

THORSTEN POLLEIT



VOM  
**INTELLIGENTEN  
INVESTIEREN**

*Zeitlose Prinzipien  
für erfolgreiche  
Investments*

FBV

THORSTEN POLLEIT



**VOM  
INTELLIGENTEN  
INVESTIEREN**



Für

Ruth

Victoria H. A. E.

Patricia S. E. T.

Leopold A. C. F.



THORSTEN POLLEIT



VOM  
**INTELLIGENTEN  
INVESTIEREN**

*Zeitlose Prinzipien  
für erfolgreiche  
Investments*

FBV

**Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek:**

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

**Für Fragen und Anregungen:**

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

Originalausgabe, 1. Auflage 2019

© 2019 by 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.

Die im Buch veröffentlichten Ratschläge wurden von Verfasser und Verlag sorgfältig erarbeitet und geprüft. Eine Garantie kann dennoch nicht übernommen werden. Ebenso ist die Haftung des Verfassers beziehungsweise des Verlages und seiner Beauftragten für Personen-, Sach-, und Vermögensschäden ausgeschlossen.

Lektorat: Matthias Michel

Korrektur: Astrid Treusch

Umschlaggestaltung: Maria Wittek

Umschlagabbildung: Shutterstock/Olga Kovalenko

Satz: ZeroSoft, Timisoara

Druck: GGP Media GmbH, Pößneck

Printed in Germany

ISBN Print 978-3-95972-134-9

ISBN E-Book (PDF) 978-3-96092-241-4

ISBN E-Book (EPUB, Mobi) 978-3-96092-242-1

Weitere Informationen zum Verlag finden Sie unter

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

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

# Inhalt

|                                                            |     |
|------------------------------------------------------------|-----|
| Einleitung .....                                           | 10  |
| 1. Investieren Sie schon, oder spekulieren Sie noch? ..... | 14  |
| 2. Die Gretchenfrage: Kann ich, oder kann ich nicht? ..... | 22  |
| 3. Wie Sie Verlustängsten ein Schnippchen schlagen .....   | 28  |
| 4. Unternehmen schaffen Wert .....                         | 33  |
| 5. Was der Investor über Geld wissen sollte .....          | 40  |
| 6. Die ganze Wahrheit über Inflation .....                 | 48  |
| 7. Gold ist die bessere Währung .....                      | 54  |
| 8. Investmenterfolg durch richtiges Denken .....           | 62  |
| 9. Grundlegendes zur Performance .....                     | 67  |
| 10. Orientieren Sie sich an den Besten .....               | 73  |
| 11. Liquidität ist kein Muss .....                         | 78  |
| 12. Die Börse ist kein Schönheitswettbewerb .....          | 83  |
| 13. Vorsicht vor Prognosen .....                           | 87  |
| 14. Über die Natur des Zinses .....                        | 93  |
| 15. Die Macht des Zinseszinses .....                       | 98  |
| 16. Dividendenjagd bringt nicht den erhofften Erfolg ..... | 102 |
| 17. Falsches Risiko, richtiges Risiko .....                | 106 |
| 18. Vorsicht vor risikobereinigter Rendite .....           | 110 |
| 19. Wie man mit Wechselkursschwankungen umgeht .....       | 114 |
| 20. Kritik der Diversifikation .....                       | 119 |
| 21. Die Tugend der Konzentration .....                     | 124 |
| 22. Mit Unsicherheit richtig umgehen .....                 | 133 |
| 23. Die Steuer – der Feind der Rendite .....               | 138 |
| 24. »Behavioral Finance« – viel Wind um wenig Wissen ....  | 145 |
| 25. Vorsicht: Die Robo-Investoren kommen .....             | 149 |
| 26. Staatsanleihen – ein unmoralisches Angebot .....       | 154 |
| 27. Zentralbanken – die Krisenverursacher .....            | 160 |



|                                                          |     |
|----------------------------------------------------------|-----|
| 28. Crash-Angst schmälert die Rendite .....              | 169 |
| 29. Ohne selbst zu denken, geht es nicht .....           | 175 |
| 30. Über den Abwärtstrend des Zinses .....               | 184 |
| 31. Und was ist, wenn das Geld doch kaputtgeht? .....    | 191 |
| 32. Die Revolution der Kryptowährungen .....             | 196 |
| 33. Super-Investor hadert mit Kryptowährungen .....      | 206 |
| 34. Chancen nutzen – in gute Unternehmen investieren ... | 212 |

## ANHANG

|                                              |     |
|----------------------------------------------|-----|
| Kritik der modernen Finanzmarkttheorie ..... | 219 |
| Literatur .....                              | 249 |
| Über den Autor .....                         | 251 |

*»Investment is most intelligent when it is most businesslike.«*

— BENJAMIN GRAHAM

*»[F]inding the really outstanding companies and staying with them through all the fluctuations of a gyrating market proved far more profitable to far more people than did the more colorful practice of trying to buy them cheap and sell them dear.«*

— PHILIP A. FISCHER

*»It's not supposed to be easy. Anyone who finds it easy is stupid.«*

— CHARLIE MUNGER

*»It is not necessary to do extraordinary things to get extraordinary results.«*

— WARREN E. BUFFETT

*»Monetary inflation not only raises prices and destroys the value of the currency unit; it also acts as a giant system of expropriation.«*

— MURRAY N. ROTHBARD

# Einleitung

Bücher über das Investieren gibt es viele, und unter ihnen sind ausgezeichnete Werke. Warum also noch ein Buch? Warum dieses Buch?

Seit vielen Jahren beschäftige ich mich als Ökonom intensiv mit den volkswirtschaftlichen Problemen, die das weltweite ungedeckte Papiergeldsystem (man bezeichnet es auch als *Fiat-Geldsystem*) verursacht. Dazu gehören zum Beispiel Inflation, (Zwangs-) Umverteilung, Wirtschafts- und Finanzkrisen (»Boom und Bust«) und Überschuldung. All diese Probleme habe ich in vielen Vorträgen und Aufsätzen behandelt.

Seit der internationalen Finanz- und Wirtschaftskrise 2008/2009 hat das öffentliche Interesse an diesen Themen ganz erheblich zugenommen. Meine Vorträge und Aufsätze, so stellte ich fest, stießen auf wachsendes Interesse. Vor allem bin ich von Zuhörern und Lesern immer häufiger und mit Nachdruck gefragt worden: *Wie lege ich mein Vermögen in einem Fiat-Geldregime an, damit es erhalten bleibt? Welche Möglichkeiten gibt es, wenn ich bestrebt bin, mein Vermögen zu mehren?*

Mir wurde klar, dass man sich als Ökonom nicht nur darauf beschränken darf, zu analysieren und Probleme aufzuzeigen, sondern dass man auch praktikable Lösungen erarbeiten und anbieten muss. Mit dieser Einsicht (zu der mich, so sollte ich anmerken, meine Frau hingeführt hat) habe mich vor gut sieben Jahren aufgemacht, konkrete, praktisch umsetzbare Handlungsempfehlungen zu erarbeiten.

Die »Währungsfrage« war für mich bereits seit vielen Jahren gelöst: Gold ist aus meiner Sicht langfristig die härteste, verlässlichste Währung. Der Anleger braucht aber auch eine nach Abzug der Inflation positive Rendite, um an der volkswirtschaftlichen Vermögensmehrung teilzuhaben. Daher habe ich versucht, von den besten Investoren zu lernen: das Vorgehen derjenigen In-

vestoren eingehend zu studieren, die über lange Phasen hinweg hohe Rendite auf ihr eingesetztes Kapital erzielt haben und dabei gleichzeitig umsichtig und klug mit den Risiken des Investierens umgegangen sind. Zu diesem Kreis der besten, der erfolgreichsten Investoren zählen Namen wie Benjamin Graham, Philip A. Fisher, Warren E. Buffett, Charlie Munger, Seth Klarman, Walter Schloss, Gerald M. Loeb, Joel Greenblatt, Howard Marks und andere.

Von besonderem Interesse war für mich herauszufinden, ob es *zeitlose Prinzipien für erfolgreiches Geldanlegen* gibt. Ich bin zum Schluss gelangt: Ja, es gibt sie! Und im Grunde kann jeder sie sich zu Eigen machen, sie erlernen, sie für sich nutzbar machen. Aus dieser Einsicht heraus – und auch als Ausdruck meiner gewonnenen Überzeugung – habe ich mich Ende 2012 mit einem Value-Investor zusammengetan und einen Investmentfonds gegründet, mit dem die *zeitlosen Prinzipien für erfolgreiches Investieren* konsequent in die Tat umgesetzt werden. Die Wertentwicklung des Fonds, dem ich beratend zur Seite stehe, hat uns recht gegeben.

Anfang 2017 habe ich begonnen, für die *WirtschaftsWoche Online* eine vierzehntägig erscheinende Kolumne mit dem Titel *Intelligent investieren* zu verfassen. Damit wollte ich Aufklärungsarbeit leisten: eine breite Leserschaft in Kontakt bringen und vertraut machen mit den zeitlosen Prinzipien des erfolgreichen Investierens – und dabei eine kritisch-konstruktive Auseinandersetzung mit althergebrachten Börsenweisheiten und vor allem den Anlageempfehlungen der Banken- und Finanzindustrie führen. Viele positive, aber auch einige kritische Reaktionen auf meine Beiträge haben mich ermuntert, aus diesen Kolumnen und weiterführenden Aufsätzen das vorliegende Buch zusammenzustellen. Der Kolumnencharakter bringt es mit sich, dass sich einige grundlegende Hinweise und Ausführungen, etwa zur Identifizierung von »großartigen Unternehmen«, in verschiedenen Beiträgen wiederholen. Bei der Zusammenstellung für dieses Buch wurde bewusst darauf verzichtet, solche Redundanzen zu eliminieren, um den Aufbau der in sich geschlossenen Aufsätze zu erhalten.

Das Buch richtet sich an private wie auch professionelle Anleger, die daran arbeiten, ihren Investitionserfolg zu verbessern, also im Grunde an jeden, der – wie ich es bezeichne – ein »umsichtiger Investor« werden will: ein Investor, der eine hohe Rendite auf

das eingesetzte Kapital bei gleichzeitig begrenztem Risiko anstrebt und dabei auch über die Ausdauer und die Willensstärke verfügt, sein Geld langfristig (das heißt mindestens für fünf Jahre) anzulegen und sich nicht unnötig vom kurzatmigen Auf und Ab an den Börsen ablenken lässt.

Besonders hinweisen möchte ich an dieser Stelle auf den im Anhang dieses Buches abgedruckten Aufsatz »Kritik der modernen Finanzmarkttheorie«. Er ist mein Versuch, die *moderne Finanzmarkttheorie* – auf die sich im Kern die in den folgenden Beiträgen geäußerte Kritik immer wieder richtet – einer strikten logischen Kritik zu unterwerfen. Um das Ergebnis vorwegzunehmen: Die moderne Finanzmarkttheorie, die mittlerweile eine dominierende Rolle für das Anlegerverhalten auf den Finanzmärkten einnimmt, und von der wichtige Handlungsempfehlungen für das Investieren abgeleitet werden, erweist sich als logisch inkonsistent und damit falsch. Der umsichtige Investor sollte sich daher von der modernen Finanzmarkttheorie fernhalten.

Wenn Sie nach der Lektüre dieses Buches sagen können, dass Sie nun anders über das Investieren denken und dass Sie erkannt haben, wie man beim Investieren vorgehen sollte – und was man beim Investieren vermeiden muss –, dann hat sich das Schreiben der Aufsätze gelohnt. Damit lässt sich nun auch die anfangs gestellte Frage beantworten: Dieses Buch soll die *zeitlosen Prinzipien für erfolgreiche Investments* in einer komprimierten und verständlichen, gut lesbaren Form jedem, der sich für das Investieren interessiert, zugänglich machen. Denn wer diese Prinzipien erfasst, verinnerlicht und sich konsequent an ihnen ausrichtet, vermeidet unnötige Fehler und besitzt eine gute Ausgangsposition, um erfolgreiche Investitionsentscheidungen treffen zu können.

An dieser Stelle möchte meinen Dank aussprechen: an Andreas Toller und Malte Fischer von der *WirtschaftsWoche* für ihre großzügige Unterstützung; dem Value-Investor Matthias Riechert, der meine Gedanken über das Investieren in die richtigen Bahnen gelenkt hat; den zahlreichen Gesprächspartnern und Investoren, mit denen mich eine enge und vertrauensvolle Zusammenarbeit verbindet; und Georg Hodolitsch vom FinanzBuchVerlag für die professionelle Begleitung. Vor allem gilt mein Dank meiner Frau Dr. Ruth Polleit Riechert. Ohne ihre Liebe und Ermunterung hätte ich nicht die »Komfortzone« des Ökonomen verlassen und mich den

intellektuellen und vor allem auch mentalen Herausforderungen des Investierens gestellt. Sie alle haben zu diesem Buch – direkt oder indirekt, wissentlich oder unwissentlich – beigetragen. Alle verbliebenen Unzulänglichkeiten dieses Buches sind ausschließlich mir allein anzulasten.

Thorsten Polleit  
Königstein i. T., Oktober 2018

## 1. KAPITEL

# Investieren Sie schon, oder spekulieren Sie noch?

*»[T]he investor should feel sure of himself and of his advisors [...] as to whether they have a clear concept of the differences between investment and speculation and between market price and underlying value.«*

BENJAMIN GRAHAM

Wenn Sie, liebe Leserin, lieber Leser, darüber nachdenken, wie Sie bislang Ihre Geldanlageentscheidungen getroffen haben: Würden Sie dann sagen, dass Sie investiert oder eher spekuliert haben? Vermutlich werden Sie antworten: Es kommt darauf an, wie man Investieren und Spekulieren definiert. Recht haben Sie. In der Tat können die Begriffe Investieren und Spekulieren für unterschiedliche Personen zu unterschiedlichen Zeiten durchaus unterschiedliche Bedeutung haben.

Etwas flapsig könnte man sagen: Investieren ist erfolgreiches Spekulieren, und Spekulieren ist erfolgloses Investieren. Doch ganz so einfach sollte man es sich nicht machen. Benjamin Graham (1894–1976) – akademischer Lehrer, Investor und Autor der in Fachkreisen bekannten und eifrig rezipierten Bestseller *Security Analysis* (1934, dt.: *Die Geheimnisse der Wertpapieranalyse*), den er gemeinsam mit David L. Dodd (1885–1988) verfasst hat, und *The Intelligent Investor* (1949; dt.: *Intelligent investieren*) – hat sich eingehend mit der Frage auseinandergesetzt, was Investieren und was Spekulieren eigentlich ausmacht. Seine Überlegungen dazu sind zeitlos, sind heute noch hilfreich für jeden, der investieren – und nicht spekulieren – will.

Graham verdeutlicht den Unterschied zwischen Investieren und Spekulieren mit dem Konzept der *Sicherheitsmarge* (»Margin of Safety«). Die Sicherheitsmarge bezeichnet die Differenz zwischen dem fundamentalen (oder: intrinsischen) Wert eines Wertpapiers und seinem Kaufpreis. Kostet beispielsweise eine Aktie an der Börse 40 US-Dollar, und beträgt ihr Wert (den Sie als Investor nach aufwendiger Analyse ermittelt haben) 100 US-Dollar, so beträgt die Sicherheitsmarge 60 US-Dollar oder 60 Prozent: Um diesen Betrag beziehungsweise Prozentsatz kann der Wert der Aktie fallen, ohne dass Ihr investiertes Kapital verloren geht.

Eine hohe Sicherheitsmarge stellt dem Investor zum einen erhöhte Renditechancen in Aussicht, in unserem Beispiel von 150 Prozent (wenn die Aktie, die man zu 40 US-Dollar gekauft hat, nachfolgend auf ihren Wert von 100 US-Dollar steigt). Eine hohe Sicherheitsmarge schützt den Investor zum anderen davor, die Erfolgsaussichten – und damit den Wert der Aktie – zu überschätzen und einen zu hohen Preis zu bezahlen. Wir können damit festhalten: Je höher (niedriger) die Sicherheitsmarge ausfällt, desto höher (niedriger) ist die Renditechance, und desto niedriger (höher) das Risiko für den Investor. Doch gibt es überhaupt Phasen, in denen die Preise an der Börse von ihrem Wert abweichen und in denen ein umsichtiger Graham-Investor das Prinzip der Sicherheitsmarge ausnutzen kann?

Vertreter der modernen Finanzmarkttheorie verneinen das. Sie sind der Auffassung, die Börsenkurse entsprächen stets ihrem fundamentalen (intrinsischen) Wert und dass es deswegen für den Anleger nicht möglich sei, durch gezielte Auswahl von Aktien eine Rendite zu erzielen, die höher ist als die Rendite des Gesamtmarktes. Auf diesen Glaubenssätzen ist die heutige Finanzbranche, ist das Verhalten der Mehrheit der Finanzmarktakteure aufgebaut. Doch ist das, was die moderne Finanzmarkttheorie sagt, überzeugend?

Man darf durchaus Zweifel anmelden. Logische Gründe sprechen gegen die moderne Finanzmarkttheorie: Würden die Börsenkurse stets ihrem Wert entsprechen, würde es gar keinen Handel, keine Transaktionen geben (können). Denn dann hätte niemand einen Grund zu kaufen oder zu verkaufen. Und das entspricht natürlich nicht der Wirklichkeit: Auf den Finanzmärkten wird vielmehr fortwährend gehandelt, eben weil unterschiedliche Markt-



akteure unterschiedliche Einschätzungen über den richtigen Wert von Aktien, Anleihen und Devisen haben.

Die Erfahrung zeigt, dass es immer wieder Phasen gibt, in denen Sorge, Furcht und Panik den Börsenkurs der Aktie weit unter ihren Wert treiben können. Ein Beispiel ist die Finanz- und Wirtschaftskrise 2008/2009. Die Aktienkurse fielen extrem stark und viele rutschten unter ihren Wert, auch die von Unternehmen, die erfolgreiche Geschäftsmodelle hatten und die weiterhin in der Lage waren, Gewinne zu erzielen. Gerade in der Zeit der großen Krise boten sich ausgezeichnete Kaufgelegenheiten: Denn nach Graham investiert man dann beherzt, wenn die Sicherheitsmarge hinreichend hoch ausfällt.

Aus diesem Blickwinkel betrachtet, wird auch deutlich, dass Aktieninvestments nicht per se spekulative und Anleiheinvestments nicht per se nicht-spekulative, sichere Investments sind. Es kommt vielmehr auf die Sicherheitsmarge an. Graham berichtet in diesem Zusammenhang, dass in den 1920er-Jahren Anleihen von US-amerikanischen Eisenbahngesellschaften als risikoarme Papiere heiß begehrt waren und problemlos bei Privatanlegern platziert wurden. Dann jedoch, in der »Großen Depression« Ende der 1920er-/Anfang der 1930er-Jahre, fielen die Kurse dieser Papiere um bis zu 90 Prozent – das Papier, das zuvor 1 US-Dollar an der Börse kostete, war nun für 0,1 US-Dollar zu haben.

Die gleichen Anleihen, die vor dem Kurssturz als sicher gegolten hatten, wurden, nachdem die Kurse gefallen waren, als risikoreich angesehen, und viele Anleger machten einen großen Bogen um sie. Einige kundige Investoren erkannten jedoch, dass die Eisenbahngesellschaften noch über ausreichende finanzielle Mittel verfügten, um die Anleihen zumindest teilweise zu bedienen. Sie schätzten den Wert der Anleihen auf 0,4 US-Dollar – und kauften. Schließlich betrug die Sicherheitsmarge für die Anleihen aufgrund des Kursrücksetzes 300 Prozent! Damit wird deutlich: Der intrinsische Wert im Vergleich zum Marktpreis entscheidet darüber, ob ein Wertpapier eine sinnvolle Investition oder eine (unvertretbare) Spekulation ist.

In der Regel notieren Aktien großer und bekannter Unternehmen (»Blue Chips«) relativ teuer an der Börse. Denn viele Anleger neigen dazu, Aktien bekannter Namen zu kaufen. Auf diese Weise glauben sie, ihr Investitionsrisiko zu begrenzen. Aus Sicht eines

Graham-Investors ist dieses Vorgehen allerdings nicht überzeugend. Übersehen wird, dass der Preis, den man für die Aktien der Großen und Bekannten zu bezahlen hat, häufig keine attraktive Sicherheitsmarge bietet. Nicht nur fällt die Investitionsrendite gering(er) aus, der Investor geht auch ein erhöhtes Kapitalverlustrisiko ein (wenn der Wert der Aktien nahe am Kaufpreis oder gar darunter liegt).

Damit wird deutlich, was Spekulieren ist: Man spekuliert, wenn man den Wert eines Wertpapiers, das man erwirbt, nicht kennt. Und wenn man den Wert nicht (annähernd) kennt, lässt sich auch die Sicherheitsmarge nicht mit hinreichender Gewissheit abschätzen. Der Spekulant kann Glück haben, dass das Papier, das er kauft, tatsächlich einen deutlich höheren Wert hat als der Preis, den er bezahlt. Wenn das aber nicht der Fall ist – wenn also die Sicherheitsmarge gering ausfällt oder gar negativ ist (der Wert des Papiers unter dem Kaufpreis liegt) –, läuft er Gefahr, eine geringe oder gar negative Rendite einzufahren.

Mit Graham lässt sich sagen: Der Investor trägt ein geringeres Risiko als der Spekulant, weil der Investor, anders als der Spekulant, mit dem Prinzip »Preis-versus-Wert« arbeitet. Damit kommen wir zu einer ganz entscheidenden Frage: Wie lässt sich der Wert eines Wertpapiers ermitteln? Betrachten wir dazu ein Unternehmen beziehungsweise seine Aktie. Zur Wertbestimmung gibt es eine feste Formel: Der Wert der Aktie ist die Summe aller *abgezinsten* künftigen Gewinne.

### Wie man Aktien bewertet

Nehmen wir an, Sie analysieren ein Unternehmen und kommen zum Schluss, dass es Ihnen einen Gewinn von 100 Euro pro Jahr für die kommenden 10 Jahre beschert. Welchen Preis sind Sie maximal bereit, für das Unternehmen beziehungsweise für seine Aktie zu zahlen? Zunächst werden Sie in Erfahrung bringen, wie hoch der Marktzins ist. Nehmen wir an, er beträgt 5 Prozent pro Jahr. Das heißt, wenn Sie zu 5 Prozent pro Jahr 100 Euro anlegen, haben Sie am Ende eines Jahres 105 Euro (vor Steuern, wohlgemerkt). Daraufhin werden Sie die *erwarteten* Gewinne des Unternehmens abzinsen auf die

Gegenwart, also ihren *Barwert* ermitteln: Der Wert des Unternehmens entspricht der *Summe aller abgezinster Gewinne*. In unserem Beispiel ergibt sich ein Barwert in Höhe von 772,20 Euro.

Abb. 1: Wie man den Wert eines Unternehmens ermittelt  
*Gewinne, Barwert der Gewinne und Unternehmenswert – ein Beispiel*

| Jahr | Gewinn pro Jahr | Abgezinster Gewinn auf das Jahr <sup>(1)</sup> | Barwert der Investition* |
|------|-----------------|------------------------------------------------|--------------------------|
| 0    |                 |                                                | 772,2                    |
| 1    | 100             | 95,2                                           | ...                      |
| 2    | 100             | 90,7                                           | ...                      |
| 3    | 100             | 86,4                                           | ...                      |
| 4    | 100             | 82,3                                           | ...                      |
| 5    | 100             | 78,4                                           | ...                      |
| 6    | 100             | 74,6                                           | ...                      |
| 7    | 100             | 71,1                                           | ...                      |
| 8    | 100             | 67,7                                           | ...                      |
| 9    | 100             | 64,5                                           | ...                      |
| 10   | 100             | 61,4                                           | ...                      |

Quelle: Eigene Berechnungen. Annahme: Marktzins beträgt 5 Prozent pro Jahr.

<sup>(1)</sup> Beispielsweise beträgt der Barwert der Zahlung im Jahr 2:  $100 / ((1+0,5)^2) = 90,7$ , der der Zahlung in Jahr 8:  $100 / ((1+0,5)^8) = 67,7$ .

\*Summe der Beträge in Spalte 3.

Wenn die Aktie der Firma an der Börse 772,20 Euro kostet, können Sie entweder Ihr Geld zu 5 Prozent anlegen oder die Aktie kaufen. Beides erzielt die gleiche Rendite. Liegt der Börsenkurs *über* 772,20 Euro, ist es vorteilhafter für Sie, wenn Sie Ihr Geld zu 5 Prozent anlegen. Denn die Aktie, wenn sie für mehr als 772,20 Euro gekauft wird, bringt Ihnen eine Rendite von weniger als 5 Prozent. Liegt der Börsenkurs *unter* 772,20 Euro, ist es hingegen vorteilhafter für Sie, die Aktie zu erwerben anstatt das Geld zu 5 Prozent pro Jahr anzulegen.

Nun sind aber die künftigen Unternehmensgewinne unbekannt, und es stellt sich zudem die Frage, welchen Diskontierungsfaktor man wählen soll. Wer sich gewissenhaft an die Arbeit macht, um die künftigen Unternehmensgewinne abzuschätzen, der wird sehr rasch merken, dass es Unternehmen gibt, bei denen das tendenziell möglich ist (wenn man sich intensiv mit dem Unternehmen und seiner Branche beschäftigt), und dass es Unternehmen gibt, bei denen das nur schwer oder ganz unmöglich ist. Der umsichtige Graham-Investor wird sich nur mit solchen Unternehmensaktien genauer beschäftigen, deren Zukunftserfolge er zumindest annähernd verlässlich beurteilen kann, und er wird die Finger von den Aktien lassen, die er nicht versteht.

Der umsichtige Investor wird zudem einen Diskontierungszins wählen, der ökonomisch sinnvoll für ihn ist (und das ist seine künftige alternative Renditemöglichkeit, näherungsweise in Form von zum Beispiel der Rendite für 30-jährige Anleihen, beziehungsweise in einem Umfeld, in dem die Zentralbanken die Zinsen künstlich tief halten, eine ökonomisch sinnvolle Mindestrendite). Der Barwert – der der Summe aller abgezinsten künftigen Unternehmensgewinne entspricht – ist sodann mit dem Börsenkurs zu vergleichen. Eine Investition macht aus Sicht eines Graham-Investors dann Sinn, wenn der Wert der Aktie deutlich (zum Beispiel 10 oder 20 Prozent) *über* dem zu bezahlenden Börsenkurs liegt.

Wer investieren und nicht spekulieren will, der kommt folglich nicht drum herum, die Ärmel hochzukrempeln und sich daranzumachen, den Wert der Aktie (gleiches gilt für Anleihen oder Immobilien) aufzuspüren – und zwar indem er Unternehmensberichte liest, Unternehmensmessen besucht, denkt und rechnet. Eine schnelle und leichte Abkürzung gibt es nicht: Wer seine Investitionsentscheidung zum Beispiel nur aufgrund von Kurs-Gewinn-Verhältnissen oder der Dividendenrenditen trifft, geht nicht gut begründet vor; er wird so nicht zum erhofften Erfolg gelangen.

Das Investieren wie ein Graham-Investor hat einen weiteren Vorzug: Wer den Wert der Aktien, in die er investiert hat, hinreichend genau kennt, der kann auch dann gut schlafen, wenn an den Börsen Panik herrscht, wenn die Kurse der Aktien zeitweise unter ihren Wert fallen. Verlustängste entstehen nämlich vor allem daraus, dass man spekuliert und nicht investiert: dass man den Wert

nicht kennt und folglich auch nicht die Sicherheitsmarge. Allein schon wegen der beruhigenden Wirkung auf den eigenen Seelenfrieden ist es lohnend, sich mit den Ideen des Graham-Investors anzufreunden.

### Wie man mit der »Sicherheitsmarge« umgeht

Nehmen wir an, Ihre Analyse kommt zum Ergebnis, die Aktie ist 100 Euro wert. An der Börse – an der es gerade panisch zugeht – wird sie zu, sagen wir, 70 Euro gehandelt. Ihre »Sicherheitsmarge« liegt folglich bei 30 Euro beziehungsweise 30 Prozent: Um diesen Betrag beziehungsweise Prozentsatz kann der Aktienwert fallen, ohne dass Sie einen Kapitalverlust erleiden. Wenn der Börsenkurs auf 90 Euro steigt (der Kursgewinn Ihrer bereits gekauften Aktien beträgt 28,6 Prozent), schrumpft die Sicherheitsmarge auf 10 Prozent, wenn die Aktie zu 90 Euro gekauft wird. Handelt die Aktie hingegen bei 110 Euro, würden Sie nicht kaufen. Die Aktie wäre zu teuer, Ihre Sicherheitsmarge *negativ*: Ein Kauf zu 110 Euro würde Ihnen einen Kapitalverlust von 10 Prozent bescheren.

Abb. 2: Wert, Preis und die Sicherheitsmarge einer Aktie

*Wie sich die Sicherheitsmarge erklärt*

|                       | 1   | 2   | 3   | 4   | 5   | 6   |
|-----------------------|-----|-----|-----|-----|-----|-----|
| Wert, €               | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 |
| Kaufpreis, €          | 50  | 70  | 80  | 90  | 100 | 110 |
| Sicherheitsmarge in % | 50  | 30  | 20  | 10  | 0   | -10 |

Quelle: Eigene Darstellung. Die Sicherheitsmarge errechnet sich als Unterschied zwischen Wert und Kaufpreis der Aktie, ausgedrückt in Prozent des Wertes.

Es ist denkbar, dass Ihre Analyse zeigt, dass der Wert, den Sie bisher den Aktien zugewiesen haben, nun deutlich niedriger anzusetzen ist – weil sich zum Beispiel das Wettbewerbsumfeld für das Unternehmen verändert hat und sich die Gewinnperspektiven verschlechtert haben. Nehmen wir an, der Börsenkurs der Aktie ist 80 Euro, und Ihre bisherige Wert-

einschätzung lag bei 100 Euro. Nun aber sind Sie der Auffassung, der Wert liegt nur noch bei 70 Euro. In diesem Falle würde Ihnen die Sicherheitsmarge (von minus 10 Euro) empfehlen, die Aktie zu verkaufen – und nach besseren Gelegenheiten Ausschau zu halten.

## 2. KAPITEL

# Die Gretchenfrage: Kann ich, oder kann ich nicht?

*»Diejenigen fürchten das Pulver am meisten, die es nicht erfunden haben.«*

HEINRICH HEINE

»Bald kommt der Aktienmarkt-Crash.« Wer eine solche Überschrift veröffentlicht, kann sich großer Aufmerksamkeit sicher sein. Denn sie rührt an Urängste, an psychologische Schwachpunkte der meisten Börsianer: der Angst vor Verlusten. Derzeit fallen die Krisenprophezeiungen wieder auf fruchtbaren Boden: Der weltweite Börsen-Boom befindet sich bereits in seinem neunten Jahr, und an Faktoren, die sein Ende einläuten könnten, herrscht kein Mangel.

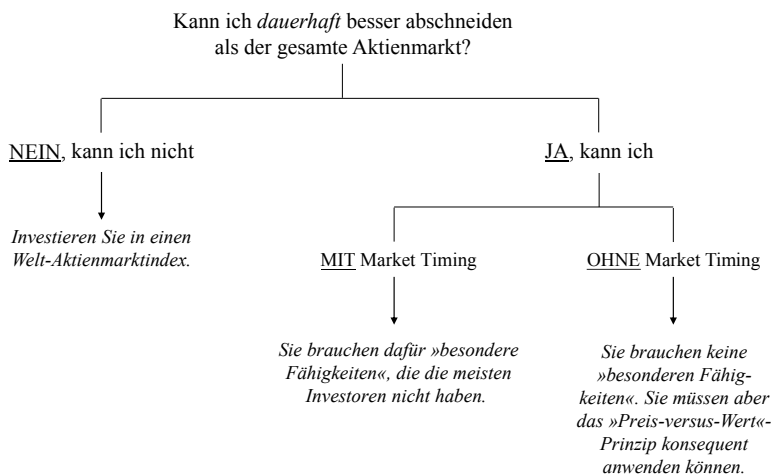
Als da wären: Die US-Zentralbank (Fed) hebt die Zinsen an und beendet die bisher kurstreibende Geldflut; die US-Administration greift zu Importzöllen, auf die andere Länder mit Vergeltung reagieren – damit wird die internationale Arbeitsteilung, der unverzichtbare Grundpfeiler des weltweiten Wohlstandes und eine wichtige Triebfeder der Unternehmensgewinne, beeinträchtigt; und dann steigt auch noch die ohnehin bereits hohe weltweite Verschuldung immer weiter an.

Wie soll man als umsichtiger Investor mit Crash-Ängsten umgehen? So mancher Anleger wird vermutlich das Börsen-Fernsehen anschalten, wird Marktberichte von Banken und Brokern lesen und versuchen, sich ein fundiertes und umfassendes Bild zu machen, um die richtigen Entscheidungen

treffen zu können. Wenngleich das auch auf den ersten Blick vernünftig klingt: Das ist nicht das, was der Investor als Erstes machen sollte.

Er sollte sich vielmehr die zentrale, die elementare Frage in Erinnerung rufen, die sich *jeder*, der mit Sinn und Verstand investieren will, stellen und auch gut durchdacht beantworten sollte. Diese Frage lautet: *Kann ich über die Jahre hinweg betrachtet besser als der Gesamtmarkt abschneiden, ja oder nein?* Kann ich eine Rendite erzielen, die langfristig höher ist als die Rendite des Gesamtmarktes – kann ich das leisten, oder kann ich das nicht leisten? (Siehe hierzu die nachstehende Grafik.)

Abb. 3: Die zentrale Frage für alle, die umsichtig investieren



Quelle: Eigene Darstellung.

## Nein, kann ich nicht

Wenn die Antwort *Nein* lautet, ist das keine Schande. Man steht nicht allein damit: Den meisten Investoren gelingt es nicht, eine Rendite zu erzielen, die höher ist als die Rendite des Gesamtmarktes. Die sinnvolle Lehre daraus ist: Investiere in den Welt-Aktienmarktindex per Zertifikat oder ETF. Denn durch ein solches *passives Investieren* können Sie an der weltweiten Kursentwicklung der



Unternehmensanteile teilhaben, und das zu sehr geringen (Transaktions-)Kosten.

Konsequent angewandt setzt man hier auf die lange Frist, das heißt man betreibt kein »Market Timing«. Denn wer die Hoffnung hegt, er könne durch vorzeitiges Verkaufen den Kursstürzen auf dem Aktienmarkt entkommen, begeht einen Denkfehler: Wer die Hoffnung hegt, er könne durch geschicktes, zeitweises Aus- und Wiedereinsteigen besser abschneiden als der Aktienmarkt, der widerspricht seiner Grundsatzentscheidung – dass er eben *nicht* besser abschneiden kann als der Gesamtmarkt. Das ist ein Fehler, den man vermeiden sollte.

## Ja, kann ich – und zwar mit »Market Timing«

Lautet die Antwort *Ja* – ich kann besser abschneiden als der Gesamtmarkt –, wie soll man dann mit dem Auf und Ab an den Börsen umgehen? Hier gibt es zwei mögliche Ansätze. Der *erste Ansatz* besteht darin, dass man mit »Market Timing« versucht, den Aktienmarkt outzuperformen: Als »Market Timer« bemüht man sich, aus dem Aktienmarkt auszusteigen, kurz bevor es zu Kursrückschlägen kommt, und nach erfolgtem Kursrutsch *frühzeitig* wieder einzusteigen.

Vielleicht gibt es erfolgreiche Market Timer. Aber sie sind vermutlich rar gesät. Denn es gibt keine Möglichkeit, bereits schon heute die Faktoren verlässlich zu identifizieren und systematisch vorherzusagen, die die künftigen Aktienkurse bestimmen. In der kurzen Frist bilden sich die Aktienkurse nicht selten aufgrund psychologischer Gründe wie Euphorie und Angst, Gier und Panik, nicht aber aufgrund fundamentaler Erwägungen wie Marktstellung und Eigenkapitalrendite einer Firma.

Die psychologischen Faktoren zu identifizieren und ihren Einfluss auf die künftigen Aktienkurse verlässlich vorhersagen zu wollen, ist ein – zumindest in wissenschaftlicher Hinsicht – unmögliches Unterfangen: Es gibt das Wissen nicht, das uns sagen könnte, welche Faktoren bestimmte Gemütszustände der Börsianer bewir-

ken, und wie diese Gemütszustände die Aktienkurse beeinflussen. Das menschliche Handeln lässt sich nicht prognostizieren, wie es in der Naturwissenschaft praktiziert wird.

Wer als Market Timer erfolgreich ist, muss daher über eine »besondere Fähigkeit« verfügen, muss das können, was normalerweise unerreichbar ist: Er muss wissen, was künftig passiert, und welche Wirkung das auf die Aktienkurse hat. Wie gesagt, ausgeschlossen ist es nicht, dass jemand das kann. Aber die »besondere Fähigkeit« kann per definitionem nicht jeder haben. Und jeder, der meint, er könne mit Market Timing herausstechen, sollte daher gut darüber nachdenken, ob er tatsächlich zu den erfolgreichen Market Timern zählt.

Sollte man *nicht* zu den erfolgreichen Market Timern zählen – unterliegt aber fälschlicherweise der Illusion, »besondere Fähigkeiten« zu haben –, kann das den Investor sehr teuer zu stehen kommen. Man wird in Boom-Phasen zu früh verkaufen, in Crash-Phasen zu spät kaufen, was insgesamt dazu führen wird, dass die eigene Rendite unter der des Gesamtmarktes liegt. Das Resultat ist dann nicht Outperformance, sondern Underperformance.

## Ja, ich kann – aber nicht mit »Market Timing«

Der *zweite Ansatz* umfasst die Investoren, die meinen, sie können den Gesamtmarkt outperformen, aber nicht indem sie auf »Market Timing« setzen. Die Investoren, die versuchen, ohne Market Timing eine Outperformance zu erzielen, halten sich strikt an das »Preis-versus-Wert«-Prinzip. Der *Preis* einer Aktie ist der Börsenkurs. Er ist während der Handelszeit jederzeit und von allen einsehbar und zeigt, für wie viel Geld eine Aktie den Besitzer gewechselt hat.

Der *Wert* einer Aktie findet sich hingegen nicht auf dem Kurszettel (und viele Börsianer, die Aktien kaufen und verkaufen, kennen ihn auch nicht). Er muss vielmehr ermittelt werden – und entspricht der Summe der abgezinsten Gewinne, die ein Unter-