

MIT EINEM VORWORT VON WARREN BUFFETT

**BENJAMIN GRAHAM  
DAVID L. DODD**

Die Geheimnisse der  
**WERTPAPIER  
ANALYSE**

Überlegenes Wissen für Ihre Anlageentscheidung





**BENJAMIN GRAHAM**

**DAVID L. DODD**

**DIE GEHEIMNISSE DER  
WERTPAPIER  
ANALYSE**

ÜBERLEGENES WISSEN FÜR IHRE ANLAGEENTSCHEIDUNG

———— SIEBTE AUFLAGE ————

FBV

### **Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek**

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

### **Für Fragen und Anregungen**

[info@m-vg.de](mailto:info@m-vg.de)

### **Wichtiger Hinweis**

Ausschließlich zum Zweck der besseren Lesbarkeit wurde auf eine genderspezifische Schreibweise sowie eine Mehrfachbezeichnung verzichtet. Alle personenbezogenen Bezeichnungen sind somit geschlechtsneutral zu verstehen.

© der deutschen Ausgabe 2024, 2008 by FinanzBuch Verlag, ein Imprint der Münchner Verlagsgruppe GmbH  
Türkenstraße 89  
80799 München  
Tel.: 089 651285-0

© der Originalausgabe © 2023, 2009, 1988, 1962, 1951, 1940, 1934 by McGraw Hill. All rights reserved.  
Die Originalausgabe erschien unter dem Titel »Security Analysis, Principles and Technique, Seventh Edition«

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. Wir behalten uns die Nutzung unserer Inhalte für Text und Data Mining im Sinne von § 4b UrhG ausdrücklich vor.

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.

Redaktion: Leonie Zimmermann; Moritz Malsch, buch-concept.de, Judith Engst (neue Kommentare 2024)  
Lektorat: Marion Reuter, Katrin Schlechtriemen  
Übersetzung: Reno Basler, Florian Schulze, Horst Fugger (Vorwort W. E. Buffett), Petra Pyka (neue Kommentare 2024)  
Satz: Daniel Förster, Carsten Klein  
Druck: Print Best, Estland  
Printed in the EU

ISBN Print 978-3-95972-767-9  
ISBN E-Book (PDF) 978-3-98609-493-5  
ISBN E-Book (EPUB, Mobi) 978-3-98609-494-2



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

Vorwort von Warren E. Buffett . . . . .	7
Vorwort zur siebten Ausgabe: Die unvergängliche Weisheit von Graham und Dodd. . . . .	8
Vorwort zur zweiten Ausgabe . . . . .	43
Vorwort zur ersten Ausgabe. . . . .	45
Einleitung zur siebten Ausgabe: Benjamin Graham und <i>Die Geheimnisse der Wertpapieranalyse</i> – der historische Hintergrund . . . . .	47
<b>Wertpapieranalyse</b> . . . . .	65
Einleitung zur zweiten Auflage: Die Probleme von Anlagestrategien . . . . .	65
<b>TEIL I      Überblick und Einführung</b> . . . . .	81
Einleitung zu Teil I: Benjamin Graham – in seiner Zeit und in unserer . . . . .	82
KAPITEL 1    Anwendungsbereich und Grenzen der Wertpapieranalyse: Das Konzept des inneren Wertes . . . . .	102
KAPITEL 2    Fundamentale Elemente einer Wertpapieranalyse: Quantitative und Qualitative Faktoren . . . . .	117
KAPITEL 3    Informationsquellen . . . . .	132
KAPITEL 4    Unterschiede zwischen Investment und Spekulation . . . . .	142
KAPITEL 5    Klassifizierung von Wertpapieren. . . . .	154
<b>TEIL II      Investitionen mit Festbetragsansprüchen/                   Festverzinsliche Wertpapiere</b> . . . . .	163
Einleitung zu Teil II: Die Entfesselung der Anleihe . . . . .	164
KAPITEL 6    Zur Auswahl von Investitionen mit Festbetragsansprüchen . . . . .	188
KAPITEL 7    Zur Auswahl von Investitionen mit Festbetragsansprüchen: Zweiter und Dritter Grundsatz . . . . .	202

KAPITEL 8	Spezifische Standards für Investitionen in Anleihen . . . . .	217
KAPITEL 9	Spezifische Standards für Investitionen in Anleihen (Fortsetzung) .	228
KAPITEL 10	Spezifische Standards für Investitionen in Anleihen (Fortsetzung) .	247
KAPITEL 11	Spezifische Standards für Investitionen in Anleihen (Fortsetzung) .	257
KAPITEL 12	Besonderheiten der Analyse von Eisenbahn- und Versorgeranleihen.	271
KAPITEL 13	Weitere Besonderheiten der Anleihenanalyse . . . . .	293
KAPITEL 14	Theorie der Vorzugsaktien . . . . .	300
KAPITEL 15	Auswahltechnik bei Investitionen in Vorzugsaktien . . . . .	312
KAPITEL 16	Gewinnschuldverschreibungen und mit Garantien ausgestattete Wertpapiere . . . . .	325
KAPITEL 17	Mit Garantien ausgestattete Wertpapiere (Fortsetzung) . . . . .	338
KAPITEL 18	Schutzbestimmungen und Rechtsmittel vorrangiger Wertpapiere .	353
KAPITEL 19	Schutzbestimmungen (Fortsetzung) . . . . .	366
KAPITEL 20	Schutzmechanismen bei Vorzugsaktien – Substanzerhaltung nachrangiger Finanzierungspapiere . . . . .	378
KAPITEL 21	Laufende Überprüfung des Portfolios . . . . .	391
<b>TEIL III</b>	<b>Vorrangige Wertpapiere mit spekulativen Eigenschaften . . . . .</b>	<b>401</b>
	Einleitung zu Teil III: Die Anlage in notleidende Schuldtitel. . . . .	402
KAPITEL 22	Bevorrechtigte Emissionen. . . . .	416
KAPITEL 23	Technische Eigenschaften von bevorrechtigten Wertpapieren. . . . .	426
KAPITEL 24	Technische Aspekte von wandelbaren Wertpapieren. . . . .	439
KAPITEL 25	Vorrangige Wertpapiere mit Optionen. Partizipierende Wertpapiere. Wechsel und Kursabsicherung. . . . .	448
KAPITEL 26	Vorrangige Wertpapiere mit bedenklicher Sicherheit . . . . .	460
<b>TEIL IV</b>	<b>Theoretische Betrachtung von Aktieninvestitionen.</b>	
	<b>Der Dividendenfaktor . . . . .</b>	<b>473</b>
	Einleitung zu Teil IV: In klassischen Aktien Wert entdecken . . . . .	474
KAPITEL 27	Theoretische Betrachtung von Aktieninvestitionen . . . . .	488
KAPITEL 28	Neuere Ansätze für Aktieninvestitionen . . . . .	506
KAPITEL 29	Der Dividendenfaktor in der Aktienanalyse. . . . .	517
KAPITEL 30	Gratisaktien. . . . .	534

<b>TEIL V</b>	<b>Analyse des Erfolgskontos. Der Ertragsfaktor bei der Beurteilung des Stammaktienwerts . . . . .</b>	<b>547</b>
	Einleitung zu Teil V: Die Entwicklung zum Value-Investor . . . . .	548
	In eigentümergeführte Unternehmen investieren – Die Bedeutung der Ausrichtung .	564
KAPITEL 31	Analyse des Erfolgskontos . . . . .	574
KAPITEL 32	Außerordentliche Verluste und weitere sonstige Positionen in der Erfolgsrechnung . . . . .	590
KAPITEL 33	Irreführende Kunstgriffe in der Erfolgsrechnung. Gewinne von Tochtergesellschaften . . . . .	601
KAPITEL 34	Das Verhältnis von Abschreibungen und ähnlichen Aufwendungen zur Ertragskraft . . . . .	619
KAPITEL 35	Die Abschreibungsverfahren von öffentlichen Versorgungsunternehmen . . . . .	640
KAPITEL 36	Abschreibungen aus Sicht des Investors . . . . .	657
KAPITEL 37	Bedeutung des Ertragsverlaufs . . . . .	686
KAPITEL 38	Besondere Gründe für die kritische Betrachtung oder Ablehnung des führenden Verlaufes . . . . .	701
KAPITEL 39	Kurs-Gewinn-Verhältnisse bei Stammaktien. Anpassungen bei Kapitalisierungsänderungen . . . . .	710
KAPITEL 40	Kapitalstruktur . . . . .	723
KAPITEL 41	Preisgünstige Stammaktien. Eine Analyse der Einkommensquelle .	736
<b>TEIL VI</b>	<b>Bilanzanalyse. Die Auswirkung von Vermögenswerten . . . . .</b>	<b>749</b>
	Einleitung zu Teil VI: Der Nutzen der Bilanzanalyse im Wandel der Zeiten . . . . .	750
KAPITEL 42	Bilanzanalyse: Die Bedeutung des Buchwertes . . . . .	758
KAPITEL 43	Die Bedeutung des Umlaufvermögenswertes . . . . .	770
KAPITEL 44	Auswirkungen des Liquidationswertes. Beziehungen zwischen Aktionären und Management . . . . .	787
KAPITEL 45	Bilanzanalyse (Abschluss). . . . .	803
<b>TEIL VII</b>	<b>Weitere Aspekte der Wertpapieranalyse: Unterschiede zwischen Kurs und Bewertung . . . . .</b>	<b>829</b>
	Einleitung zu Teil VII: Der Markt ist immer noch nicht effizient . . . . .	830
KAPITEL 46	Aktienoptionen . . . . .	844

KAPITEL 47	Finanzierungs- und Managementkosten . . . . .	855
KAPITEL 48	Aspekte von Unternehmensverschachtelungen . . . . .	865
KAPITEL 49	Vergleichende Analyse von Unternehmen derselben Branche . . . . .	875
KAPITEL 50	Unterschiede zwischen Kurs und Wert . . . . .	890
KAPITEL 51	Unterschiede zwischen Kurs und Wert (Fortsetzung) . . . . .	910
KAPITEL 52	Markt- und Wertpapieranalyse . . . . .	919
<b>Teil VIII Aktuelle Konzepte zum Value Investing . . . . .</b>		<b>933</b>
	International investieren . . . . .	934
	An der Schnittstelle börsennotierter und nicht börsennotierter Investitionen: eine Fallstudie . . . . .	951
	Prinzipien und Praktiken für das Management von Stiftungsvermögen . . . . .	961
	Über diese Auflage . . . . .	970
<b>Anhang . . . . .</b>		<b>975</b>
	Anmerkungen zur Einleitung . . . . .	976
	Anmerkungen zu Teil I . . . . .	978
	Anmerkungen zu Teil II . . . . .	983
	Anmerkungen zu Teil III . . . . .	1022
	Anmerkungen zu Teil IV . . . . .	1032
	Anmerkungen zu Teil V–VII . . . . .	1038
	Register . . . . .	1115
	Danksagung . . . . .	1139
	Über die Autorinnen und Autoren der Textbeiträge . . . . .	1140
	Über die Autoren . . . . .	1144

## VORWORT VON WARREN E. BUFFETT

In meiner überfüllten Bibliothek stehen vier Bücher, die ich ganz besonders schätze. Sie alle wurden schon vor mehr als 50 Jahren geschrieben. Dennoch wäre jedes von ihnen auch dann von enormem Wert für mich, läse ich es heute zum ersten Mal. Ihre Weisheit bleibt, obwohl das Papier verblasst.

Zwei dieser Bücher sind Erstausgaben von *Der Wohlstand der Nationen* (1776) von Adam Smith und *Intelligent Investieren* (1949) von Benjamin Graham. Ein drittes ist die Originalausgabe des Buches, das Sie gerade in den Händen halten: *Die Geheimnisse der Wertpapieranalyse* von Graham und Dodd. Ich habe dieses Buch schon während meiner Zeit an der Columbia University 1950 und 1951 studiert, als ich das außergewöhnliche Glück hatte, Ben Graham und Dave Dodd als Lehrer zu haben. Das Buch und diese beiden Männer haben mein Leben verändert.

In praktischer Hinsicht wurde das, was ich lernte, zum Fundament aller meiner Entscheidungen als Investor und im Geschäftsleben. Schon lange vor meiner Begegnung mit Ben und Dave war ich vom Aktienmarkt fasziniert. Ehe ich mit 11 Jahren meine erste Aktie kaufte – früher konnte ich mir die für den Kauf nötigen 115 Dollar nicht leisten – hatte ich in der öffentlichen Bibliothek in Omaha jedes Buch gelesen, das mit dem Aktienmarkt zu tun hatte. Viele von ihnen fand ich faszinierend – interessant waren sie alle. Aber wirklich nützlich war keines von ihnen.

Meine intellektuelle Odyssee war allerdings vorbei, als ich Ben und Dave kennenlernte; zunächst durch ihre Veröffentlichungen, später auch persönlich. Sie haben eine Straßenkarte des Investierens geschaffen, an der ich mich nun schon seit 57 Jahren orientiere. Es gab nie einen Grund, nach einer anderen Karte zu suchen.

Warren E. Buffett

## VORWORT ZUR SIEBTEN AUSGABE:

# DIE UNVERGÄNGLICHE WEISHEIT VON GRAHAM UND DODD

*von Seth A. Klarman*

Die Investmentwelt zeichnet sich nicht nur durch unbegrenzte Wahlmöglichkeiten, interessante Chancen und beachtliche Erträge aus, sondern auch durch veränderliche Rahmenbedingungen, ungeahnte Nuancen und ernsthafte Gefahren. Vor diesem Hintergrund müssen Anleger zwischen vielen verschiedenen, mitunter konkurrierenden Zielen abwägen: laufende Erträge, langfristige Kapitalwertsteigerung, Schutz vor Verlusten und vor den verheerenden Folgen der Inflation sowie die Bereitstellung ausreichender Liquidität, um auch künftig flexibel und flüssig zu bleiben, wenn das unerwartet nötig ist. Dabei kommt es auf das richtige Verhältnis an.

Um das alles zu bewerkstelligen, brauchen Anleger einen Leitfaden – nicht eine Strategie, die in einem bestimmten Moment Erfolg bringt, sondern vielmehr eine Aufstellung von Grundsätzen, an denen sie sich in jeder Lebenslage orientieren können. Im Jahr 1934, auf dem Höhepunkt der Weltwirtschaftskrise, legten Benjamin Graham und sein Kollege David Dodd mit *Die Geheimnisse der Wertpapieranalyse* ein solches Leitbild vor. Darin erläuterten sie ausführlich, wie man aus Tausenden verschiedener klassischer Aktien und Vorzugsaktien [amerikanischen Typs; Anmerkung der Redaktion] sowie Anleihen diejenigen auswählt, in die es sich zu investieren lohnt. Über die folgenden 90 Jahre, in denen *Die Geheimnisse der Wertpapieranalyse* durchgehend aufgelegt wurde, ist das Buch

zum Evangelium der wertorientierten Kapitalanlage gekrönt worden. Schon die beiden Namen – »Graham und Dodd« – stehen für diesen zeitlosen, vernunftgeleiteten Ansatz.

Die sechste Ausgabe von *Die Geheimnisse der Wertpapieranalyse* erschien mitten in der schlimmsten Finanzkrise seit den Zeiten Grahams und Dodds. Die vorliegende Ausgabe baut darauf auf, berücksichtigt aber auch Neuerungen auf den Märkten sowie die aktuelle Wirtschaftslage und Unternehmenslandschaft und ebenso Entwicklungen auf dem Gebiet der Anlageverwaltung und der Wertpapieranalyse. Wie schon für die sechste Ausgabe haben wir führende Praktiker und Marktbeobachter zusammengebracht, um die hochgelobte zweite Ausgabe des Buches inhaltlich zu aktualisieren und zu kommentieren. Im Bestreben herauszuarbeiten, was sich im Laufe der Jahre verändert hat, haben wir uns bemüht, klar zwischen Realität und zeitloser Weisheit auf der einen und allem Vergänglichen, Wandelbaren und Illusorischen auf der anderen Seite zu unterscheiden. Obwohl sich die Märkte in den vergangenen 90 Jahren enorm weiterentwickelt haben und die in diesem Buch herangezogenen historischen Beispiele ihr Alter nicht verleugnen können, werden Sie den folgenden Seiten entnehmen, dass viele der wertorientierten Anlageprinzipien, um die sich *Die Geheimnisse der Wertpapieranalyse* dreht, heute so aktuell sind wie eh und je.

Keine Frage, *Die Geheimnisse der Wertpapieranalyse* ist so umfang- und detailreich, dass das Buch nicht leicht zu lesen ist. Wer es heute als Anleger weiterbringen will oder am Anfang seiner Investmentkarriere steht, fragt sich womöglich, ob sich die Mühe lohnt. Mit allen, die an dieser Ausgabe mitgewirkt haben, teile ich die feste Überzeugung, dass diese Zeit gut investiert ist.

## PRINZIPIEN FÜR DIE EWIGKEIT

Die einzige Konstante in der Investmentwelt ist die Veränderung. Um sich langfristig zu bewähren, muss ein Investmentbuch daher Allgemeingültigkeit besitzen. Eine so erfolgreiche Anlagephilosophie wie das Value Investing muss die Herausforderungen bewältigen, mit Veränderungen zurechtzukommen, im Ansatz und in der Taktik flexibel zu bleiben und sich dabei fest auf grundlegende, unerschütterliche Grundsätze zu stützen. Andernfalls – also mit einer Strategie, die ihr Fähnchen nach dem Wind dreht – werden Anleger quasi garantiert von volatilen Märkten verschaukelt und durch hyperaktive Handelsaktivitäten belastet.

Viele Einzelheiten aus der ursprünglichen Fassung von *Die Geheimnisse der Wertpapieranalyse* stammen aus einer anderen Ära. Die ersten Ausgaben beschreiben implizit eine Schornsteinwirtschaft, in der Dampflokomotiven durchs Land schnaufen und eine Fülle von Industrieprodukten befördern. Heute sind die Volkswirtschaften der USA und vieler anderer Länder weltweit immer stärker von zig Millionen Menschen geprägt, die

an der Tastatur und vor dem Bildschirm sitzen und Daten für die Informationswirtschaft sichten, erfassen, verfolgen und analysieren, während zahllose andere engagiert in der florierenden Dienstleistungswirtschaft tätig sind.

Viele der in den früheren Ausgaben genannten Unternehmen sind inzwischen zusammengelegt, umstrukturiert oder aufgelöst worden, und manche der von Graham und Dodd verwendeten Werkzeuge und Methoden sind veraltet oder verlieren an Bedeutung. Der Buchwert ist beispielsweise für Anleger heute längst nicht mehr so aussagekräftig wie vor 100 Jahren. Graham und Dodd empfahlen Anlegern, Aktien zu kaufen, deren Börsenkapitalisierung bei weniger als zwei Dritteln des Nettoumlaufvermögens lag, definiert als Umlaufvermögen abzüglich sämtlicher sonstiger Verbindlichkeiten. Zur Zeit der Weltwirtschaftskrise traf das auf viele Aktien zu, heute sind es weitaus weniger.

Zwar sind zahlreiche von Grahams Beispielen und Werkzeugen inzwischen überholt, doch die von Graham und Dodd aufgestellten allgemeinen Prinzipien haben weiterhin Gültigkeit, weil das den Märkten zugrunde liegende Anlegerverhalten in der menschlichen Natur begründet ist und weil auf den Märkten stets Ineffizienzen vorhanden sind.

Generationen von Anlegern haben die Erkenntnisse aus diesem Buch für sich entdeckt und erfolgreich auf viele verschiedene Marktsituationen, Regionen, Anlageklassen und Wertpapiergattungen angewendet. Den Autoren hätte das Freude bereitet, denn sie wollten Grundsätze vermitteln, die »der Überprüfung durch eine stets mysteriöse Zukunft« standhalten (Vorwort zur ersten Ausgabe).

Graham und Dodd erlebten und beschrieben, wie sie auf den Finanzmärkten der 1930er-Jahre zurechtkamen – einer von hartnäckiger wirtschaftlicher Depression und äußerster Risikoscheu gezeichneten Zeit. Der Zehnjahreszeitraum, der Ende der 1920er-Jahre begann, umfasste extreme Höhen und Tiefen der Märkte – den euphorischen Anlauf bis zum 1929 erreichten Gipfel, den Börsensturz vom Oktober 1929 und die gnadenlosen zermürbenden Jahre der Depression. Das alles mag lange her sein, doch ein geschärfter Blick zurück auf solche Zeiten kann wertvolle Erkenntnisse liefern. Schließlich weiß man nie, was der nächste Tag bringen könnte: einen Krieg, eine Pandemie, einen makroökonomischen Schock, einen Einbruch auf den Immobilienmärkten, eine Finanzkrise, den unerwarteten Zusammenbruch eines namhaften Unternehmens, die Zahlungsunfähigkeit eines Staates, eine radikale technische Umwälzung oder eine dramatische politische oder aufsichtsrechtliche Veränderung. Der Mensch geht in der Regel davon aus, dass alles immer so weiterläuft wie bisher, und meist ist das auch so. Doch ab und zu verändern sich die Rahmenbedingungen abrupt, und gängige Auffassungen haben plötzlich keine Geltung mehr. In solchen Zeiten wissen viele Anleger nicht, was sie tun sollen, und manche sind wie gelähmt. Dann brauchen sie eine Philosophie, an die sie sich halten können, und eine solche bieten Graham und Dodd in höchster Vollendung. Wir »haben ... uns durchgehend bemüht, den Leser vor einer Überbetonung von oberflächlichen und kurzzeitigen Gegebenheiten zu schützen«, so schreiben die beiden, die »zugleich der Irrglaube und der

Untergang der Finanzwelt ist.« (Vorwort zur ersten Ausgabe) Genau solche turbulenten Umbruchphasen sind es, in denen eine valueorientierte Philosophie ihren besonderen Nutzen entfaltet.

## **KURSSCHWANKUNGEN ERÖFFNEN CHANCEN**

Graham und Dodd führen uns vor Augen, dass Aktien Eigentumsanteile an Unternehmen darstellen, und Anleihen erstrangige Forderungen an solche Unternehmen. Das wichtigste Element der Rendite eines Investors aus einer Anlage in Aktien sind die vom zugrunde liegenden Unternehmen selbst erwirtschafteten Zahlungsströme. Verkauft McDonald's Milliarden von Hamburgern, dann sind das zig Millionen Hamburger für alle, die 1 Prozent der Aktien des Unternehmens halten. Der Wert eines jeden Unternehmens ist daher unweigerlich mit seinem aktuellen und künftigen finanziellen Erfolg verknüpft.

Bei der Bewertung von Unternehmen sind die Märkte häufig ineffizient, sodass die Kurse von Wertpapieren zu niedrig oder zu hoch ausfallen. Emotionale Überreaktionen können zeitweilig schwerer wiegen als die Fundamentaldaten. Kommt es zu Übertreibungen bei den Kursen, wird die Euphorie früher oder später von der Realität eingeholt, was zu Rücksetzern führt. Sind Aktien unterbewertet, können die Anleger das ausnutzen, um zum Schnäppchenpreis eine Beteiligung an dem betreffenden Unternehmen zu erwerben. Auf lange Sicht tendieren die Aktienkurse zum Wert der zugrunde liegenden Unternehmen, wenn vorübergehende Unsicherheiten beseitigt und befristete geschäftliche Probleme gelöst werden. Dann können sich die preisbewussten Value-Investoren über Gewinne freuen.

Die Aktienkurse als solche haben keinen besonderen Informationswert. Im Tagesgeschäft werden sie von den Angebots- und Nachfragefaktoren bestimmt und eher von den Launen, Überzeugungen und Zwängen anderer Käufer und Verkäufer beeinflusst als von einer maßvollen, rationalen Bewertung der Leistungen und Aussichten des Unternehmens. Unerwartete Entwicklungen, verstärkte Unsicherheit und die jeweils vorliegenden Kapitalflüsse heizen kurzfristige Marktschwankungen an, sodass die Kurse mitunter vom zugrunde liegenden Wert eines Unternehmens abweichen. Kleine Veränderungen von Annahmen oder Stimmungen können wilde Kursausschläge auslösen, wie in den letzten Jahren an den Aktienkursen von zahllosen wachstumsstarken, aber noch unprofitablen Technologie- und Biotech-Unternehmen abzulesen war.

Solche Fluktuationen stellen die Investmentwelt vor eine ihrer größten Herausforderungen. Die Analyse eines Unternehmens und seines Wertes kann noch so zutreffend sein – manchmal belohnt der Aktienmarkt diese Erkenntnis nicht oder scheint sie sogar zu widerlegen. Möglicherweise müssen Anleger viel Geduld mitbringen, bis sich ihr Engagement auszahlt, und vielleicht verbuchen sie auf dem Papier zwischenzeitlich sogar

empfindliche Verluste. Es kann daher durchaus vorkommen, dass sie zwar de facto Recht haben, aber – in ihren eigenen Augen ebenso wie in den Augen beliebiger Betrachter – falsch zu liegen scheinen.

Was auf den ersten Blick als Problem erscheint, ist in Wirklichkeit eine Chance. Der Philosophie von Graham und Dodd zufolge sind die Finanzmärkte selbst die ultimativen Eröffner von Chancen. An einem beliebigen Tag können bestimmte Wertpapiere mehr oder minder korrekt bepreist sein, andere nicht. Auf lange Sicht sind es jedoch die Fundamentaldaten, die den Wert eines Unternehmens bestimmen. Graham soll gesagt haben: »Auf kurze Sicht ist der Markt ein Wahlautomat, aber auf lange Sicht eine Gewichtungsmaschine.« Anleger, die diese Dichotomie erkennen und ausnutzen, können von Schnäppchen profitieren, wenn sie geduldig darauf warten, bis sich der zugrunde liegende fundamentale Wert eines Unternehmens in dessen Aktienkurs niederschlagen hat.

Alle, die in der Lage sind, verlässliche Investmentüberzeugungen zu den Wertpapieren zu entwickeln, in die sie investieren möchten, und auch stärkere Marktschwankungen und potenzielle Verlustphasen auszuhalten, werden profitieren, wenn die von ihnen wahrgenommene Untergewichtung sogar noch deutlicher wird, solange sie den Mut haben, an ihren Positionen festzuhalten oder diese im Idealfall sogar noch aufzustocken. (Eher entgegen der intuitiven Erwartung kann eine extreme Unterbewertung selbst zum Katalysator werden, indem sie nicht nur Schnäppchenjäger auf die Aktienmärkte lockt, sondern auch opportunistische Interessenten am gesamten Unternehmen auf den Plan ruft.) Ebenso wie Marktfluktuationen zutreffende Analysen scheinbar widerlegen, kann es vorkommen, dass die Kurse falsche Schlussfolgerungen vorübergehend zu bestätigen scheinen. Anleger, denen steigende Marktkurse Zuversicht einflößen, können beispielsweise den Fehler begehen, ihre Investments genau dann mit noch größerer Überzeugung zu betrachten, wenn diese in Wirklichkeit immer unattraktiver werden.

Sich mit Abwertungen anzufreunden, ist eine entscheidende Voraussetzung für den langfristigen Anlageerfolg. Dabei kommt es auf die Fähigkeit an, im Blick zu behalten, dass Bewertungsabschläge die Gelegenheit bieten, sich zu einem sogar noch interessanteren Preis stärker in einem Unternehmen zu engagieren, und dass so eine Niedrigerbewertung nur dann zum Verlust wird, wenn man verkauft. So betrachtet ist eine Entwicklung, die oberflächlich wie eine schlechte Nachricht wirkt, in Wirklichkeit positiv. Wenn der Fallwind einsetzt, müssen Anleger natürlich regelmäßig prüfen, ob ihre Analysen und Schlussfolgerungen noch zutreffen – vor allem, wenn die Kurse abrupt und unerwartet einbrechen –, um zu bewerten, ob sich maßgebliche Informationen in der Kursentwicklung niederschlagen, die entweder neue Entwicklungen betreffen oder Aufschluss darüber geben können, dass ihre Analyse möglicherweise verfehlt ist oder falsch interpretiert wird.

Anleger ohne das nötige Vertrauen und Durchhaltevermögen, die unter belastendem kurzfristigem Erfolgsdruck stehen, neigen dazu abzuspringen, wenn die Kurse ihrer Wertpapiere nachgeben. Doch als Investmentprofi darf man sich von der vernichtenden Kritik

seiner Kunden und Vorgesetzten und von eigenen Selbstzweifeln in längeren Phasen mit unterdurchschnittlicher Wertentwicklung nicht beirren lassen. (Deshalb sind geduldige, langfristig orientierte Kunden für alle, die das Geld anderer Leute verwalten, so wichtig.) Am anderen Ende des Spektrums neigen Anleger, die sich selbst überschätzen, zum Bestätigungsfehler. Das bedeutet, sie triumphieren, wenn Informationen vorliegen, die ihre Thesen untermauern, und blenden aus oder übersehen, was diesen widersprechen könnte.

Anleger müssen sich die Arbeit machen, sich selbst von ihrer Investmentthese zu überzeugen und ihre Analysen immer wieder zu überprüfen, bevor sie eine Entscheidung treffen. Dabei müssen sie aufgeschlossen bleiben für aktuelle Informationen und neue Blickwinkel, damit sie ihre Meinung gegebenenfalls unvoreingenommen ändern können. Es ist eine Gratwanderung: Sie müssen eine starke Überzeugung entwickeln, dürften aber nicht stur daran festhalten.

Ein weiterer wichtiger Punkt ist die Erkenntnis, dass sich das Anlageergebnis zwar nach den Fundamentaldaten der zugrunde liegenden Unternehmen richtet, die Erträge aber untrennbar mit dem Kaufpreis verknüpft sind. Je weniger Sie im Verhältnis zum Substanzwert zahlen, desto höher fallen Ihre Anlageerträge aus. Und beim Kauf ebenso wie beim Verkauf kommt es auf Disziplin an. Um mit Graham und Dodd zu sprechen, ist der Preis eines Wertpapiers »regelmäßig ein essenzielles Element der Einordnung, sodass eine Aktie ... bei einem bestimmten Preisniveau durchaus die obigen Eigenschaften einer Investition erfüllt, aber bezogen auf ein anderes nicht«. (Vorwort zur ersten Ausgabe) Ein altes Sprichwort bringt das auf den Punkt: Was Sie zahlen, mag der Preis sein – doch was Sie bekommen, ist der Wert.

## **DAS HERZSTÜCK DER WERTORIENTIERTEN KAPITALANLAGE: 1 DOLLAR FÜR WENIGER ALS 100 CENT BEKOMMEN**

»Value Investing« – ob zu Grahams und Dodds Zeiten oder zu unseren – bezeichnet das Vorgehen, Wertpapiere oder Vermögenswerte unter Wert zu kaufen, also den sprichwörtlichen Dollar für 50 Cent zu erwerben. Value-Investoren können gleich zweifach profitieren: sowohl von den Kapitalflüssen, die das zugrunde liegende Unternehmen erzeugt, als auch von dem Kapitalzuwachs, der entsteht, wenn der Markt den zugrunde liegenden Wert besser erkennt und das Wertpapier neu bewertet. Sie profitieren außerdem von einer erheblichen Sicherheitsmarge, die sich aus dem Kauf zum Schnäppchenpreis ergibt. So eine Sicherheitsmarge schafft Spielraum für Fehler, Schlamperie, Pech oder für die Wechselfälle der Wirtschaft und der Börse. Sie bietet einen gewissen Schutz in Abwärtsrichtung. Manche halten das Value Investing möglicherweise irrtümlich für eine mechanische Methode zur Ermittlung statistischer Schnäppchen (also Aktien, deren Kurs-Buchwert- oder Kurs-Gewinn-Verhältnis unter ein bestimmtes Niveau gefallen ist). In Wirklichkeit

handelt es sich dabei um eine umfassende Investmentphilosophie, die darauf beruht, eingehende Fundamentalanalysen durchzuführen, auf langfristigen Anlageerfolg zu setzen, sich dem Herdentrieb zu entziehen und Risiken zu begrenzen.

Schnäppchen zu erkennen und zuzuschlagen, ist die Paradedisziplin wertorientierter Investoren. Die Entscheidung, wie günstig ein Wertpapier zu haben sein muss, um es zu kaufen oder weiter zu halten, ist aber eher Kunst als Wissenschaft und erfordert Urteilsvermögen. Es müssen Kursziele für Kauf und Verkauf gesetzt und anschließend regelmäßig angepasst werden, um sämtliche aktuell verfügbaren Informationen zu berücksichtigen.

Value-Investoren sollten sich planmäßig von einem Wertpapier trennen, wenn es seinen vollen Wert erreicht. Überbewertete Wertpapiere zu halten in der Hoffnung, sie könnten weiter steigen, ist ein Spiel für Spekulanten. Value-Investoren sollten sogar schon mit dem Abstoßen von Wertpapieren beginnen, wenn diese noch 10 bis 20 Prozent unter der Marke liegen, die nach ihrer Einschätzung deren Substanzwert entspricht. Wie hoch dieser Abschlag im Einzelfall ausfallen darf, richtet sich nach der Liquidität des Wertpapiers, nach potenziell vorliegenden Katalysatoren zur Realisierung von Wert, nach der Qualität des Managements, nach dem Verschuldungsgrad des betreffenden Unternehmens sowie nach ihrem persönlichen Vertrauen in die Annahmen, die ihrer Analyse zugrunde liegen. »Zu früh« zu verkaufen und »Geld auf dem Tisch liegen zu lassen«, mag frustrierend sein, ist jedoch weitaus weniger schmerzhaft, als der Versuch auszusteigen, wenn es bereits zu spät ist. Ein sogenanntes »Round-Tripping« – wenn der Anleger zuseht, wie ein Wertpapier steigt, den richtigen Moment zum Ausstieg verpasst und erleben muss, wie es wieder zurückfällt – kann psychisch verunsichern und wirtschaftlich teuer sein. Eine disziplinierte Veräußerung kann Ihnen dagegen Möglichkeiten eröffnen, aus Ihrer Position auszusteigen und Ihr Geld stattdessen zu einem attraktiveren Kurs wieder in ein Unternehmen zu stecken, das Ihnen bereits vertraut ist.

Man könnte sich einen Value-Investor als kühlen Rechner mit konträrem Einschlag vorstellen – wie einen gründlichen Fundamentalanalysten mit dem Hang, gegen den Strom zu schwimmen. Dabei kommt es auf eine differenzierte Betrachtung an. Auf dem Aktienmarkt sind gute Nachrichten nicht hilfreich, wenn sie bereits in die Erwartungen der Anleger eingeflossen sind.

## **WAS INEFFIZIENZ AUF DEN FINANZMÄRKTEN AUSLÖST**

Woher kommen die Ineffizienzen an den Finanzmärkten? Anleger sind auch nur Menschen. Mitunter kaufen oder verkaufen sie aus emotionalen Gründen, weil sie in Überschwang oder in Panik verfallen. Immer wieder verändern sie ihre Entscheidungsprozesse – nicht etwa aufgrund fundamentaler Investmentdaten, sondern weil die jüngste

Wertentwicklung ihr persönliches Vermögen deutlich vergrößert oder verkleinert hat. Vielleicht wollen sie auf keinen Fall einen Trend verpassen, aus dem andere aus ihrer Vergleichsgruppe bereits Kapital schlagen. Möglicherweise wiegen sie sich in falscher Sicherheit oder lassen sich von der Marktdynamik zu risikofreudigem Verhalten verleiten. Oder es fällt ihnen schwer, an einer konträren Ansicht festzuhalten, die sie schon viel Geld gekostet hat. Bei anderen lösen Überraschungen wie ein Einbruch des Quartalsgewinns oder eine unerwartete Bonitätsherabstufung Überreaktionen aus. Oder ihnen wachsen die analytischen Herausforderungen über den Kopf, die mit raschen Veränderungen im Unternehmen, mit Komplexität oder mit verstärkter Unsicherheit einhergehen. Anleger müssen stets gegen den Drang ankämpfen, sich für Investments zu erwärmen, deren Kurse steigen, und anderen die kalte Schulter zu zeigen, deren Kurse fallen.

Hinzu kommt, dass die Kurse von Wertpapieren auch aus einer Vielzahl anderer Gründe von ihrem fundamentalen Wert abweichen können. So können Anleger einen sehr unterschiedlichen Blick auf die Realität haben. Manche sind unverbesserliche Optimisten, andere sehen dagegen grundsätzlich schwarz. Manche werden zu Claqueuren für ihre Positionen und sind ganz verknallt in ihre eigenen Hypothesen. Auch die Anlagehorizonte unterscheiden sich – und ebenso die Erwartungen für die Zukunft. Die Stiftung einer Universität oder eine gemeinnützige Stiftung ist in der Lage, eine wirklich langfristige Perspektive einzunehmen. Ein Paar kurz vor dem Ruhestand, das schon bald vom Angesparten leben muss, kann das nicht. Auch die persönliche Risikotoleranz ist unterschiedlich – und zwar sowohl was zwischenzeitliche Kursschwankungen betrifft als auch, was noch bedeutsamer ist, mit Blick auf einen bleibenden Kapitalverlust. Ebenso unterscheiden sich die Bedürfnisse, die an ein Portfolio gestellt werden. Manche Investoren sind womöglich gezwungen, eine Aktie abzustoßen, weil sie eine Dividendenzahlung aussetzt, oder eine Anleihe, weil sie in Verzug gerät – ganz gleich zu welchem Kurs.

Neben all diesen Ursachen für Marktineffizienz unterliegen die Menschen stets auch eigenen verhaltenspsychologischen Verzerrungen, wie sie Daniel Kahnemann in *Schnelles Denken, langsames Denken* (2012) so brillant beschreibt. So kann der ursprünglich für ein Wertpapier gezahlte Preis zum Anker werden, an dem sich Anleger orientieren und dann stur an dem Investment festhalten, wenn es Probleme gibt. Aus irrationalen Gründen warten sie dann darauf, dass es wieder zu diesem Ursprungskurs zurückkehrt, damit sie ohne Verlust davonkommen, obwohl ein Verkauf die bessere Entscheidung wäre. Nach einem finanziellen Verlust scheuen viele Menschen neuerliche Risiken und verpassen dadurch prompt den nächsten großen Wurf. Ebenso neigen sie dazu, die künftige Wahrscheinlichkeit aktueller Entwicklungen zu überschätzen und halten Ereignisse, die schon länger nicht eingetreten sind, für weniger wahrscheinlich. Insgesamt kann der Effekt vieler kleiner irrationaler Verhaltensweisen von Anlegern zu ganz erheblichen Fehlbewertungen führen. Es ist keine leichte Aufgabe für Anleger, sich ihre eigenen Denkfehler bewusst zu machen, erfolgreich dagegen anzugehen und sich stattdessen auf objektive Realitäten

und Fakten zu stützen. Auf diese Weise können sie von Fehlbewertungen profitieren, anstatt selbst dazu beizutragen.

Noch ein Grund, aus dem auch weiterhin mit der Fehlbewertung von Wertpapieren zu rechnen ist: Viele Investoren müssen sich an institutionelle Vorgaben halten, die ihre Entscheidungsmöglichkeiten einschränken. Diese ergeben häufig in bester Absicht, schaden der Markteffizienz aber dennoch, weil sie den Kreis potenzieller Käufer und Verkäufer für bestimmte Wertpapiere begrenzen. So sind viele Investmentfonds durch ihre Statuten in ihrer Tätigkeit auf enge Bereiche festgelegt, die die Beteiligung an Anlagen auf solche beschränken, die über ein Investment-Grade-Bonitätsrating verfügen, Bardividenden ausschütten oder börsennotiert sind. Andere dürfen nur in eine bestimmte Branche investieren. Doch im Investmentgeschäft ist der Kurs König. So gut wie jedes Wertpapier ist zu einem gewissen Kurs ein klarer Kaufkandidat, zu einem anderen bekommt es eine Halteempfehlung und zu wieder einem anderen eine Verkaufsempfehlung. Jeder Faktor, der Anleger davon abhält, die überzeugendsten Kauf- oder Verkaufschancen auf dem Markt zu ergreifen, ist eine Einschränkung, die für eine unterdurchschnittliche Wertentwicklung sorgen kann.

Wie aber kann ein Value-Investor aus all diesen Quellen für ineffizientes, unwirtschaftliches Verhalten Kapital schlagen, statt darunter zu leiden? In meinem Unternehmen, The Baupost Group, versuchen wir aktiv und gezielt, eine Kultur zu entwickeln, die das Risiko irrationaler oder verzerrter Verhaltensweisen minimiert. Im Team arbeiten wir daran, regelmäßig neue Informationen und Perspektiven in unsere Analysen einfließen zu lassen und unsere Entscheidungen besonnen zu diskutieren. Wir bemühen uns ferner sicherzustellen, dass wir nicht durch institutionelle Zwänge eingeschränkt werden. Wir spüren Gelegenheiten auf, indem wir die Wertpapiere und Vermögenswerte überwachen, analysieren und verfolgen, bei denen die Wahrscheinlichkeit einer ineffizienten Bepreisung unserer Ansicht nach am größten ist. Sie finden sich häufig zwischen klassischen Investmentsilos und umfassen neuerdings in Schiefelage geratene oder herabgestufte Schuldinstrumente, Unternehmen, die rasante Veränderungen durchlaufen wie Fusionen, bedeutendere Veräußerungen und Ausgliederungen sowie Situationen, die besondere Unsicherheit bergen – etwa, wenn einem Unternehmen ein größerer Rechtsstreit ins Haus steht. Regelmäßig klopfen wir dabei eine interessante Situation auf weitere Gelegenheiten ab. Dabei ziehen wir vergangene Anlageerfolge heran, um Muster ausfindig zu machen. Wir durchforsten die Liste »neuer Tiefststände«, weil wir wissen, dass in Ungnade gefallene Wertpapiere attraktive Schnäppchen darstellen können. Wir suchen erst auf breiter Front nach potenziellen Chancen und graben anschließend tiefer, um sicherzugehen, dass es sich beim jeweiligen Fall tatsächlich um eine Unterbewertung handelt. Und wir graben auch weiter, wenn wir bereits eingestiegen sind.

## **DIE KUNST DER UNTERNEHMENSBEWERTUNG**

Beim Value Investing geht es zwar darum, Unternehmen mit Abschlag auf ihren fairen Wert zu erwerben, doch das ist alles andere als Malen nach Zahlen. Es ist nicht damit getan, einfach die Wertpapiere zu kaufen, bei denen das Kurs-Gewinn-, das Kurs-Cash-flow- oder das Kurs-Buchwert-Verhältnis gerade am niedrigsten ist. Schließlich kann eine Aktie manchmal aus gutem Grund niedrige Bewertungskennzahlen aufweisen: etwa, weil ein besorgniserregender Trend eingesetzt hat, weil die Wettbewerbssituation schwierig ist, weil das Geschäftsmodell nicht mehr funktioniert, weil verdeckte Verbindlichkeiten vorliegen, weil sich Gerichtsverfahren in die Länge ziehen oder das Unternehmen potenziell aushebeln können oder weil das Management unfähig oder korrupt ist. Investoren müssen jede potenzielle Anlage mit Skepsis und Demut betrachten und unermüdlich nach weiteren Informationen forschen, ohne darüber zu vergessen, dass sie niemals alles über ein Unternehmen wissen werden.

Wie genau bestimmen wir also den Wert eines Unternehmens, um zu beurteilen, ob es ein Schnäppchen darstellt? Dafür gibt es gleich mehrere brauchbare Methoden, darunter die Berechnung des Gegenwartswerts geschätzter künftiger Zahlungsströme, das Heranziehen vernünftiger Kennzahlen für relevante Werte aus der Gewinn- und Verlustrechnung, der Bilanz oder der Kapitalflussrechnung, die Ermittlung des Werts, den ein Unternehmen auf dem privaten Markt hätte (das heißt der Wert, den ein sachverständiger Dritter nach vernünftigem Ermessen für das Unternehmen zahlen würde) sowie die Festlegung des Liquidationswerts einer Gesellschaft (das heißt des Veräußerungswerts, wenn man die verschiedenen Unternehmensteile separat an den höchsten Bieter verkaufen würde). Was ein Unternehmen wert ist, lässt sich gewöhnlich nicht in einem Schätzwert erfassen. Ein kluger Investor zieht all diese Methoden heran, um auf diese Weise eine plausible Wertspanne zu bestimmen.

Jede der genannten Methoden hat ihre Stärken und Schwächen. Der Wert auf dem privaten Markt kann mit der Marktstimmung und der Konjunkturentwicklung schwanken, und für ein bestimmtes Unternehmen liegen manchmal nur wenige oder gar keine Gebote vor. Solche Transaktionen hängen in aller Regel davon ab, ob sie sich finanzieren lassen – und zu welchen Kosten. Der Einsatz von Kennzahlen hat dagegen den Vorteil, dass man sich auf beobachtbare finanzielle Messgrößen stützen kann. Oberflächlich betrachtet mag dieser Ansatz objektiver erscheinen, doch wer beim Kauf auf besonders niedrigen Kennzahlen besteht, der filtert womöglich unbeabsichtigt Unternehmen von geringerer oder abnehmender Qualität heraus oder verzichtet auf den Wert, der mit schnell zunehmenden Beihilfen verbunden ist. Graham betrachtete beispielsweise den Unternehmensgewinn, die Dividendenzahlungen und den Buchwert als wichtigste Kenngrößen bei der Analyse einer Aktie. Heutzutage schauen die meisten Value-Investoren aber über diese Faktoren hinweg und fokussieren sich auf die Generierung von

freiem Cashflow (also die Zahlungsmittel, die jedes Jahr nach Berücksichtigung sämtlicher Investitionen und Veränderungen am Betriebskapital erwirtschaftet werden). Diesen Ansatz wählen Investoren, weil sich die nach GAAP [generally accepted accounting principles, übersetzt: allgemein anerkannte Rechnungslegungsstandards; Anmerkung der Redaktion] ausgewiesenen Gewinne deutlich von den tatsächlich von einem Unternehmen generierten Geldmitteln unterscheiden können. So sind beispielsweise Abschreibungen nicht zahlungswirksame Aufwendungen, die den ausgewiesenen Nettoertrag verändern und verschleiern, was das Unternehmen tatsächlich erwirtschaftet hat. Umgekehrt verschlingen bestimmte geschäftliche Aktivitäten viel Bargeld, werden aber nicht als Aufwand verbucht, etwa aufgelaufene Bestände an potenziell obsoleten Produkten oder uneinbringliche Forderungen.

Zieht man jedoch eine Kennzahl für die richtig berechneten aktuellen Kapitalflüsse heran, so schlägt sich darin womöglich nicht das ganz entscheidende Element des Unternehmenswerts nieder. Letztlich kommt es auf die künftigen Cashflows eines Unternehmens an. Wenn schon die Beurteilung der Treiber der aktuellen Kapitalflüsse eines Unternehmens eine Kunst ist, die niemand perfekt beherrscht, dann gilt das umso mehr für die voraussichtliche Entwicklung der künftigen Cashflows – insbesondere, als die bisherige Entwicklung dafür nicht unbedingt verlässliche Anhaltspunkte liefert.

Weil derartige Prognosen so schwierig sind, glaubten Graham und Dodd, dass man sich damit erst gar nicht aufhalten sollte. Im Vorwort zur ersten Ausgabe von *Die Geheimnisse der Wertpapieranalyse* schrieben die beiden: »Einige grundlegend wichtige Themen, zum Beispiel die Bestimmung der zukünftigen Aussichten von Unternehmen, finden nur kurz Berücksichtigung, da hierzu wenig Nützliches gesagt werden kann.« (Vorwort zur ersten Ausgabe). Doch in der Investmentwelt von heute kann und muss etwas über den künftigen Cashflow gesagt werden. Schließlich ist ein Unternehmen, das heute einen Cashflow von 1 Dollar je Aktie generiert, der nach vernünftigem Ermessen in fünf Jahren auf 2 Dollar je Aktie ansteigen dürfte, eindeutig viel mehr wert als ein Unternehmen ohne derartige Zuwächse. Qualität und Herkunft dieser Cashflows spielen ebenfalls eine Rolle. Es ist auch nicht unerheblich, ob das Wachstum organischer Natur ist oder voraussichtlich durch Übernahmen herbeigeführt wird, ob es stetig oder zyklisch verläuft und ob es hohe Investitionen voraussetzt. Dass Unternehmen ihre Cashflows auf vielen verschiedenen Wegen steigern können, kommt erschwerend hinzu. Sie können beispielsweise die gleiche Menge Waren absetzen, aber zu einem höheren Stückpreis, oder aber mehr Waren zum selben oder sogar zu einem niedrigeren Preis. Sie könnten ihr Produktangebot verändern, um vermehrt margenstärkere Produkte zu verkaufen, oder sie könnten eine ganz neue Produktlinie entwickeln. Höhere Cashflows durch Kostensenkungen haben ganz andere Auswirkungen auf ein Unternehmen als Zuwächse, die sich aus der Erweiterung des Kundenstamms ergeben. Werden die Ausgaben gekürzt, ist das eine Schlankheitskur, bei der nicht nur Fett, sondern auch Muskelmasse verloren gehen kann. Solche Ent-

scheidungen wirken sich unweigerlich auch auf Kundenzufriedenheit und Reaktionen der Konkurrenz aus. Manche Formen von Wachstum sind offensichtlich werthaltiger als andere. Investoren müssen sehr genau hinschauen, um die tatsächlichen Wachstumsmerkmale eines Unternehmens zu erkennen und richtig zu bewerten. Und schließlich gilt im Kontext der heute üblichen raschen, heftigen Disruption bestehender Unternehmen und der laufenden Entstehung vielversprechender neuer, trotz der nachvollziehbaren Vorbehalte Grahams und Dodds bezüglich der Schwierigkeit von Zukunftsprognosen, dass es schlichtweg unmöglich ist, die Entwicklung von Wachstum oder Niedergang bei der Bewertung eines Unternehmens außer Acht zu lassen.

Anwender der Discounted-Cashflow-Methode müssen auch einen angemessenen Zinssatz wählen, mit dem die Cashflows eines Unternehmens abzuzinsen sind. Die Bewertungen können auf diese subjektive Variable ausgesprochen empfindlich reagieren, vor allem bei wachstumsstarken Unternehmen, deren voraussichtlicher Cashflow größtenteils in ferner Zukunft liegt. Um diesen Abzinsungssatz korrekt zu bestimmen, müssen Investoren die Qualität und die Beständigkeit der Cashflows eines Unternehmens sowie die dafür bestehenden Risiken einschätzen. Die besten Unternehmen verfügen gewöhnlich über Attribute wie hohe Marktzugangsbarrieren, begrenzten Kapitalbedarf, organisches Wachstum, Stammkunden, erhebliche Preismacht, hohe Margen, geringe Risiken technischer Obsoleszenz, maßgebliche strukturelle Wettbewerbsvorteile und somit über einen kräftigen, nachhaltigen und steigenden freien Cashflow. Vielfach ist das Wachstum solcher Unternehmen mit dem Wachstum anderer Unternehmen verflochten. Das heißt, sie werden dann größer und rentabler, wenn sich andere Unternehmen nach Plan entwickeln. Die Cashflows qualitativ besonders hochwertiger Unternehmen sollten mit einem niedrigeren Satz abgezinst werden als andere, woraus sich eine höhere Bewertungskennzahl ergibt. Wie viel höher diese ausfallen sollte, ist allerdings Gegenstand endloser Feinjustierung und Diskussion.

Bei all diesen Bewertungsanalysen müssen Investoren auch den Versuch unternehmen, die Kompetenzen, Fertigkeiten, Prioritäten und zentralen Werte des Topmanagements eines Unternehmens zu beurteilen. Fähige Manager steigern ganz klar den Cashflow und sorgen dafür, dass die von ihnen geführten Unternehmen bessere Kapitalallokationsentscheidungen treffen. Doch die Fähigkeiten von Managern sind nicht so ohne Weiteres quantifizierbar. Das wussten auch Graham und Dodd: »Es gibt nur wenige objektive Tests von Managementfähigkeiten und diese sind zudem weit entfernt von einem wissenschaftlichen Anspruch.« (Einleitung sechste Ausgabe) Der Geschäftssinn, die Integrität und die Motivation des Managements haben aber eindeutig ganz erheblichen Einfluss auf die Erträge der Aktionäre. Und das bisherige Verhalten eines Managementteams, ob in aktuellen oder früheren Funktionen, ist womöglich der aussagekräftigste Hinweis auf sein künftiges Vorgehen. Ebenso wichtig ist, dass sich die Anreize für das Management mit den Interessen der Aktionäre decken.

Doch neben guter Unternehmensführung haben Manager noch viele andere Möglichkeiten, die Erträge der Aktionäre zu steigern. Dazu gehört, zum richtigen Zeitpunkt eigene Aktien zurückzukaufen, Fremdkapital umsichtig einzusetzen und kluge Übernahmeentscheidungen zu treffen. Manager, die nicht bereit sind, im Sinne ihrer Aktionäre zu entscheiden, riskieren, dass ihre Unternehmen in die »Wertfalle« tappen. Sie sind dann zwar möglicherweise unterbewertet, stellen letztlich aber schlechte Investitionen dar, weil abzusehen ist, dass Vermögenswerte auch weiterhin unzulänglich eingesetzt und Cashflows vergeudet werden. Solche Minderleister unter den Unternehmen sind aber nicht grundsätzlich zu meiden, denn sie ziehen oft aktivistische Investoren an, die in den Verwaltungsrat drängen, Veränderungen an der Unternehmensspitze vornehmen, Entscheidungsprozesse optimieren und Wert freisetzen. Ein Investor muss sich auch überlegen, ob der das Risiko eingehen möchte, ganz gleich zu welchem Preis in eine Führungsebene zu investieren, die ihre eigenen Interessen ganz offensichtlich vor die Interessen der Aktionäre stellt. Die Aktien solcher Unternehmen werden womöglich mit hohen Abschlägen gehandelt, doch diese könnten gerechtfertigt sein, weil der Wert, der heute den Aktionären zusteht, sich morgen schon verflüchtigen oder leichtfertig vernichtet werden könnte. Anders formuliert: Die tatsächliche künftige Cashflow-Erzeugung kann nicht in die Discounted-Cashflow-Analyse einfließen, weil diese Cashflows nie ihren Weg zum Investor finden werden.

Letztlich ist eine solche Bewertung ebenso sehr Kunst wie Wissenschaft und erfordert ständig Urteilsvermögen. Die analytischen, in der linken Gehirnhälfte angesiedelten Fähigkeiten eines Investors müssen eng mit seinen in der rechten Gehirnhälfte sitzenden Soft Skills verbunden sein, um seine kompromisslose Analyse um zusätzliche Nuancen und andere Sichtweisen zu erweitern. Die erfolgreichsten Value-Investoren sind am Ende diejenigen, die diese ureigene Ungenauigkeit auf der Rechnung haben, wenn sie gründliche Unternehmensanalysen und Bewertungsarbeit mit grenzenloser Disziplin und Geduld, tief empfundener Neugier, intellektueller Ehrlichkeit und im Idealfall mit einer Urteilskraft verbinden, die sich aus jahrelanger Research- und Investmenterfahrung ergibt.

## **DER RICHTIGE KURS IM ZEITALTER VON BIG DATA UND TECHNOLOGISCHER DISRUPTION**

Auf der Suche nach Investmentchancen ist die Finanzanalyse von Unternehmen und Wertpapieren im Laufe der Jahre immer anspruchsvoller geworden. Selbst Benjamin Grahams spitzer Stift, der seinerzeit seinesgleichen suchte, könnte sich heute als zu stumpf erweisen. Inzwischen kann jeder an der Wall Street ein detailreiches Finanzmodell von jedem beliebigen Unternehmen erstellen, denn es stehen kostenlos oder kostengünstig gewaltige Datenmengen auf Abruf bereit. Doch da heutzutage einfach jeder auf diese

Informationen zugreifen kann, bringen sie keinen offensichtlichen Vorteil. Ein solcher ergibt sich erst, wenn ein Investor die entsprechenden Daten besser analysieren kann oder wenn er über Erkenntnisse verfügt, die ihm stichhaltigere Schlussfolgerungen ermöglichen.

Benjamin Graham und David Dodd räumten ein, dass sie nicht sagen könnten, wie viele Veränderungen sich in künftigen Jahren in der Investmentwelt vollziehen würden. Insbesondere der technische Fortschritt hat weitreichende Effekte, die fast sicher zu drastischen Veränderungen führen. Neue Technologien stehen auf den Schultern einer langen Kette früherer Durchbrüche. Heute sind beschleunigter technologischer Wandel und die Umwälzungen, die damit einhergehen, übliche Elemente der Investmentlandschaft. Die unverwüstliche Risikokapitalbranche garantiert quasi, dass immer wieder neue Unternehmen entstehen und der Wettbewerb in vielen oder gar den meisten Branchen hart bleibt. Überdies sorgt auch das stets rege Fusions- und Übernahmegeschehen zwangsläufig für maßgebliche und sogar grundlegende Veränderungen einer großen Zahl von Unternehmen in kürzester Zeit.

Investoren brauchen einen Investmentansatz mit Grundsätzen, die Bestand haben, aber mit flexiblen Praktiken, um mit Veränderungen umzugehen, die Herausforderungen für etablierte Unternehmen richtig einzuschätzen und den neuen fruchtbaren Boden beurteilen zu können, auf dem außergewöhnliche Neuzugänge rasch wachsen können. Was einem Unternehmen in der einen Ära Erfolg brachte, kann in einer anderen weniger Bedeutung haben – nicht etwa, weil der Ansatz nicht solide wäre, sondern weil sich das Umfeld radikal gewandelt, der Geschmack verändert oder die Konkurrenz aufgeholt oder sogar überholt hat.

Zu Grahams Zeiten war die Welt analog. Inzwischen ist sie fast vollständig digital. Unternehmen verkaufen heute Produkte und setzen Technologien ein, die Grahams und Dodds Vorstellungskraft überstiegen hätten. Viele profitieren von Erstanbietervorteilen, schneller, beispielloser Skalierbarkeit, gewaltigen, nachhaltigen Barrieren für Konkurrenten, niedrigen oder nicht vorhandenen Grenzkosten der Produktion und Netzwerkeffekten, die dafür sorgen, dass ein Unternehmen mit zunehmender Größe immer rentabler und bedeutsamer wird. *Die Geheimnisse der Wertpapieranalyse* liefert natürlich keine Beispiele zur Bewertung einer Software-Schmiede, einer Internet-Suchmaschine oder eines Smartphone-Herstellers, doch die darin erläuterten Analysewerkzeuge können zur Bewertung fast jedes Unternehmens, zur Taxierung seiner marktfähigen Wertpapiere und zur Ermittlung einer potenziellen Sicherheitsmarge herangezogen werden. Fragen zu Prognostizierbarkeit, Langlebigkeit, Wachstum, Unternehmensstrategie, Liquidität und Risiken betreffen alle Unternehmen, Märkte, Länder und Zeiträume.

In den vergangenen 25 Jahren hat das Internet die Gründung einer gewaltigen Zahl von Unternehmen ermöglicht, die zuvor schlicht nicht vorstellbar waren. Manche davon zählen zu den besten der Welt. Ein solches Beispiel ist Google (neuerdings Alphabet), das

enorme und noch zunehmende Datenmengen erfasst und analysiert, was dem Unternehmen beim Angebot von immer zielgerichteterer Werbung einen uneinholbaren Vorteil verschafft. Auf diese Weise konnte das Unternehmen die klassische Werbebranche komplett aufmischen und einen immer tieferen Graben zur Konkurrenz ziehen.

Dem Internet und dem Florieren der Risikokapitalindustrie ist zu verdanken, dass sich Unternehmer heute eine Firma oder ganze Branche ausdenken können, die es noch nie gab, und Wagniskapital auftreiben, das junge Unternehmen günstig oder kostenlos exponentiell vergrößern und bei erfolgreicher Umsetzung einen neuen Marktführer erschaffen kann. Diese Umwälzung setzte so schnell ein, dass sich Value-Investoren in einer ihnen so gar nicht vertrauten Situation wiederfanden: Viele der Neuzugänge wirkten wie Schnäppchen, wenn man sie auf der Grundlage fortgesetzter historischer Cashflows bewertete, waren es in Wirklichkeit aber ganz und gar nicht. Bei vielen handelte es sich eben nicht um solide Unternehmen, die vorübergehend in einen Abwärtszyklus geraten waren wie in Grahams Tagen. Sie waren vielmehr durch technologische Disruption infolge von Innovationen unter Druck geraten, die gleichzeitig etablierte Unternehmen zerstörte und phänomenale neue hervorbrachte, die die alten verdrängten.

*Technologie* – ein Begriff, der im Stichwortverzeichnis der ersten vier Ausgaben von *Die Geheimnisse der Wertpapieranalyse* noch nicht enthalten war – ist ganz klar zum vorherrschenden Faktor für das Verständnis und die Durchführung von Unternehmensanalysen geworden. Kurzum: Unternehmen entwickeln und vermarkten Technologie, finden heraus, wie sich diese einsetzen lässt, um ihren Betrieb zu optimieren, oder leben in der Angst, sie könnten von dieser Technologie überholt werden. Das ist heute eine Realität, an der keiner mehr vorbeikommt. Technologie löst einen Strom von Veränderungen aus. Das bedeutet, die Cashflows, die ein Unternehmen heute erwirtschaftet, sagen unter Umständen nur wenig über seine künftigen Aussichten aus. Doch es sind die künftigen Cashflows, die – wie bereits angesprochen – in Wirklichkeit den Wert bestimmen.

Während sich Graham für Unternehmen interessierte, die beständige Gewinne erzielten, wurde zu seiner Zeit noch nicht so genau analysiert, warum die Erträge mancher Unternehmen möglicherweise stabiler waren als die anderer. Auch heute nehmen Investoren Unternehmen, aber auch Geschäftsmodelle unter die Lupe, um die besten ausfindig zu machen. Sowohl von den Führungsteams als auch von den Finanzanalysten wird sorgfältig ermittelt, wie sich Veränderungen bei Umsätzen, Gewinnmargen, Produktmix und anderen Variablen unter dem Strich auswirken. Investoren ist klar: Kein Unternehmen existiert im Vakuum. Mitbewerber, Zulieferer und Kunden können erheblichen Einfluss auf die Rentabilität eines Unternehmens ausüben. Sie wissen auch, dass sich die Rahmenbedingungen für ein Unternehmen durch das rasante Innovationstempo schnell verändern können. Bei der Bewertung besonders wachstumsstarker Unternehmen müssen Analysten nicht nur das aktuelle Geschäftsvolumen berücksichtigen, sondern auch die potenzielle Nachfrage nach dem Produkt beziehungsweise der Dienstleistung und deren

Gesamtzielmarkt, um auf der Grundlage seiner Kostenstruktur und seiner Produktvorteile beurteilen zu können, wie lange ein Unternehmen überleben kann und wann es eng wird und wie seine realen Gewinnchancen oder seine Aussichten darauf aussehen, sich im Wettbewerb bestimmte Marktanteile zu sichern. Die Bewertung der Zukunftsaussichten von Unternehmen in neu entstandenen Branchen ist zwar nie einfach, doch es wäre ein echtes Versäumnis, wenn ein Investor voraussichtliches künftiges Wachstum nicht analysieren und beziffern oder nicht berücksichtigen würde, ob und wann Wachstum zu höherer Rentabilität und mehr Cashflow führen könnte.

In früheren Zeiten ließ sich der Unternehmenserfolg von morgen am besten an der Verlängerung der aktuellen Leistung festmachen. Heutzutage ist es aber viel unwahrscheinlicher als zu Grahams Zeiten, dass morgen noch alles so weitergeht wie heute, weil neue Technologien in vielen Branchen erstaunliches Wachstum auslösen und technische Umwälzungen viele etablierte Unternehmen tödlich verwunden. Für manche Unternehmen wird es besser laufen, für viele andere aber deutlich schlechter. Dabei handelt es sich um eine Umkehrung einer zentralen These von Graham und Dodd: dass nämlich alles, was wir heute sehen oder in letzter Zeit gesehen haben, am besten Aufschluss über die Entwicklung von morgen gibt. Value-Investoren müssen inzwischen bessere Unternehmensanalysten sein als je zuvor.

Kein Value-Investor kann die Zukunft außer Acht lassen. Der raschen, dauerhaften Zunahme von Cashflows muss ein Wert zugeordnet werden – allerdings mit Bedacht. Angesichts all der Herausforderungen und Nuancen zur Bestimmung künftiger Cashflows besteht ein Risiko, dass man für Cashflows zahlt, die sich nicht im aktuellen Finanzergebnis niederschlagen, sondern noch weit in einer fiktiven Zukunft liegen.

Graham und Dodd stellten fest, dass »Analysen ... vornehmlich auf die Ableitung von Werten ab[zielen], die durch Fakten untermauert werden können und nicht vorrangig auf Erwartungen beruhen.« (Einleitung sechste Ausgabe) Indem sie der Realität gegenüber der Möglichkeit deutlich den Vorzug geben, betrachteten sie »die zukünftige Geschäftsentwicklung als Risikofaktor ..., gegen den man [der Analyst] gut aufgestellt sein sollte, und nicht als Grundlage der Rechtfertigung«. (Einleitung sechste Ausgabe) Vor allem sollten Investoren darauf achten, sich nicht ausschließlich auf Wachstum zu fokussieren, denn dadurch steige das Risiko, zu viel für ein Unternehmen zu zahlen. Wieder trafen Graham und Dodd ins Schwarze mit der Warnung, dass das »[l]ogisch zu Ende gedacht, bedeutete ..., dass kein Preis für eine gute Aktie zu hoch wäre und ein solches Papier zum Kurs von 200 genauso sicher wäre, wie es bei 25 sicher war«. (Kap. 1) Genau dieser Fehler lag nämlich vor, als die Aktienkurse in der Nifty-Fifty-Ära Anfang der 1970er-Jahre in den Himmel stiegen, und ebenso während der Dotcom-Blase 1999/2000 und der Marktentwicklung von 2021 in der Niedrigzinsphase nach den Konjunkturprogrammen.

Heute ist das Wachstum bei manchen Unternehmen möglicherweise leichter prognostizierbar. Viele Unternehmen haben offenbar die »bessere Mausefalle« erfunden – solide

Betriebe mit konkreten Kapazitäten, die ihre Marktanteile rasant steigern. Solche Unternehmen schienen dazu bestimmt, auch künftig ordentlich zu wachsen, und Investoren, die nicht bereit waren, für dieses Wachstum zu bezahlen, würden womöglich auf einige der erfolgreichsten Unternehmen der Welt verzichten müssen. Die Beurteilung der Wettbewerbsvorteile und der Skalierbarkeit solcher Unternehmen ist für die Bewertung heute ebenso wichtig, wie es ihr ausgewiesener Buchwert zu Zeiten von Graham und Dodd war.

Um den Wert solcher Unternehmen zu analysieren, denen wir fortlaufendes Wachstum zutrauen, verfolgt meine Firma einen Ansatz, der kompromisslose Fundamentalanalyse und konservative Hochrechnungen künftiger Ergebnisse für die nächsten zwei bis drei Jahre beinhaltet und die Cashflow-Kennzahlen dann dem aktuellen Aktienkurs gegenüberstellt. Ist die Kennzahl für den in naher Zukunft erzielbaren Gewinn angemessen (also deutlich niedriger als die heutige Marktkennzahl und maximal im niedrigen zweistelligen Bereich), dürften die Abwärtsrisiken vermutlich begrenzt sein, auch wenn sich die Wachstumsrate letztlich verlangsamten sollte. Grob gesprochen soll der interne Zinsfuß aller unserer Investments, unter konservativen Annahmen modelliert, mindestens um die 15 betragen. Damit liegt er auf einem Niveau, aus dem sich eine Sicherheitsmarge für unser Kapital ergibt. Investments mit niedrigeren potenziellen Renditen sind nicht stark genug fehlbewertet, um unser Interesse zu erregen.

## **EINEN LANGFRISTIGEN HORIZONT WAHREN: DER UNTERSCHIED ZWISCHEN INVESTITION UND SPEKULATION**

Viel zu viele Menschen kaufen Aktien, um das schnelle Geld zu machen. Verlässliche Anlageerträge sind auf diese Weise nicht zu erzielen. Value Investing funktioniert nur, wenn man ihm die nötige Zeit gibt. Auf kurze Sicht kann jedes Wertpapier zu jedem Kurs notieren. Wenn Sie auf schnelle Gewinne aus sind, ist Value Investing für Sie nicht interessant. Für Spekulanten sind Aktien im Grunde, wie Lichtpunkte auf einem Bildschirm, ständig in Bewegung – wie die Kugel, wenn sich die Roulettescheibe dreht. Sie können all jenen Gewinne beschern, die richtig geraten haben. Solche minütlichen Fluktuationen können zwar aufregend sein, sind aber letztlich Zufallsprodukte – also unvorhersehbare kurzfristige Bewegungen. Da Spekulanten dumm genug sind, die Aktienkurse losgelöst von der Unternehmensrealität zu betrachten, tendieren sie oft zu Titeln, deren Kurse gestiegen sind – ganz gleich, wie unrealistisch diese bewertet sind. Und sie verwechseln Glück regelmäßig mit Können und verweisen auf einen Kursauschlag nach oben als Beleg dafür, dass sich ihre Wette lohnt.

Spekulative Ansätze – die wenig oder gar nicht auf Abwärtsrisiken achten – sind vor allem in aufwärts strebenden Märkten populär. Wenn es heiß hergeht, sind die wenigsten so diszipliniert, strikte Bewertungsstandards einzuhalten und Risiken zu meiden. Das gilt

ganz besonders in Zeiten, in denen viele, die solche Standards verworfen haben, vorpreschen und reich werden.

In den letzten Jahren haben manche versucht, die Definition einer Investition auf jedes Asset auszuweiten, das unlängst im Wert gestiegen ist – oder dies bald tun könnte: Kunst, seltene Briefmarken und Münzen, Sammlerweine, NFTs (Non-fungible Tokens) und Hunderte alternativer Kryptowährungen. Weil all diese Assets keine aktuellen oder künftigen Cashflows produzieren und allein von den Launen der Käufer abhängen, sollten sie als Spekulationsobjekte angesehen werden, nicht als Investitionen.

Die allgegenwärtige Berichterstattung der Medien über die Börse rund um die Uhr hat ohnehin die allzu ausgeprägte Neigung der Investoren zum Kurzfristigen noch verstärkt. Die anfeuernden Fernsehexperten begeistern sich über Rallys und Rekordhochs und beklagen jeden Marktumschwung. Die Zuschauer bekommen den Eindruck, die einzige vernünftige Markttrichtung wäre die nach oben und dass es nicht nur eine schlechte Entscheidung wäre, zu verkaufen oder abzuwarten, sondern möglicherweise sogar eine unpatriotische. Solche Auftritte fördern die Herdenmentalität und lassen die Grenzen zwischen Investition und Spekulation verschwimmen. Auf Finanzthemen spezialisierte TV-Kanäle wecken ebenfalls den falschen Eindruck, dass man zu allem, was auf den Finanzmärkten geschieht, eine fundierte Meinung formulieren kann. Wir leben in einer Sound-Bite-Kultur, die die Vorstellung vertritt, dass es nicht etwa Einsatz oder Disziplin verlangt zu investieren, sondern ein Kinderspiel ist. Im Kabelfernsehen wird es nie einen Graham-Dodd-Kanal geben. Dafür sorgt schon die menschliche Natur. Was dieser Kanal ausstrahlen würde, wäre so, als würde man Farbe beim Trocknen beobachten.

Dann ist da noch der Einfluss der sozialen Medien. In den letzten Jahren erwarben sich Spekulanten, die sich auf Reddit und ähnlichen Plattformen austauschten, einen gewissen Ruhm für ihr Engagement in sogenannten »Meme-Aktien«. Das sind in aller Regel Papiere von kriselnden oder gar von der Pleite bedrohten Unternehmen, wie sie von Hedgefonds häufig leerverkauft werden. Diese Gruppe betrachtet solche Aktien als Spekulationsobjekte und verfährt damit wie im Kasino. Hin und wieder bringen ihre Bullenattacken zwar den einen oder anderen Leerverkäufer unter Druck, der sich bei einem Einzeltitel zu weit aus dem Fenster gelehnt hat, doch die Mischung aus schwachen Fundamentaldaten und Überbewertung ist toxisch – und es ist davon auszugehen, dass die meisten Meme-Aktien über längere Zeit untergehen werden. Wer zu viel auf den Tisch blättert und nicht auf den fundamentalen Wert schaut, der fängt sich nahezu garantiert künftige Verluste ein. Er weiß es nur noch nicht.

## VALUE INVESTING IST EIN RISIKOAVERSER ANSATZ

Das eigentliche Ziel eines langfristig ausgerichteten Investoren besteht nicht darin, so schnell wie möglich möglichst viel Geld zu verdienen. Er möchte solide, nachhaltige Erträge erwirtschaften und sie sichern. Außerdem möchte er im Zeitverlauf seine Kaufkraft erhalten, und zwar nach Berücksichtigung der Inflation. Aktien können diesem Ziel in gewisser Hinsicht anders Vorschub leisten als festverzinsliche Anlagen.

Anders als Spekulanten, die auf das schnelle Geld fokussiert sind, wollen Value-Investoren Verluste begrenzen oder gar vermeiden und auf diese Weise Risiken mindern. Wenn man Aktien zum Schnäppchenpreis kauft, ist das Abwärtsrisiko per definitionem geringer. Sollte der Kurs von diesem Niveau zurückfallen (immer unter der Voraussetzung, dass sich der Wert nicht verändert hat), verringert sich das Abwärtspotenzial weiter – und das Aufwärtspotenzial ist noch immer größer. Entgegen der wissenschaftlichen Theorie sinken Risiken und steigt der potenzielle Ertrag, wenn ein Schnäppchen noch günstiger wird. Es kommt dabei darauf an, das nötige langfristige Kapital zu haben, das es ermöglicht, diese Perspektive einzunehmen und davon zu profitieren.

Für einen risikoscheuen Investor ist der vermeintliche Nutzen eines Gewinns geringer als die vermeintlichen Kosten eines Verlustes in gleicher Höhe.<sup>1</sup> Stellen Sie sich vor, wie Sie auf den Vorschlag reagieren würden, eine Münze werfen, um Ihr Vermögen mit einem Schlag zu verdoppeln oder zu vernichten. Da würden die meisten Menschen höflich ablehnen. Diese Risikoscheu ist tief in der menschlichen Natur verwurzelt. Dennoch schieben viele sie unbewusst zur Seite, wenn die Sirenen der Börsenspekulation ihre Stimmen erheben.

Die beste Methode, sich vor Verlusten zu schützen, ist eine gründliche, kompromisslose Fundamentalanalyse. Geht an der Börse ein kleiner Teil eines Unternehmens zum Schnäppchenpreis über den Tisch, ist es zweckdienlich, das so zu bewerten, als wäre das ganze Unternehmen zum Sonderpreis zu haben. Dieser analytische Anker hilft wertorientierten Investoren dabei, den Fokus auf langfristige Ergebnisse auszurichten, statt diesen auf die Rentabilität ihrer täglichen Handelspositionen zu verschieben.

---

1 Finanzielle Verluste, so Graham, können die Psyche belasten. Nervosität, die aus einem finanziellen Schaden entsteht, der durch einen vor Kurzem erlittenen Verlust ausgelöst wurde, oder die Angst vor weiteren Verlusten kann die eigene Fähigkeit beeinträchtigen, die nächste Chance zu nutzen, die sich bietet. Halbiert sich der Kurs einer unterbewerteten Aktie, obwohl die Fundamentaldaten – doppelt und dreifach geprüft – nachweislich unverändert sind, sollte man sich über die Gelegenheit freuen, zum »Schnäppchenpreis« nachzukaufen. Doch wenn das eigene Vermögen mit dem Aktienkurs abgeschmolzen ist, kann es aus psychologischen Gründen schwerfallen, die Position aufzustocken.

## RISIKEN BESTIMMEN UND STEUERN

Viele Wissenschaftler und Investmentprofis definieren Risiko mit dem griechischen Buchstaben Beta, den sie als Maß für die bisherige Volatilität des Kurses einer Aktie verwenden: Das bedeutet, eine Aktie, deren Volatilität im Vergleich höher ist als die des Gesamtmarktes, wird als riskanter angesehen als eine, deren Volatilität niedriger ist. Aus dieser Perspektive gilt: Je größer das Risiko, desto höher der Ertrag. Value-Investoren, die Risiken gewöhnlich anders betrachten – nämlich als Wahrscheinlichkeit und Höhe eines potenziellen Verlusts –, finden diese Argumentation absurd. Eine volatile Aktie kann sogar besonders stark unterbewertet sein und zu einem gefallenem Kurs eine ausgesprochen risikoarme Anlage darstellen.

In dem der Schwerkraft trotzen Marktumfeld nach der Finanzkrise von 2008/2009 entwickelten sich die spekulativsten Anlagen regelmäßig am besten. Das veranlasste viele institutionelle Investoren dazu, sich so zu verhalten, als entspräche der erzielte Ertrag stets den eingegangenen Risiken.

Konkret haben sie sich dafür entschieden, bewusst höhere Risiken einzugehen, um zusätzliche Erträge zu erwirtschaften. Doch aus der Perspektive eines Value-Investors erzielt man Ertrag, indem man Risiken vermeidet. Wer zusätzliche Risiken in Kauf nimmt, steht mit Sicherheit höher im Risiko. Ob er auch Erträge erzielt, ist dagegen ungewiss. Denken Sie an das Gemetzel, das einsetzt, wenn eine Marktblase platzt. Aktien, die zuvor zu hohen Kursen rege nachgefragt wurden, weil Anleger von übermäßig optimistischen Annahmen ausgingen, finden dann zu deutlich niedrigeren Kursen nur schwer einen Abnehmer – obwohl der potenzielle Ertrag auf diesem Niveau die Risiken inzwischen überwiegen könnte.

Risiken müssen auch über einen längeren Zeitraum betrachtet werden. Wie gesagt kann jedes Wertpapier zu einem bestimmten Zeitpunkt zu jedem Kurs gehandelt werden. Sein Wert richtet sich aber letztlich nach dem Wert des zugrunde liegenden Unternehmens. Kurzfristige Volatilität kann für Wertabschläge im Portfolio eines Anlegers sorgen (was von Nachteil ist, wenn dieser verkaufen muss, aber von Vorteil, wenn er zukaufen kann). Längerfristig sind die einzigen Risiken, auf die es wirklich ankommt, eine zu optimistische Beurteilung der Cashflows von einem Unternehmen oder die Wahl eines unzulänglichen Abzinsungssatzes.

Die mit der Investition in Wertpapiere verbundenen Risiken hängen eng mit den Risiken der zugrunde liegenden Unternehmen zusammen. Manche Unternehmen haben eine sicherere Marktstellung als andere. Ein kostengünstiger Wettbewerber mit hoher Gewinnmarge kann beispielsweise einen erheblichen Vorteil genießen, während ein etabliertes Unternehmen mit hohen Kosten gefährlich im Nachteil ist. Manche Unternehmen sind an Standorten ansässig, die unberechenbar oder unsicher sind. Dort kann eine Investition zu riskant sein. Manche Unternehmen sind überschuldet, während andere ihre

Bilanzen so gefestigt haben, dass sie fast jeder Widrigkeit trotzen können. Jeder Investor muss festlegen, wie hoch seine Bereitschaft ist, solche Risiken einzugehen, und bestimmen, wie hoch die Rendite sein muss, die er im Gegenzug verlangt.

Eine der schwierigsten Fragen für Value-Investoren betrifft die Dimensionierung von Positionen und deren Einfluss auf die Diversifizierung und das Risiko des Portfolios. Wie umfangreich darf eine Position selbst bei attraktivsten Chancen sein, damit Sie sich noch wohlfühlen? Ich bin der Überzeugung, dass man als Value-Investor sein Portfolio mit seinen besten Ideen vollpacken sollte. Wer zwischen Guten und Schlechten unterscheiden kann, der sollte auch in der Lage sein, aus den Guten die Herausragenden herauszupicken. Ein stichhaltiger Einwand gegen den Ausbau einzelner Positionen zu einem konzentrierten Portfolio ist der damit einhergehende Liquiditätsverlust. Aktien, die einen Anteil von 1 Prozent an einem Unternehmen darstellen, lassen sich leichter verkaufen als eine Beteiligung in Höhe von 5 oder 10 Prozent. Ein Investor muss schon sehr überzeugt sein, um eine hochkonzentrierte Position einzugehen, da es erheblich schwieriger ist, daraus auszusteigen.

Ein weiterer Risikoaspekt, den Value-Investoren ebenso wie alle anderen Anleger berücksichtigen müssen, ist die Frage, ob Fremdkapital eingesetzt werden sollte. Manche Hedgefonds und sogar Stiftungen nutzen solche Hebeleffekte, um ihre Renditen zu steigern. Ich gehöre dagegen zu denjenigen, die die zusätzlichen Risiken eines Aktienkaufs auf Kredit lieber nicht eingehen wollen. Durch den Einsatz von Fremdkapital lassen sich die Erträge erfolgreicher Anlagen zwar aufbessern, doch wenn es anders kommt, vergrößern sich auch die Verluste. Überdies lassen unbesicherte Verbindlichkeiten (also die Margin) die Risiken in inakzeptable Höhe steigen, weil dadurch das eigene Durchhaltevermögen geschwächt wird. Value-Investoren sollten wissen: Selbst wenn sie langfristig richtig liegen, kann ein Wertpapier auf kurze Sicht zu jedem Kurs gehandelt werden. Wer es hält, braucht einen langen Atem, um die schlimmsten Krisen auszusitzen. Ansonsten muss er seine Position womöglich gerade dann veräußern, wenn die Verluste am größten sind und sich seine eigentlich richtigen Einschätzungen noch längst nicht ausgezahlt haben. Eine Überlegung zum Thema Risiken sollte über allen anderen stehen: ob Sie damit auch gut schlafen können – im Vertrauen darauf, dass Sie finanziell gut abgesichert sind, ganz gleich, was die Zukunft bringt.

## **DIE WISSENSCHAFTLICHE EINSCHÄTZUNG**

Obwohl Value Investing seit Generationen eine erfolgreiche Disziplin ist, wird das von einer Seite weitgehend ignoriert oder abgetan: von der Wissenschaft. Es gibt da diesen alten Witz von dem Ökonomen, der auf der Straße einen Zwanzigdollarschein findet, sich aber nicht die Mühe macht, ihn aufzuheben – mit dem Argument, wenn er echt wäre,