schwäche in den vergangenen Jahren.

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

## Die traditionellen Value-Bewertungskriterien haben den Wandel der Zeiten schlecht überstanden

Dividendenrendite, Preis zu Buchwert und das Kurs-Gewinn-Verhältnis sind Bewertungskriterien, die für Value-Anleger traditionell eine große Rolle spielen, um Unterbewertungen festzustellen. Allerdings ist es in den vergangenen Jahrzehnten zu drei Entwicklungen gekommen, welche die Aussagekraft dieser Kennzahlen zunehmend einschränken: die steigende Bedeutung von immateriellen Anlagegütern; die wachsende Popularität von Aktienrückkäufen sowie die zunehmende Verwendung von Gewinnadjustierungen.

Marken, Forschungsergebnisse oder Bewertungsprämien bei Akquisitionen sind immaterielle Vermögenswerte, die bei vielen großen börsennotierten Unternehmen wichtige Wertkomponenten sind. Ihre Bedeutung ist insbesondere im Technologiebereich sowie bei Markenartiklern hoch und wächst aufgrund der zunehmenden Bedeutung dieser Gruppen kontinuierlich.

Während Anschaffungskosten und Abschreibungen relativ genauen Aufschluss über die Bewertung von Sachanlagen geben, sind die Bewertungsansätze für immaterielle Vermögenswerte widersprüchlich: Selbst geschaffene Werte können nur im Ausnahmefall bilanziert werden, z. B. bei aktivierten Forschungskosten. Zugekaufte immaterielle Vermögenswerte hingegen werden voll als Goodwill bilanziert – und müssen nicht unbedingt abgeschrieben werden. Dies schlägt sich im Buchwert nieder: Firmen mit selbst geschaffenen immateriellen Werten können einen Buchwert haben, der nicht den tatsächlichen Wert des Unternehmens reflektiert und viel zu niedrig ist. Das Kurs-Buchwert-Kriterium zeigt sie teurer, als sie wirklich sind. Umgekehrt verhält es sich bei Firmen mit vielen Zykäufen: Ihr Buchwert kann durch Goodwill künstlich aufgebläht sein, sie erscheinen viel zu billig.

Das Kurs-Buchwert-Verhältnis führt somit heutzutage zu einer systematischen Fehleinschätzung in der Bewertung: Markenartikler und durch eigene Erfindungen gewachsene Technologiefirmen erscheinen i.d.R. zu teuer, durch Akquisitionen gewachsene Firmen i.d.R. zu billig.

Aktienrückkäufe werden inzwischen von immer mehr Unternehmen als Form der Aktionärsbeteiligung bevorzugt, weil sie ein flexibles Liquiditätsmanagement ermöglichen sowie steuerlich begünstigt sind. Sie beeinflussen auch den Buchwert: Denn die für Rückkäufe ausgegebenen Summen werden vollständig vom bilanziellen Eigenkapital abgezogen. Ist der Buchwert z. B. wegen immaterieller Vermögenswerte niedriger als der wirtschaftliche Wert des Eigenkapitals, vermindert dieser Vorgang den Buchwert überproportional stark. Bei umfangreichen Rückkäufen ist sogar der Ausweis eines negativen Eigenkapitals möglich, ohne das die Solvenz in irgendeiner Form gefährdet ist.

Gerade wenn wirtschaftlich erfolgreiche Firmen mit hohen stillen Reserven Aktienrückkäufe durchführen, ist ihr ausgewiesener Buchwert in Relation zum tatsächlichen Wert viel zu niedrig. Sie erscheinen im Kurs-Buchwert Verhältnis sehr teuer, selbst wenn sie es nicht sind.

Aktienrückkäufe vermindern ebenfalls die Aussagekraft der Dividendenrendite, da sie eine Form der Aktionärsbeteiligung darstellen, die in dieser Kennzahl nicht erfasst wird. Da Aktienrückkäufe speziell im Technologiesektor immer populärer werden, führt der Fokus dieser Kennzahl auf Ausschüttungen dazu, dass sie nicht mehr die Partizipation der Aktionäre am Unternehmensergebnis widerspiegelt.

Gewinnadjustierungen – Bereinigungen der Ertragszahlen – um außerordentliche Faktoren sind in den vergangenen Jahren immer populärer geworden (die Problematik wurde in *Mit ruhiger Hand*



# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Nr. 58 im Beitrag [Fake News, Fake Earnings, Fake Performance](#) ausführlich erörtert). Sie können einerseits hilfreich sein, wenn die momentane Ertragskraft eines Unternehmens aufgrund kurzfristiger Faktoren gestört ist. Sie können aber auch – sofern relativ normale Belastungen als außerordentlich herausgerechnet werden – zu einer künstlichen Aufblähung der Gewinnzahlen führen. Unternehmen mit exzessiven Gewinnadjustierungen erscheinen im KGV-Vergleich als zu billig. Firmen ohne bzw. mit nur sehr konservativen Gewinnadjustierungen erscheinen hingegen als zu teuer. Da es keine einheitlichen Regeln für Gewinnadjustierungen gibt, verfolgt jedes Unternehmen eine eigene Vorgehensweise, was die Vergleichbarkeit von Gewinnzahlen grundsätzlich einschränkt. KGV-Vergleiche ohne Berücksichtigung der verschiedenen Adjustierungsmethoden können zu völlig irreführenden Ergebnissen führen. Dies kann man nur vermeiden, wenn die Gewinne wieder vergleichbar gemacht werden, wozu allerdings ein erheblicher finanzanalytischer Aufwand nötig ist. Hierzu sind insbesondere Value-Index-Anbieter und quantitative Value-Fonds i.d.R. aber nicht in der Lage.

Doch wie stark ist die verminderte Aussagekraft traditioneller Kennzahlen wirklich für die schlechte Performance von Value-Investing verantwortlich? In der bereits erwähnten Studie „*Reports of Value's Death May Be Greatly Exaggerated*“ haben die Autoren die Performance des Preis-Buchwert-Kriteriums sowohl mit dem bilanziellen Buchwert wie auch mit einem um immaterielle Vermögenswerte adjustierten Buchwert gerechnet und verglichen. Das Resultat zeigt – genau wie bei Fama und French – dass das traditionelle Preis-Buchwert-Kriterium ab Ende 2006 versagt. Das adjustierte Kriterium allerdings kann sich relativ zum Markt bis Ende 2016 gut behaupten, danach versagt es ebenfalls und führt zu einer ähnlich drastischen Underperformance wie die traditionelle Vorgehensweise. Dieses Ergebnis illustriert, dass veraltete Kriterien in der Anfangsphase des Niedergangs vom Value-Investing eine Teilerklärung für die unbefriedigende Performance liefern können. Nach 2016 gilt dies aber nicht mehr. Heutzutage müssen andere Gründe hierfür verantwortlich sein.

## **Value-Investing kann in Zeiten eines ausgeprägten Herdentriebs nicht gewinnen**

Seth Klarman – einer der profiliertesten Value-Anleger mit einer herausragenden Langfristperformance und einer sehr bescheidenen Wertentwicklung 2019 – hat in seinem letzten Investorenbrief den seiner Ansicht nach hauptverantwortlichen Grund für die jüngsten Probleme beim Value-Investing benannt: das unaufhaltbare Vordringen quantitativer Anlagestrategien. So wurden seit 2004 alleine in den USA jährlich durchschnittlich ca. 100 Mrd. US\$ aus aktiv gemanagten Aktien-Fonds abgezogen und in Indexfonds und andere quantitative Mandate umgeschichtet.

Denn egal ob es sich um Indexfonds, Newsflow-Algorithmen oder Trendfolgesysteme handelt: Alle diese heute populären Strategien sind ihrer Natur nach höchst prozyklisch: Anleger kaufen das, was sowieso schon steigt, und lösen so weitere Kurssteigerungen aus. Diese wiederum führen zu weiteren Käufen, was einen sich selbst verstärkenden Mechanismus zur Folge hat, bei dem Börsengewinner immer weiter steigen und Verlierer immer weiter zurückfallen.

Ein weiteres Charakteristikum der heute populärsten Strategien ist, dass den Anlageentscheidungen keinerlei Fundamentalanalyse der Investments vorangeht. Nicht nur Value, auch andere Methoden einer analytischen Aktienausswahl sind unmodern geworden. Laut Schätzungen von JP Morgan ist der Anteil von Stockpickern am Aktien-Handelsvolumen inzwischen auf unter 10% gefallen.

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Value-Investing ist seiner Natur nach anti-zyklisch: Die Anlage in unpopulären Aktien kann nur dann Erfolge bringen, wenn es einen Marktmechanismus gibt, der die Unterbewertung irgendwann auflöst und dafür sorgt, dass sich der Kurs wieder dem Inneren Wert annähert. Dies kann nur geschehen, wenn die Aktie irgendwann populärer wird und dann immer mehr Anleger investieren.

Dieser Marktmechanismus ist – und hier kann man Seth Klarman recht geben – derzeit stark gestört: Je mehr Investoren sich auf die momentan favorisierten Anlagestrategien stürzen, desto prozyklischer wird der Aktienmarkt. Leider kann dies noch lange so bleiben: Denn immer mehr Großanleger ziehen sich aus fundamentalanalytisch gesteuerten Anlagen zurück und setzen auf Indexfonds. Dieser Trend hat zuletzt auch außerhalb der USA Fahrt aufgenommen: So hat im letzten Jahr z. B. der Pensionsfonds der britischen Universitäten seine immerhin 14 Mrd. £ umfassenden Stockpickermandate trotz langjähriger Outperformance aufgelöst und zumeist in Indexfonds umgeschichtet. Der staatliche Pensionsfonds von Schweden – immerhin ca. 33 Mrd. € groß, stellt derzeit alle Mandate für ausländische Aktien in Indexfonds um. Speziell Value-Fonds haben auf der ganzen Welt große Mittelabflüsse, sodass insbesondere der Druck auf Value-Titel noch anhalten kann.

## **Führt Value-Investing zur Anlage in rückständigen Unternehmen?**

Aktuell befinden wir uns in einer Phase starken Strukturwandels durch die Verbreitung neuer Basistechnologien (worauf seit 2014 in *Mit ruhiger Hand* in mehreren Beiträgen der Reihe „[Kondratjews neue Wellenreiter](#)“ eingegangen wurde). In einer solchen Umschwungphase können vormals führende Unternehmen den Anschluss verlieren. Andererseits tauchen vermehrt neue Gewinner an der Börse auf, die ihren Investoren eine spektakuläre Performance ermöglichen.

Value-Investoren aller Richtungen sind normalerweise relativ hoch gewichtet in traditionellen Sektoren wie Industrie, Finanzen, Versorger, Nahrungsmittel und Gebrauchsgütern. Diese Firmen verfügen zumeist über etablierte Marktpositionen und einen längeren Track Record. Sie lassen sich daher mittels Kennzahlen und qualitativer Kriterien gut einschätzen und bewerten.

In einer durch rasche Veränderung geprägten Zeit können diese Kriterien aber in die Irre führen: Sie lassen die Aktien der Verlierer des Strukturwandels nach Kursverlusten als billig erscheinen, obwohl die Einbußen durch verschlechterte Geschäftsperspektiven gerechtfertigt sind. Billige Aktien von strukturellen Verlierern werden deshalb auch als „Value-Fallen“ (Value-Traps) bezeichnet.

Tatsächlich zeigen die empirischen Daten von Fama und French, dass es in der Vergangenheit immer wieder Phasen des Wandels gab, in denen Faktor-Value nur wechselhafte Resultate brachte. Z. B. in den 30er Jahren des 20. Jahrhunderts gab es durch die Popularisierung vom Rundfunk und Automobil sowie die zunehmende Fließbandfertigung einen ähnlichen Technologiewandel wie heute, und Value-Faktor-Investing konnte keine konsistent überdurchschnittlichen Resultate erzielen. Allerdings gab es niemals eine mit der heutigen Underperformance vergleichbare Negativ-Entwicklung.

Für qualitative Value-Anleger sollten Value-Fallen kein Problem darstellen, da sie diese mit ihren qualitativen Kriterien ausschließen können. Dies lässt sich empirisch belegen: Es gibt zwar keine expliziten Performancedaten für die 30er Jahre. Allerdings sind für John Maynard Keynes – der eine dem qualitativen Value-Investing sehr ähnliche Anlagephilosophie hatte – in diesem Zeitraum herausragende Investment-Ergebnisse dokumentiert. Und weder Warren Buffett noch andere große

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Value-Investoren fielen in den 70er und 80er Jahren des vergangenen Jahrhunderts trotz des Wandels durch die aufkommende Computertechnik in größerem Umfang auf Value-Fallen herein.

Im Gegenteil zeigte sich oftmals, dass Phasen eines starken Technologiewandels viele hervorragende Kaufgelegenheiten in unterschätzten Unternehmen für qualitative Value-Anleger eröffneten. Wenn eine Mehrheit von Anlegern vermeintlichen Zukunftswerten hinterherjagt und sie deswegen etablierte Unternehmen vernachlässigen, führt dies zu Marktineffizienzen, die für den langfristigen Erfolg von Value-Investing notwendig sind. Manchmal sehen Value-Anleger sogar Chancen bei aus der Mode gekommenen Gewinnern des Technologiewandels. Seth Klarman beispielsweise hat während des jüngsten Kurseinbruchs massiv Aktien von Facebook und Alphabet gekauft.

## **Qualitatives Value-Investing wird sich wieder erholen – Value-Faktor-Investing nicht**

Analysiert man die Gründe für die Probleme des Value-Investing im Gesamtkontext, zeigt sich, dass sie in verschiedenen Phasen unterschiedlich relevant waren. Hierbei sind drei Perioden wichtig:

- Bis 2006: Angesichts spektakulärer Erfolge von Warren Buffett, Seth Klarman, John Neff und einigen anderen Value-Stockpickern sowie der empirischen Tests von Fama, French und weiteren Ökonomen wird Value-Investing populär. Insbesondere die Einführung von Value-Indexfonds führte dazu, dass es sich von einer Nischenstrategie zum Mainstream-Investmentstil entwickelte.
- 2007-2017: Der Fluch des Siegers machte sich bemerkbar, Value-Investing war zu groß geworden, um noch Outperformance generieren zu können. Hinzu kam, dass traditionelle Value-Kriterien an Aussagekraft verloren. Value-Faktor-Investing hatte daher eine stark unterdurchschnittliche Performance. Um immaterielle Vermögenswerte modernisiertes Faktor-Investing erschien in Tests zwar besser, erreichte jedoch bestenfalls Marktperformance. Auch qualitative Value-Anleger wie Warren Buffett erzielten im Vergleich mit Marktindizes zumeist nur noch befriedigende Resultate und konnten sich nicht mehr wie früher deutlich vom Markt absetzen.
- Ab 2018: Value-Investing brachte in jeder Vorgehensweise zumeist unterdurchschnittliche Resultate. Dies ging einher mit starken Mittelabflüssen aus Value-Fonds, einer steigenden Nachfrage nach Indexfonds und anderen quantitativen Fonds sowie einer Verschiebung des Anlegerinteresses hin zu potenziellen Gewinnern des aktuellen Strukturwandels.

Damit Value-Investing wieder zur Erfolgsformel wird, ist es notwendig, dass es wieder zur Nischenstrategie schrumpft. Dies geschieht derzeit und ist kurzfristig schmerzhaft, langfristig gesehen aber notwendig, damit sich Anleger bei der Suche nach Marktineffizienzen nicht gegenseitig behindern.

Value-Faktor-Investing hat in den vergangenen Jahren eklatante Schwächen offenbart: Die Kriterien sind veraltet und es ist anfällig für Value-Fallen. Zudem stellen Indexfonds als praktische Umsetzung ein konzeptionelles Paradox dar: Indexprodukte sind prozyklische Massenware, der Value-Stil eine antizyklische Nischenstrategie – dies kann in einer Kombination auf Dauer nicht funktionieren.

Qualitative Value-Anleger wie Warren Buffett oder Seth Klarman haben in der Vergangenheit ihre Anlagemethodik flexibel an Marktveränderungen angepasst und dürften dies wieder tun. Sie dürften aus der aktuellen Schwächephase sogar gestärkt hervorgehen, auch wenn es noch einige Quartale dauern kann, bis dies sichtbar wird. Denn gerade weil der Finanzmarkt derzeit Visionsaktien hinterherjagt, ergeben sich für viele vernachlässigte Titel im Moment lukrative Kaufgelegenheiten.

# 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:

Besondere Quellen zu „Klartext: Top-Manager als Täter“:

1. Aldous, Sam (2020) **Corporate fraud in the UK: Is reform of the ‘directing mind and will’ test imminent?** Burges-salmon.com 25.2.20 <https://www.burges-salmon.com/news-and-insight/legal-updates/disputes/corporate-fraud-in-the-uk-is-reform-of-the-directing-mind-and-will-test-imminent/> (zuletzt abgerufen 29.6.2020)
2. Blandon, Rebecca; Jennings, (2020) **Opioids Inc.** Financial Times Europe 20.6.2020 S. WE14-15
3. Bryant, Chris (2020) **Wirecard’s Bean Counters Are in Trouble Again** bloomberg.com 29.6.2020 <https://www.bloomberg.com/opinion/articles/2020-06-29/wirecard-s-bean-counters-are-in-trouble-again> (zuletzt abgerufen 29.06.2020)
4. Buffett, Warren (2009): **The Essays of Warren Buffett** 3<sup>rd</sup> edition John Wiley and Sons (Asia) Singapore 2009
5. Hill, Andrew (2020) **The executive success factors that lead directly to jail** Financial Times Europe 10.2.2020 S. 16
6. Jung, Marcus (2017) **S&K-Prozess endet mit langen Haftstrafen** FAZ online 30.03.2017 <https://www.faz.net/aktuell/finanzen/fonds-mehr/s-k-prozess-endet-mit-langen-haftstrafen-14948581.html> (zuletzt abgerufen 02.07.2020)
7. Handelsblatt Redaktion (2020) **Buchprüfer sehen Bilanzfälschung bei Möbelkonzern Steinhoff** handelsblatt.com 15.3.1019 <https://www.handelsblatt.com/unternehmen/handel-konsumgueter/pwc-bericht-buchpruefer-sehen-bilanzfaelschung-bei-moebelkonzern-steinhoff/24110434.htm> (zuletzt abgerufen 02.07.2020)
8. Kanning, Tim (2020) „**Haben die andere Informationen als wir?**“ FAZ online 19.6.20 <https://www.faz.net/aktuell/finanzen/dws-zu-wirecard-schaden-fuer-den-gesamten-finanzplatz-16823434.html> (zuletzt abgerufen 21.06.2020)
9. Kenton, Will (2020) **Robber Barons** Investopedia 13.3.2020 <https://www.investopedia.com/terms/r/robberbarons.asp>
10. Kollmann, Anett (2018) **Mit fremden Federn – Eine kleine Geschichte der Hochstapelei** Hoffmann und Campe Hamburg 2018; Zitat auf S.157
11. KPMG (2016) **Global profiles of the fraudster: Technology enables and weak controls fuel the fraud** kpmg.com [https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/pdf/2016/05/profiles-of-the-fraudster.pdf?mod=article\\_inline](https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/pdf/2016/05/profiles-of-the-fraudster.pdf?mod=article_inline) (zuletzt abgerufen 29.6.2020)
12. KPMG (2017) **Global profiles of the fraudster: White-collar crime – present and future** kpmg.com <https://advisory.kpmg.us/content/dam/advisory/en/advisory-institute/pdfs/archive/global-profiles-of-the-fraudster.pdf> (zuletzt abgerufen 29.6.2020)
13. Lev, Baruch; Gu, Feng (2016) **The End of Accounting** John Wiley & Sons Hoboken, New Jersey 2016
14. Werle, Nick (2018) **Prosecuting Corporate Crime when Firms Are Too Big to Jail: Investigation, Deterrence, and Judicial Review** The Yale Law Journal [https://www.yalelawjournal.org/pdf/Werle\\_6rys3t3n.pdf](https://www.yalelawjournal.org/pdf/Werle_6rys3t3n.pdf) (zuletzt abgerufen 19.03.2020)

Besondere Quellen zu „Value gegen Visionen“; „Nichts weniger als die Weltherrschaft“ sowie „Kommt die Renaissance des Value-Investing?“:

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

1. Arnott, Robert D.; Harvey, Campbell R.; Kalesnik, Vitali und Linnainmaa, Juhani T. (2020) „**Reports of Value's Death May Be Greatly Exaggerated**“ SSRN 2. Juni 2020 <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3488748> (zuletzt abgerufen 2.7.2020)
2. Ashraf, Aoyon (2020) **Pandemic Created Value Disparity Reminiscent of Tech Bubble** Bloomberg 24.06.2020 <https://www.bloomberg.com/news/articles/2020-06-24/pandemic-created-value-disparity-reminiscent-of-tech-bubble?sref=tQxGVvnL> (zuletzt abgerufen 1.7.2020)
3. Authers, John (2020) **The Great Value Rebound Was Another Head Fake** Bloomberg 24.06.2020 <https://www.bloomberg.com/opinion/articles/2020-06-24/the-great-value-stocks-rebound-was-another-head-fake?sref=tQxGVvnL> (zuletzt abgerufen 1.7.2020)
4. Authers, John (2020) **Buffett and Charlie Brown Are Due Some Relief** Bloomberg 28.05.2020 <https://www.bloomberg.com/opinion/articles/2020-05-28/value-stocks-at-turning-point-will-relieve-buffett-followers?sref=tQxGVvnL> (zuletzt abgerufen 1.7.2020)
5. Barwise, Patrick; Watkins, Leo (2018) **The Evolution of Digital Dominance: How and Why We Got to GAFA**, in Moore Martin; Tambini Damian, (Hrsg.) (2018) **Digital Dominance: The Power of Google, Amazon, Facebook and Apple**, Oxford University Press New York NY 2018
6. Buffett, Warren (2009): **The Essays of Warren Buffett** 3<sup>rd</sup> edition John Wiley and Sons (Asia) Singapore 2009
7. Fernando, Jason (2020) **FAANG Stocks** <https://www.investopedia.com/terms/f/faang-stocks.asp> (zuletzt abgerufen 29.6.2020)
8. Fletcher, Lawrence; Aliaj, Ortenca (2019) **Stockpickers bide their time in clash with quant challengers** Financial Times Europe 23.11.2019 S. 13
9. French, Kenneth R. (2020): **Data Library** Update per 31.5.2020; dartmouth.edu [http://mba.tuck.dartmouth.edu/pages/faculty/ken.french/data\\_library.html](http://mba.tuck.dartmouth.edu/pages/faculty/ken.french/data_library.html) (zuletzt abgerufen 1.7.2020)
10. Graham, Benjamin (1973) **The Intelligent Investor** Forth Revised Edition; Harper & Row New York
11. Lindeberg, Rafaela; Hoikkala, Hanna (2020) **Millennial Swede Cuts Active Management at \$36 Billion Fund** Bloomberg 02.02.2020 <https://www.bloomberg.com/news/articles/2020-02-02/37-year-old-swede-explains-why-she-s-revamping-36-billion-fund> (zuletzt abgerufen 1.7.2020)
12. Mohamed, Theron (2020) **A billionaire investor dubbed 'the next Warren Buffett' took \$300 million stakes in Google and Facebook last quarter** businessinsider.com 15.05.2020 <https://markets.businessinsider.com/news/stocks/seth-klarman-baupost-warren-buffett-bought-google-facebook-stock-2020-5-1029205652#> (zuletzt abgerufen 1.7.2020)
13. Pound, Jesse (2020): **Seth Klarman passionately defends value investing and said its time is coming again soon** cnbc.com 23.01.2020 <https://www.cnbc.com/2020/01/23/seth-klarman-defends-value-strategy-of-warren-buffett-benjamin-graham.html> (zuletzt abgerufen 1.7.2020)
14. Schumpeter (2017) **Firms that burn up \$1bn a year are sexy but statistically doomed** economist.com 21.10.2017 <https://www.economist.com/business/2017/10/21/firms-that-burn-up-1bn-a-year-are-sexy-but-statistically-doomed> (zuletzt abgerufen 1.7.2020)
15. Stevens, Pippa; Sullivan, Brian (2020) **Chesapeake Energy, a pioneer in the U.S. shale revolution, files for bankruptcy protection** www.cnbc.com. 28.6.2020 <https://www.cnbc.com/2020/06/28/chesapeake-energy-a-pioneer-in-the-us-shale-revolution-files-for-bankruptcy-protection.html> (zuletzt abgerufen 29.6.2020)
16. Wigglesworth, Robin; Walker, Owen; Cumbo, Josephine (2020) **UK university pension fund shuts down stock-picking team amid passive drift** Financial Times Europe 14.02.2020 S. 19

Kurscharts basieren auf Daten der jeweiligen Hauptbörsen: Aktien Deutschland & ETF's: Xetra; Renten: Börse Stuttgart; USA: CBOE, 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 OECD, der Federal Reserve Bank of St. Louis, dem World Fact Book des CIA, der Deutschen Bundesbank, dem Statistischen Bundesamt und beim IWF.

# 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 1 und 7: Shutterstock. 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:

Diese Publikation wird ausschließlich zu Informationszwecken eingesetzt und kann eine individuelle anlage- und anlegergerechte Beratung nicht ersetzen. Diese Publikation begründet weder einen Vertrag noch irgendeine anderweitige Verpflichtung oder stellt ein irgendwie geartetes Vertragsangebot dar. Ferner stellen die Inhalte weder eine Anlageberatung, eine individuelle Anlageempfehlung, eine Einladung zur Zeichnung von Wertpapieren oder eine Willenserklärung oder Aufforderung zum Vertragsschluss über ein Geschäft in Finanzinstrumenten dar.

Diese Publikation ist nur für natürliche und juristische Personen mit gewöhnlichem Aufenthalt bzw. Sitz in Deutschland bestimmt und wurde nicht mit der Absicht verfasst, einen rechtlichen oder steuerlichen Rat zu geben. Die steuerliche Behandlung von Transaktionen ist von den persönlichen Verhältnissen des jeweiligen Kunden abhängig und evtl. künftigen Änderungen unterworfen. Die individuellen Verhältnisse des Empfängers (u.a. die wirtschaftliche und finanzielle Situation) wurden im Rahmen der Erstellung der Publikation nicht berücksichtigt.

Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein zuverlässiger Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Eine Anlage in erwähnte Finanzinstrumente beinhaltet gewisse produktspezifische Risiken – z. B. neben Markt- oder Branchenrisiken, das Währungs-, Ausfall-, Liquiditäts-, Zins- und Bonitätsrisiko – und ist nicht für alle Anleger geeignet. Daher sollten mögliche Interessenten, den veröffentlichten Wertpapierprospekt samt der Risikoangaben sorgfältig prüfen oder eine Investitionsentscheidung erst nach einem ausführlichen Anlageberatungsgespräch durch einen registrierten Anlageberater treffen.

Empfehlungen und Prognosen stellen unverbindliche Werturteile über zukünftiges Geschehen dar, sie können sich daher bzgl. der zukünftigen Entwicklung eines Markt, einer Branche oder eines Produkts als unzutreffend erweisen. Die aufgeführten Informationen beziehen sich ausschließlich auf den Zeitpunkt der Erstellung dieser Publikation, eine Garantie für die Aktualität und fortgeltende Richtigkeit kann nicht übernommen werden. Eine Änderung dieser Meinung ist jederzeit möglich, ohne dass es publiziert wird. Der Aussteller übernimmt für den Inhalt, die Richtigkeit und die Aktualität der enthaltenen Informationen keine Gewähr und haftet nicht für Schäden, die durch die Verwendung der Publikation oder Teilen hiervon entstehen.

Die vorliegende Publikation ist urheberrechtlich geschützt, jede Vervielfältigung und die gewerbliche Verwendung sind nicht gestattet. Datum: 8. Juli 2020

Herausgeber: LONG-TERM INVESTING Research AG - Institut für die langfristige Kapitalanlage, Weinbrennerstr. 17, 76135 Karlsruhe handelnd als vertraglich gebundener Vermittler (§ 2 Abs. 10 KWG) im Auftrag, im Namen, für Rechnung und unter der Haftung des verantwortlichen Haftungsträgers BN & Partners Capital AG, Steinstraße 33, 50374 Eftstadt. BN & Partners Capital AG besitzt für die die Erbringung der Anlageberatung gemäß § 1 Abs. 1a Nr. 1a KWG und der Anlagevermittlung gemäß § 1 Abs. 1a Nr. 1 KWG eine entsprechende Erlaubnis der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht gemäß § 32 KWG.

Der vorstehende Inhalt gibt ausschließlich die Meinungen des Verfassers wider, die von denen der BN & Partners Capital AG abweichen können.