

Max Otte | Jens Castner

ERFOLGREICHES  
VALUE-  
INVESTIEREN

Geniale Investment-  
strategien in Zeiten  
globaler Veränderungen

Max Otte/Jens Castner  
**Erfolgreiches Value-Investieren**



Max Otte | Jens Castner

ERFOLGREICHES  
**VALUE-**  
INVESTIEREN

Geniale Investment-  
strategien in Zeiten  
globaler Veränderungen

FBV

Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek  
Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie;  
detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über <http://d-nb.de> abrufbar.

**Für Fragen und Anregungen:**

[otte@finanzbuchverlag.de](mailto:otte@finanzbuchverlag.de)

[castner@finanzbuchverlag.de](mailto:castner@finanzbuchverlag.de)

4. Auflage 2014

© 2010 FinanzBuch Verlag,  
ein Imprint der Münchner Verlagsgruppe GmbH  
Nymphenburger Straße 86  
D-80636 München  
Tel.: 089 651285-0  
Fax: 089 652096

Alle Rechte, insbesondere das Recht der Vervielfältigung und Verbreitung sowie der Übersetzung, vorbehalten. Kein Teil des Werkes darf in irgendeiner Form (durch Fotokopie, Mikrofilm oder ein anderes Verfahren) ohne schriftliche Genehmigung des Verlages reproduziert oder unter Verwendung elektronischer Systeme gespeichert, verarbeitet, vervielfältigt oder verbreitet werden.

Lektorat: Fabienne Fontaine  
Satz: Manfred Zech, Landsberg am Lech  
Druck: GGP Media GmbH, Pößneck  
Printed in Germany

ISBN Print 978-3-89879-900-3

Weitere Infos zum Verlag finden Sie unter

[www.finanzbuchverlag.de](http://www.finanzbuchverlag.de)

Beachten Sie auch unsere weiteren Verlage unter [www.muenchner-verlagsgruppe.de](http://www.muenchner-verlagsgruppe.de)

# Inhalt

---

<b>Einleitung</b> .....	<b>11</b>
<b>Geleitwort</b> .....	<b>15</b>
<b>1. Was ist Value-Investing?</b> .....	<b>21</b>
Anteile an Unternehmen kaufen .....	30
Preis und Wert .....	36
Verluste vermeiden: die Sicherheitsmarge .....	37
Früh kaufen, früh verkaufen .....	40
Andere Investmentstile .....	41
Franchise oder Katalysator; Wachstum oder Value ...	47
Glaubensbekenntnisse zweier Value-Investoren .....	51
<b>2. Warum Value-Investing funktioniert</b> .....	<b>57</b>
Unterperformance von Privatanlegern und Institutionellen .....	62
Behavioral Finance .....	66
Irrationale Märkte: ein einfaches Modell .....	71
Momentum und Mean Reversion .....	75
Selbstüberschätzung und kognitive Dissonanz .....	77
Nutzenfunktion: Verluste aussitzen, Gewinne begrenzen .....	79
Überreaktion auf aktuelle Ereignisse .....	80
Kontraproduktive Anreize (Incentives) für Fondsmanager .....	82
Berufsoptimismus von Analysten .....	84
Das Momentum-Lebenszyklusmodell .....	86

<b>3.</b>	<b>Der Value-Investment-Prozess</b> .....	<b>91</b>
	Schritt 1: Die Suchstrategie .....	93
	Schritt 2: Robuste Bewertungsverfahren .....	119
	Schritt 3: Disziplinierte Portfoliozusammenstellung sowie Kauf- und Verkaufsstrategie .....	128
<b>4.</b>	<b>Die Quellen des Unternehmenswerts und die Ermittlung des Substanzwerts</b> .....	<b>133</b>
	Die Bestimmung des Substanzwerts .....	137
	Der Zerschlagungswert .....	139
	Das Net-Net-Prinzip .....	145
	Versteckte Werte in der Bilanz .....	150
	Der Fortführungswert am Beispiel der BMW AG ...	153
	Anpassungen beim Umlaufvermögen .....	155
	Anpassungen beim Anlagevermögen .....	157
	Der Fortführungswert am Beispiel Pfizer .....	161
	Vor- und Nachteile der verschiedenen Methoden zur Ermittlung des Vermögens .....	163
<b>5.</b>	<b>Ertragswert, Branchenstruktur und Marktstrategie</b> .....	<b>167</b>
	Dauerhafte Wettbewerbsvorteile: das Franchise .....	170
	Die Bewertung des Ertrags – etwas Arithmetik .....	182
	Die Bewertung des Ertrags – tiefer gehende Fragen, die sich ein Value-Investor stellt .....	196
	1. Wettbewerbs- und Branchenanalyse: Besteht ein Franchise? .....	203
	2. Bereinigung der Zahlen aus der Buchhaltung .....	207
	3. Bestimmung der Kapitalkosten .....	210
	4. Bewertung des Unternehmens .....	210
	5. Bewertung des Franchise .....	211
	6. Katalysatoren für eine Wertsteigerung .....	212
<b>6.</b>	<b>Wachstumsunternehmen im Value-Portfolio</b> .....	<b>219</b>
	Gutes und schlechtes Wachstum .....	227
	Etwas Wachstumsarithmetik .....	230
	Die Verzinsung der einbehaltenen Gewinne als entscheidende Größe .....	235

	Die Problematik zweistufiger Bewertungsmodelle . . .	240
	Hyperdynamische Unternehmen . . . . .	242
	Bruce Greenwald: Die Renditeperspektiven von Wachstumsunternehmen . . . . .	247
	Weitere Beispiele . . . . .	250
<b>7.</b>	<b>Fallstudie Salzgitter AG . . . . .</b>	<b>255</b>
	Markt, Unternehmen und Geschäftsbereiche . . . . .	257
	Suchstrategie und Bewertungsmetriken . . . . .	259
	Anzuwendende Methoden . . . . .	261
	Bewertung der Substanz . . . . .	262
	Bewertung des Ertrags . . . . .	265
	Normalisierungen und Berichtigung des Geschäftszyklus sowie außerordentlicher Vorfälle . .	268
	Ergebnis . . . . .	270
	Wann verkaufen? . . . . .	270
<b>8.</b>	<b>Fallstudie Bijou Brigitte modische Accessoires AG .</b>	<b>275</b>
	Suchstrategie und Bewertungsmetriken . . . . .	276
	Anzuwendende Methoden . . . . .	281
	Bewertung des Ertrags . . . . .	282
	Bewertung des Wachstums . . . . .	285
	Die Grenzen des Wachstums . . . . .	289
	Wann kaufen? Wann aussteigen? . . . . .	294
<b>9.</b>	<b>Verzinsung, Abzinsung, Zinseszins und die Bestimmung von Barwerten . . . . .</b>	<b>299</b>
	Verzinsung (Aufzinsung, Compounding) und Zinseszins . . . . .	299
	Abzinsung (Diskontierung, Discounting) . . . . .	302
	Barwerte von Zahlungsreihen und Bewertungen von Investitionen . . . . .	304
	Anleihen . . . . .	305
	Ewige Renten . . . . .	307
	Barwert einer endlichen Rente . . . . .	309
	Der Barwert einer ewigen Rente mit konstanter Wachstumsrate . . . . .	310

---

Das übliche (Ertragswert-)Verfahren zur Bestimmung des Werts von Unternehmen und Aktien . . . . .	311
<b>10. Das Problem der Kapitalkosten . . . . .</b>	<b>315</b>
Probleme bei der Ermittlung von Kapitalkosten . . . . .	316
Möglichkeiten der Ermittlung von Kapitalkosten . . . . .	318
Praktiker-Methoden zur Bestimmung von Kapitalkosten . . . . .	324
Sicherheitsmargen (= Risikoprämien) für Aktien nach Ben Graham . . . . .	326
<b>Über die Autoren . . . . .</b>	<b>329</b>
<b>Literaturverzeichnis . . . . .</b>	<b>330</b>
<b>Personenverzeichnis . . . . .</b>	<b>342</b>
<b>Firmenverzeichnis . . . . .</b>	<b>344</b>
<b>Stichwortverzeichnis . . . . .</b>	<b>346</b>

## **Inhaltsübersicht zu Buch II** **»Erfolgreiche Value-Investoren«**

Einleitung .....	11
I. Der Systematische: Dr. Hendrik Leber und Acatis ..	21
II. Die Konsequenzen: Braun, von Wyss & Müller .....	39
III. Der Monetarist: Dr. Jens Ehrhardt und die DJE Kapital AG .....	55
IV. Der Pragmatische: Hans-Peter Schupp und die Fidecum AG .....	73
V. Die Trendforscher: Andreas Grünewald, Alexander Kapfer und die FIVV AG .....	91
VI. Der Fokussierte: Martin Wirth und Frankfurt Performance Management AG .....	109
VII. Der Akribische: Frank Lingohr .....	125
VIII. Der Königsweg: Max Otte und die Privatinvestor Verwaltungs AG .....	143
IX. Der Privatinvestor: Norman Rentrop .....	161
X. Der Antizykliker: Peter E. Huber und die StarCapital AG .....	175
XI. Gründung des Zentrums für Value-Investing e.V. ...	193
XII. Protokoll der Gründungsversammlung für das Zentrum für Value-Investing e.V. am 08.09.2006 in Kranichstein bei Darmstadt .....	203
Stichwortverzeichnis .....	207



# Einleitung

---

Erfreulicherweise erleben die klaren und erfolgreichen Prinzipien des Value-Investing (wertorientiertes Investieren) eine Wiedergeburt.

Vielen Anlegern ist es klar geworden, dass »Zertifikate«, »Private Equity« und viele komplexe Finanzprodukte oftmals nur einen Zweck haben: die Anbieter dieser Produkte auf Kosten der Anleger zu bereichern. Sogar hinter den zwischenzeitlich als finanzielle Wunderwaffen angepriesenen Exchange Trade Funds (ETFs) verstecken sich Mogelpackungen: Viele dieser Fonds halten gar nicht die Aktien der Indizes, welche sie nachbilden, sondern beliebige Aktienpakete. Diese verpfänden Sie im Gegenzug für die versprochene Rendite an Dritte.

Da ist es doch besser, sich auf die klaren Prinzipien des Value-Investierens zu besinnen.

Im Sommer 2007 veröffentlichten wir die erste Ausgabe dieses Werks, die erfreulicherweise schnell vergriffen war. Dann setzte die Finanzkrise ein und Max Otte, der die Krise bereits 2006 detailliert vorausgesagt hatte, war eine Zeit lang sehr durch die Medien beschäftigt. Wikipedia bezeichnet Max Otte gar als »Guru der Krise«.<sup>1</sup> Gegen diese Bezeichnung hat Max Otte sich immer gewehrt.<sup>2</sup>

Nun liegt die zweite, vollständig überarbeitete Fassung vor, die diesmal in zwei Bänden erscheint. Im ersten Buch *Erfolgreiches Value-Investieren* beschreibt Max Otte die Grundzüge des Investierens nach der Value-Methode und liefert zwei detaillierte Fallstudien zur

---

<sup>1</sup> [http://de.wikipedia.org/wiki/Max\\_Otte](http://de.wikipedia.org/wiki/Max_Otte)

<sup>2</sup> Interview mit Erfolgsautor Max Otte: »Ich bin kein Crash-Prophet«, Börse Online, 26.3.2009

Value-Technik. Im zweiten Buch *Erfolgreiche Value-Investoren* stellt Jens Castner deutschsprachige Value-Investoren und ihre Erfolgsstrategien vor. Beide Bücher gehören zusammen. Max Otte und Jens Castner haben sich bei ihrer Arbeit eng miteinander abgestimmt.

Value-Investieren heißt: Qualität, Wert und Preis (Börsenkurs) von Wertpapieren und Vermögensgegenständen einzuschätzen und zu kaufen, wenn diese billig sind sowie zu verkaufen, wenn sie teuer sind. Was sich einfach anhört, ist in der Realität oftmals alles andere als einfach. Wann ist eine Aktie billig, wann ist sie teuer? Das Kurs-Gewinn-Verhältnis ist hier nur eine sehr unzuverlässige Größe, wie wir gerade wieder erfahren mussten, denn im Zuge der Wirtschaftskrise brachen die Gewinne ein. Dann sind auf einmal Aktien, die »billig« aussahen, sehr teuer.

Um erfolgreich nach der Value-Methode zu investieren, müssen Sie also einen etwas größeren Werkzeugkasten haben, mit dem Sie einigermaßen zuverlässig bestimmen können, ob Aktien billig oder teuer sind. Diesen Werkzeugkasten liefern wir Ihnen hier. Aber noch etwas müssen Sie schaffen: sich weitgehend von der Masse abzusetzen. Wenn eine Aktie billig ist, dann kaufen Sie, egal, was »die Märkte« gerade sagen. Value-Investing ist antizyklisch, oder sogar azyklisch. Benjamin Graham, der Begründer des Value-Investing sagte einmal: Ein Investment ist nicht dann richtig, wenn Sie mit der Masse investieren (Trendfolge). Es ist aber auch nicht dann richtig, wenn Sie gegen die Masse investieren. Es kommt einzig und alleine darauf an, dass Sie im Einklang mit den Fakten investieren.

Es ist schwer, auf Basis solider betriebswirtschaftlicher Fakten und einer eigenen Meinung zu investieren. Im Kapitel »Warum Value-Investing funktioniert« stellt Max Otte die Ergebnisse der verhaltenswissenschaftlichen Finanzforschung dar. Die Kräfte, die dafür sorgen, dass wir mit der Masse schwimmen, sind sehr stark.

Erstens mobilisieren Geldentscheidungen evolutionsgeschichtlich sehr alte Bereiche des Gehirns, in dem es um Angriff und Flucht, Fressen und Gefressenwerden geht. Diese Kräfte müssen überwunden werden. Dazu muss man seinen eigenen Investmententschei-

dungen vertrauen. Als Max Otte im März 2009 dezidiert in mehreren Interviews empfahl, massiv in Aktien einzusteigen, wurde dies zunächst mit einer gewissen Skepsis aufgenommen, denn die Panik an den Börsen hatte gerade noch einmal einen Höhepunkt erreicht.<sup>1</sup>

Zweitens ist es für Fondsmanager, Analysten und Volkswirte weniger riskant, mit der Masse zu schwimmen, als eine eigene Meinung zu haben. Warren Buffett pflegt zu sagen, dass Lemminge als Gruppe zwar einen schlechten Ruf hätten, dass aber kein einzelner Lemming je zur Rechenschaft gezogen worden sei. Es ist eben sicherer, sich in der Masse zu irren, als zu versuchen, als Einzelner gegen die Masse recht zu haben.

Drittens benötigen Sie oftmals ein halbes, ein, zwei oder mehr Jahre Zeit, bis sich Ihre Investmentthese bewahrheitet, denn wenn Sie billige Aktien kaufen, dann kaufen Sie auch meistens Titel, die gerade nicht in Mode sind. Ihr Zeithorizont muss also länger als ein Jahr sein.

Es kann schon sehr an den Nerven zerren, wenn alle Aktien anfangen, sich zu bewegen, nur »ihre« Titel nicht. Da müssen Sie sich Ihrer Sache schon sehr sicher sein. Wenn Sie es aber durchhalten, dann winken hohe Gewinne bei begrenztem Risiko.

Köln und Frankfurt, im Frühjahr 2010

Max Otte/Jens Castner

---

<sup>1</sup> Interview mit Erfolgsautor Max Otte: »Ich bin kein Crash-Prophet«, Börse Online, 26.3.2009, [http://www.boerse-online.de/aktien/deutschland\\_europa/508045.html?nv=nv-suche](http://www.boerse-online.de/aktien/deutschland_europa/508045.html?nv=nv-suche); Crash-Prophet: Die »Zeit für Käufe ist günstig«, Handelsblatt, 31.03.2009, <http://www.handelsblatt.com/finanzen/boerse-inside/crashprophet-die-zeit-fuer-kaeufe-ist-guenstig;2219833>



## Geleitwort

---

Es gibt überwältigende Belege für die Überlegenheit des wertorientierten Investmentansatzes (Value-Investing) gegenüber anderen Investmentansätzen. Nach dem Value-Ansatz zusammengestellte Aktienportfolios haben in statistischen Untersuchungen die breiten Marktindizes in jedem Jahrzehnt der US-Finanzgeschichte seit 1920 um drei bis fünf Prozent geschlagen – und ebenso in fast jedem anderen nationalen Markt, in dem solche Vergleiche bislang durchgeführt wurden. Unter den großen institutionellen Investmentgesellschaften erzielen wertorientierte Investmenthäuser wie Sanford Bernstein, Oppenheimer, Lazard Asset Management, Tweedy, Browne Company und Brandes regelmäßig vergleichbare Überrenditen gegenüber ihren Kollegen in anderen Häusern. Und die Reihen der wirklich herausragenden Einzelinvestoren werden von Value-Praktikern wie Warren Buffett dominiert.

Dennoch hat Value-Investing selbst in den Vereinigten Staaten von Amerika, wo es von Benjamin Graham in den späten 1920er und frühen 1930er Jahren entwickelt wurde, eine wechselhafte Geschichte hinter sich. Vor den 1960er Jahren war der Value-Ansatz auf eine kleine, aber sehr erfolgreiche Gruppe von Investoren beschränkt, die sich um Benjamin Graham an der Columbia University scharten, wo Graham und sein Partner David Dodd unterrichteten. In den späten 1960er und 1970er Jahren war sogar diese kleine Gemeinschaft durch die Ausbreitung der Theorie der effizienten Kapitalmärkte bedroht. Eine Wiederbelebung in den 1980er und frühen 1990er Jahren wurde durch die Technologieblase der späten 1990er Jahre hinweggefegt. Erst in den letzten Jahren hat sich Value-Investing einen festen Platz in der US-Investmentbranche gesichert, ist aber immer noch eine Minderheitsposition.

In Europa hat Value-Investing so gut wie gar keine Geschichte. Value-Praktiker sind erst in den letzten Jahren in Europa hervorgetreten, weil sowohl Investmentmanager als auch akademische Finanzmarkttheoretiker sich mit den langfristigen Nachweisen der Überlegenheit des Value-Ansatzes vertraut gemacht haben. In den Vereinigten Staaten von Amerika konnten Value-Investoren von den Werken Grahams und Dodds, dem jährlichen Brief Warren Buffetts an die Aktionäre von Berkshire Hathaway und einigen neueren Büchern profitieren. In Europa gibt es noch keine vergleichbaren Werke.

Zudem existiert in den Vereinigten Staaten eine aktive Gemeinschaft von Value-Investoren, die über Newsletter, Konferenzen und Websites miteinander verbunden sind. In Europa ist das nicht der Fall. Deswegen ist das Erscheinen dieses Buchs, das der bekannte Finanzprofessor Max Otte in Zusammenarbeit mit einem anerkannten Finanzjournalisten wie Jens Castner geschrieben hat, ein bedeutendes Ereignis mit Signalwirkung für das Value-Investing in Europa. Das Erscheinen des Buchs sowie andere Entwicklungen, wie zum Beispiel die Gründung des Zentrums für Value-Investing e. V. an der FH Worms University of Applied Sciences sollte den Beginn der Entwicklung einer aktiven Gemeinschaft europäischer Value-Investoren bezeichnen.

Die herausragenden Value-Investoren, die im zweiten Teil dieses Buchs porträtiert werden, sind ein Beleg dafür, dass diese Entwicklung mittlerweile in vollem Gange ist. Vor zehn Jahren wäre es noch unmöglich gewesen, eine solche Gruppe von Investmentgesellschaften und Individuen in deutschsprachigen Ländern zusammenzustellen, heute fallen einem schnell mehr als ein halbes Dutzend davon ein.

Wenn man sich die überlegenen Renditen vor Augen führt, die in der Vergangenheit mit dem Value-Ansatz in Europa erzielt werden konnten, und wenn man sich zugleich die Verhaltensmuster vergegenwärtigt, die diesen Erfolg ermöglichten (und die sich wahrscheinlich auch in der Zukunft fortsetzen werden), ist das Entstehen einer Value-Gemeinschaft ein wichtiger Meilenstein nicht nur für

den deutschsprachigen Raum, sondern für europäische Investoren insgesamt.

Dies ist daher ein Buch, das eine breite Leserschaft verdient.

New York, im Oktober 2006

Bruce Greenwald

*Robert Heilbrunn Professor of Finance and Asset Management und Director of the Heilbrunn Center for Graham and Dodd Investing, Columbia University*



Teil I:  
Grundlagen des  
Value-Investing

---



ICH FINDE ES BEMERKENSWERT, DASS DIE IDEE,  
DOLLARSCHNEINE FÜR 40 CENTS ZU KAUFEN,  
EINIGEN MENSCHEN SOFORT EINLEUCHTET,  
ANDEREN JEDOCH NIE.

*Warren Buffett<sup>1</sup>*

## 1. Was ist Value-Investing?

---

Value-Investoren versuchen, Aktien oder andere Vermögensgegenstände zu finden, die sie deutlich unter ihrem eigentlichen, »wahren« oder »intrinsischen« Wert erwerben können. Wenn sie solche Kaufgelegenheiten finden, kaufen sie, wenn sie keine unterbewerteten Aktien finden, lassen sie es. Das ist alles, was sie tun: Sie vermeiden es, den Schlagworten der jeweiligen Ära Beachtung zu schenken. »Hedgefonds«, »Private Equity« und »Rohstoffe« lassen sie genauso kalt wie von 1995 bis 2000 die »New Economy«, »Internet« und »Technologie« oder in den sechziger Jahren die »Nifty Fifty«<sup>2</sup>. Stattdessen konzentrieren sie sich Tag für Tag darauf, unterbewertete Aktien oder andere Vermögensgegenstände zu finden und den sprichwörtlichen Dollar für 40 Cents zu erwerben.

Value-Investoren kaufen Aktien guter Unternehmen für sich oder ihre Mandanten und verkaufen diese dann zu einem höheren Preis an andere. Sie gehen davon aus, dass sie eine gute Rendite mit angemessener Sicherheit erwirtschaften können, wenn sie solche Anteile an einem guten Unternehmen zu einem sehr günstigen Preis bekommen können.

**Die Grundannahme des Value-Investing**

Gutes Unternehmen + sehr günstiger Preis =>  
angemessene bis hervorragende Rendite bei überschaubarem Risiko  
bzw.  
Sicherheit des eingesetzten Kapitals und angemessene Rendite<sup>3</sup>

Eine zweite, etwas schwierigere Form des Value-Investing besteht darin, Anteile an Unternehmen, die sich in Schwierigkeiten befinden, zu kaufen, also an schlechten Unternehmen, die keiner haben will. Hier muss der Preis natürlich extrem günstig sein, um das erhöhte Risiko zu rechtfertigen. Und Sie müssen schon sehr genau wissen, was Sie tun, wenn Sie diesen zweiten Ansatz wählen.

Value-Investoren interessieren sich normalerweise nicht für »den Markt« oder »die Konjunktur«, zumindest beruhen ihre Investmententscheidungen nicht darauf. Sie »managen« keine Portfolios, sondern sehen jedes Investment als einzigartig an. Und sie sind mit dieser »altmodischen« Auffassung extrem erfolgreich.

Im Hinblick auf die USA fallen einem Namen wie Warren Buffett und Charlie Munger, Schloss Associates, Tweedy, Browne, Brandes Partners, Martin Whitman und Third Avenue, Joel Greenblatt oder Bill Miller von Legg Mason ein. Aber auch in Deutschland, Österreich und der Schweiz praktiziert eine wachsende Schar von größtenteils unabhängigen Fondsgesellschaften das Value-Investing. Im zweiten Teil dieses Buchs stellt Jens Castner acht davon vor, darunter die Pioniere des Value-Investing hierzulande. Der intellektuelle Vater aller Value-Investoren ist Benjamin Graham: Mit seinem zusammen mit David Dodd geschriebenen und 1934 erstmals erschienenen Buch »Security Analysis« sowie seinen Kursen an der Columbia University legte er den Grundstein für die moderne Value- und Wertpapieranalyse.<sup>4</sup> Alle Value-Investoren bauen auf ihre Art auf Graham und Dodd auf, obwohl die meisten von ihnen ihren eigenen Investmentstil entwickelt haben.

Der Erfolg gibt den Value-Investoren recht: Seit mehr als sechs Jahrzehnten erzielt Value-Superstar Warren Buffett systematisch weit aus höhere Renditen als der Aktienmarkt.<sup>5</sup> Seine oftmals »langweili-

gen« Investments – wie zum Beispiel Aktien von Coca-Cola – haben ihm ein Vermögen von über 40 Milliarden Dollar eingebracht und ihn zum zweitreichsten, zeitweise auch reichsten Mann der Vereinigten Staaten gemacht. Allein in den dreißig Jahren, für die Daten über Buffetts Investmentholding Berkshire Hathaway verfügbar sind, erzielte er eine durchschnittliche Jahresrendite von 21,5 Prozent für seine Aktionäre, der Aktienmarkt durchschnittlich »nur« 10,3 Prozent pro Jahr.<sup>6</sup> Von 1957 bis 1965 erreichte er sogar eine jährliche Verzinsung des eingesetzten Kapitals von durchschnittlich 32,4 Prozent.<sup>7</sup>

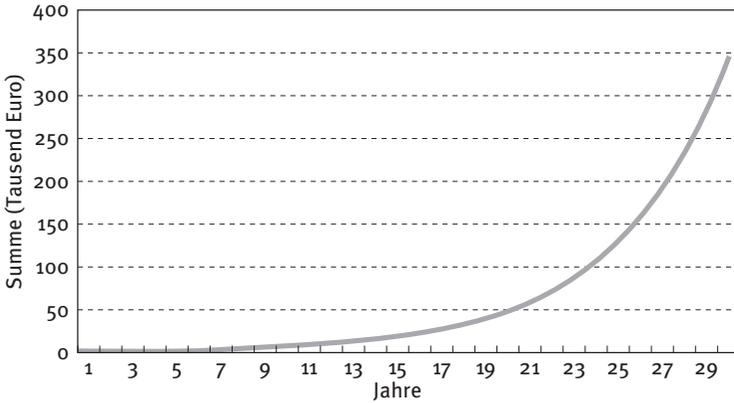
Eine Rendite von 21,5 Prozent über einen solch langen Zeitraum ist Weltspitze. Wenn Sie im Jahr 1965 den Gegenwert von 1.000 Euro bei Berkshire Hathaway angelegt hätten, wäre Ihr Kapital im Jahr 2005 (40 Jahre später) auf

*2.415.745 Euro*

angewachsen. Wenn Sie bereits im Jahre 1957 bei Buffett investiert hätten – und einige haben bereits seit Anfang der fünfziger Jahre bei ihm investiert – wäre aus Ihrem Investment im Gegenwert von 1.000 Euro im Jahr 1957 bis zum Jahr 2005 eine Summe von

*27.716.046 Euro*

geworden. Diese erstaunliche Kapitalvermehrung erfolgt durch ein Phänomen, das ich an einer anderen Stelle als das »Wunder des Zinsezins« bezeichnet habe.<sup>8</sup> Zunächst geht die Kapitalvermehrung langsam vonstatten, später aber immer schneller, da die Summe, die verzinst wird, sich immer weiter erhöht. Im ersten Jahr wächst die Summe von 1.000 Euro auf 1.215 Euro an, im zweiten auf 1.476 Euro, im dritten auf 1.794 Euro. Vom Jahr 29 zum Jahr 30 wächst das Kapital bereits von 284.000 Euro auf 345.000 Euro.<sup>9</sup> Und zwischen dem Jahr 32 und 33 werden aus 1.000 Euro Startkapital 500.000 Euro.

**Abb. 1.1: So vermehren sich 1.000 Euro bei 21,5% Rendite**

Quelle: eigene Darstellung

Warren Buffett ist zweifellos ein Ausnahmetalent. Bei Buffett kommen zwei Dinge zusammen: ein auf Value trainiertes Computergehirn, mit dem er blitzschnell die wesentlichen Tatsachen erkennt und seine Berechnungen im Kopf durchführt, sowie eine unglaubliche Fokussierung. Buffett hat sein Leben lang nichts anderes gemacht als Value-Investing. Für die deutschsprachigen Value-Investoren, die im zweiten Teil dieses Buchs zur Sprache kommen, ist er eindeutig »der Beste«.

Aber auch wenn Sie nicht hoffen können, dieselben Resultate wie Warren Buffett zu erzielen: Value-Investing lässt sich erlernen. Zwar schafft es nur eine Handvoll Investoren – es sind weltweit definitiv deutlich weniger als zehn –, die Märkte über einen langen Zeitraum um durchschnittlich mehr als 10 Prozent zu überflügeln, doch von diesen hat Buffett am längsten durchgehalten. Viele Value-orientierte Investoren und Fondsgesellschaften erzielen durch methodisches Vorgehen und systematische Aktienauswahl immerhin ca. vier Prozent mehr als der Markt. Und einige schaffen es, dauerhaft sechs bis sieben Prozent höhere Renditen als die Märkte zu erreichen, indem sie Unternehmen und ihr Branchenumfeld analysieren und sich ein genaues Bild über deren wahrscheinliche Entwicklungen machen sowie eine disziplinierte Kauf- und Verkaufsstrategie verfolgen.

Dabei sind auch schon die normalen Renditen der Aktienmärkte beträchtlich und übertreffen langfristig jede andere Form der Kapitalanlage.<sup>10</sup> Von 1948 bis 2005 hätte zum Beispiel ein Investment in DAX-Werte durchschnittlich 12,2 Prozent pro Jahr gebracht.<sup>11</sup> Mit amerikanischen Standardwerten des S&P-500-Index hätten Sie über den langen Zeitraum von 1926 bis 2000 13,0 Prozent erzielt.<sup>12</sup> Allerdings beinhalten diese Zahlen die außerordentlich guten Renditen für DAX-Unternehmen von 1948 bis 1960 sowie die lange Börsenhausse von 1982 bis 2000. Eine Annahme von acht bis zehn Prozent als langfristige durchschnittliche Rendite für die Aktienmärkte ist daher realistischer.<sup>13</sup> Bei zwölf Prozent Verzinsung werden aus 1.000 Euro nach 30 Jahren noch 30.000 Euro, bei zehn Prozent immerhin noch 17.000 Euro. Die Aktienanlage ist also eine gute Säule für die Altersvorsorge und für den Vermögensaufbau sowie eine wesentlich bessere Alternative als die staatliche Alterssicherung, deren Rendite ungewiss ist und wahrscheinlich sogar deutlich negativ sein wird. Die Renditen der Kapitallebensversicherungen sind ebenfalls ungewiss und belaufen sich bei schlechten Versicherungen auf nicht mehr als magere zwei Prozent, bei besseren vielleicht auf fünf Prozent.<sup>14</sup>

Auch Privatanleger können lernen, die Aktienmärkte um zwei bis vier Prozent zu schlagen (das heißt, eine Outperformance gegenüber dem Index zu erzielen), wenn sie systematisch und methodisch vorgehen. Damit könnten Sie mit einer fantastischen Rendite von langfristig zwölf bis 15 Prozent rechnen. Im Jahr 2001 haben Max Otte und Stefan Kotkamp nachgewiesen, dass zum Beispiel einfachste Dividendenstrategien, die nicht mehr als eine Stunde Arbeit pro Jahr erfordern, im Durchschnitt den Aktienmarkt um drei bis vier Prozent schlagen.<sup>15</sup> Es gibt weitere, ähnlich einfach gestrickte »mechanische« Strategien, mit denen Sie deutliche Überrenditen von zwei bis vier Prozent erzielen können. Allerdings erfordern gerade die einfachen Strategien eine ungeheuere Selbstdisziplin und eine sehr große Erfahrung als Investor. Es ist sehr schwer, eine solche mechanische Strategie angesichts der Stimmungsschwankungen des Markts durchzuhalten. Auch ist die Tatsache, dass diese Strategien seit immerhin ca. 80 Jahren funktionieren, nicht unbedingt eine Garantie dafür, dass sie in der Zukunft weiterhin funktionieren werden.

Es macht durchaus einen gewaltigen Unterschied, ob Sie zwei Prozent besser oder schlechter als der Markt abschneiden. Bei zehn Prozent (der langfristigen Rendite der Aktienmärkte) würden aus 1.000 Euro nach 40 Jahren 45.000 Euro, bei acht Prozent nur 21.700 Euro. Wenn Sie zwölf Prozent schaffen, sind es bereits 93.000 Euro, bei 16 Prozent schon 379.000 Euro.

**Tab. 1.1: Kleine Abweichungen von der Marktrendite wirken sich langfristig sehr stark auf das Vermögen aus**

	1 Jahr	5 Jahre	10 Jahre	20 Jahre	40 Jahre
2 %	1.020	1.100	1.220	1.500	2.200
4 %	1.040	1.200	1.480	2.200	4.800
8 %	1.080	1.500	2.160	4.700	21.700
10 %	1.100	1.600	2.600	6.700	45.000
12 %	1.120	1.800	3.100	9.600	93.000
16 %	1.160	2.100	4.400	19.500	379.000
20 %	1.200	2.500	6.200	38.300	1.500.000

*Quelle: eigene Berechnung*

Überrenditen von zwei bis vier Prozent sind also für disziplinierte und erfahrene Privatinvestoren möglich. Langfristige Überrenditen von mehr als fünf Prozent sind allerdings den wirklichen Könnern der Value-Analyse vorbehalten, solche von mehr als zehn Prozent den Superstars.

Value-Investing ist nicht einfach: Benjamin Graham schrieb, dass sogar Laien mit einem Minimum an Anstrengung eine ordentliche Performance erzielen können; dass es aber mehr als eines kleinen Quäntchens an Weisheit und Erfahrung bedarf, diese Performance zu verbessern. »Wenn Sie nur etwas mehr Wissen und Intelligenz mitbringen und auf dieser Basis investieren, kann es sogar gut sein, dass Sie schlechtere Resultate als der Durchschnitt erzielen.«<sup>16</sup> Das liegt darin, dass Anleger mit Halbwissen sich mehr zutrauen, als sie

sich zutrauen sollten, und sich dann doch wieder unbewusst stark von den Schwankungen des Markts beeinflussen lassen.<sup>17</sup> Für Graham ist es daher eher eine Frage des Temperaments als des Intellekts, ob Sie Value-Investor werden können.

Damit Value-Investing funktionieren kann, muss es gelegentlich massive Abweichungen zwischen dem Börsenkurs einer Aktie und dem inneren (»fairen«) Wert dieser Aktie geben. Die Aktienkurse müssen zum Beispiel durch irrationale Erwartungshaltungen, seien es nun Euphorie oder Panik, Gier oder Furcht, getrieben werden. Diese durch Emotionen getriebenen Abweichungen können Value-Investoren ausnutzen. Genau das hat Warren Buffett gemeint, wenn er davon sprach, dass Sie gelegentlich einen Dollar für 40 Cents kaufen können. Und genau hier spaltet sich die Schar der Investoren, Finanzmanager und Akademiker.

Die einen – bis heute zum Beispiel die Mehrheit der akademischen Finanzmarkttheoretiker – glauben, dass es für Anleger nicht möglich ist, systematisch über einen längeren Zeitraum besser zu sein als der Aktienmarkt. Diese Auffassung ist in der Finanzmarkttheorie als »Markteffizienzhypothese« bekannt.<sup>18</sup> Wenn Märkte effizient sind, verarbeiten sie alle Informationen schnell und rational. Der Mechanismus von Angebot und Nachfrage sorgt dafür, dass Unter- und Überbewertungen von Aktien erst gar nicht entstehen können oder sehr schnell abgebaut werden. Ein großer Teil meiner Professorenkollegen ist noch heute davon überzeugt, dass es kaum Situationen gibt, in denen Sie nur 40 (oder 50, 60, 70) Cents für den Dollar bezahlen. Der folgende Witz, der unter Ökonomen kursiert, bringt die Markteffizienzhypothese auf den Punkt: Zwei Volkswirte gehen über die Straße. Sagt der eine: »Schau mal, dort liegt ein 100-Euro-Schein!« Darauf der andere: »Das kann gar nicht sein, denn wenn er dort liegen würde, hätte ihn schon längst jemand aufgehoben.«

Es gibt also für den rationalen Investor gemäß dieser Auffassung so gut wie keine Möglichkeiten, unterbewertete Aktien zu finden. Am besten kauft er den gesamten Markt. Eine solche Strategie lässt sich heute relativ einfach realisieren, zum Beispiel mit Hilfe von Index-

fonds und Indexzertifikaten. Dies spart viel Gebühren, die sonst an der Performance nagen würden.

Je nachdem welche Form man vertritt, besagt die Hypothese der effizienten Märkte, dass entweder nur alle öffentlich verfügbaren Informationen (Kurse, ggf. noch Unternehmenszahlen und Branchenentwicklung) oder sogar alle verfügbaren Informationen (also auch Insiderinformationen) im Börsenkurs einer Aktie enthalten sind. Der Markt weiß es am besten. Seit den sechziger Jahren haben Tausende Forscher sich bemüht, zu beweisen, dass die Kapitalmärkte effizient sind und dass Value-Investing nicht funktionieren kann. Michael Jensen ist in den siebziger Jahren sogar so weit gegangen, die Markteffizienzhypothese also eine »der am besten belegten Tatsachen in den Sozialwissenschaften« zu bezeichnen.<sup>19</sup>

Vordergründig leuchtet die Markteffizienzhypothese ein: Wenn es überhaupt funktionierende Märkte gibt, dann doch sicher die Kapitalmärkte? Diese Märkte sind hochliquide. Sie werden von vielen Spezialisten beobachtet. Die Teilnehmer können in Sekunden Milliardenvermögen verschieben. Die moderne Informationstechnologie sorgt dafür, dass sich wichtige Informationen in Sekundenbruchteilen verbreiten. Da wäre es vordergründig betrachtet doch angebracht, davon auszugehen, dass der Mechanismus von Angebot und Nachfrage weitestgehend funktioniert.

Dennoch ist eine zweite Gruppe – bis heute eine Minderheit – anderer Auffassung. Diese Gruppe glaubt, dass der Markt immer wieder Möglichkeiten für Value-Investoren bietet, Aktien oder Investments im Wert von einem Dollar für 40 (50, 60, 70) Cents zu erwerben. Das geht nur, wenn der Markt des Öfteren irrationale und emotionale Züge aufweist, etwas, das die Vertreter der Effizienzhypothese vehement verneinen würden. Benjamin Graham hat den Markt einmal dahingehend beschrieben, dass er kurzfristig ein Abstimmungsmechanismus, langfristig jedoch ein Wiegemechanismus ist. Im ersten Fall werden Meinungen gezählt, im zweiten Fall jedoch objektive Größen gemessen.

Die meisten Vertreter des Value-Investing sind Praktiker. Viele sind reich geworden, indem sie ihre Erkenntnisse konsequent anwende-

ten. Zudem hinterfragt eine wachsende Zahl von Finanzmarkttheoretikern die Effizienz und Rationalität der Kapitalmärkte. Hier hat sich das Forschungsgebiet der Behavioral Finance gebildet, auf das ich im zweiten Kapitel tiefer eingehen werde.<sup>20</sup> Die Behavioral Finance versucht, die Motive und Handlungsroutinen von Anlegern zu durchleuchten (»effiziente Märkte«) und damit ein realistischeres Bild des Anlegerverhaltens zu gewinnen.

Value-Investing selber wird hingegen an Hochschulen kaum gelehrt. Bislang gibt es nur ein einziges Zentrum an einer großen Universität, welches sich ausdrücklich mit Value-Investing beschäftigt, das von Professor Bruce Greenwald geleitete Heilbrunn Center for Graham and Dodd Investing an der Columbia University.<sup>21</sup> In Deutschland macht mein Kollege Ekkehard Wenger von der Universität Würzburg gelegentlich von sich reden, wenn er die unseriösen Praktiken von Managementteams offenlegt, die ihre Aktionäre übervorteilen. Wenger ist nicht nur öffentlicher Aktionärsvertreter, sondern auch ein hervorragender Value-Investor.<sup>22</sup> In Worms baue ich ein Zentrum für Value-Investing auf. Einige Kollegen interessieren sich durchaus für Value-Investing, konzentrieren sich aber in ihrer akademischen Forschung größtenteils darauf, ob Märkte effizient sind (oder nicht) und warum sie es sind (oder nicht).

Ein Grund hierfür mag darin liegen, dass Value-Investing zwar eine intellektuell sehr anspruchsvolle Aufgabe ist, für den reinen theoretischen Diskurs aber weniger Neuland bietet. Wissenschaftliche Meriten lassen sich damit nicht verdienen. Value-Investing besteht aus angewandter Betriebswirtschaftslehre, Branchenwissen, Fakten, viel Kreativität und gesundem Menschenverstand. Die Prinzipien des Value-Investing sind bekannt. Man muss diese nur kontinuierlich anwenden. Da aber die Realität sehr komplex ist und sich permanent verändert, ist diese Anwendung oftmals sehr schwer. Man muss in komplexen Situationen die wesentlichen Fakten erkennen, Arbeitshypothesen zum Wachstum und Verhalten bestimmter Größen, zum Beispiel des Cashflows, aufstellen und diese mit Intuition und vielen Zahlen überprüfen. Das ist harte Arbeit.