



JOHN MIHALJEVIC

# Das Value Investing Handbuch

Mit bewährten Methoden  
die besten Investments finden



Mit einem Vorwort  
von Max Otte

FBV

JOHN MIHALJEVIC

Das Value  
Investing  
Handbuch



JOHN MIHALJEVIC

# Das Value Investing Handbuch

Mit bewährten Methoden die besten  
Investments finden

FBV

**Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek**

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

**Für Fragen und Anregungen:**

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

3. Auflage 2019

© 2015 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.

Dieses Buch will keine spezifischen Anlage-Empfehlungen geben und enthält lediglich allgemeine Hinweise. Autor, Herausgeber und die zitierten Quellen haften nicht für etwaige Verluste, die aufgrund der Umsetzung ihrer Gedanken und Ideen entstehen.

All rights reserved. This translation published under license with the original publisher John Wiley & Sons, Inc. Copyright © 2013 by John Mihaljevic. All rights reserved. Published by John Wiley & Sons, Inc., Hoboken, New Jersey. Die Originalausgabe erschien 2013 unter dem Titel »The Manual of Ideas«. All rights reserved.

Übersetzung: Sascha Mattke, [www.transcreators.de](http://www.transcreators.de)  
Redaktion: Matthias Michel  
Korrektorat: Leonie Zimmermann  
Umschlaggestaltung: Kristina Spörl, München  
Umschlagabbildung: unter Verwendung von iStock-Bildern  
Satz: EDV-Fotosatz Huber/Verlagsservice G. Pfeifer, Germering  
Druck: GGP Media GmbH, Pößneck  
Printed in Germany

ISBN Print 978-3-89879-888-4  
ISBN E-Book (PDF) 978-3-86248-673-1  
ISBN E-Book (EPUB, Mobi) 978-3-86248-674-8

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

Geleitwort von Prof. Dr. Max Otte .....	11
Vorwort .....	13
Einleitung.....	15
<b>Kapitel 1:</b> <b>Ein höchst persönliches Unterfangen:</b> <b>Was möchten <i>Sie</i> besitzen? .....</b>	<b>19</b>
Das Geld Warren Buffett geben oder selbst investieren? .....	20
Sehen Sie sich selbst in der Rolle des Kapitalverteilers.....	27
Denken wie ein Eigentümer.....	35
Ein Modell für die Aktienauswahl.....	39
Zusammenfassung .....	42
 <b>Kapitel 2:</b> <b>Deep Value: Schnäppchen machen</b> <b>wie Benjamin Graham .....</b>	 <b>45</b>
Wie der Ansatz funktioniert .....	46
Investieren wie Benjamin Graham:	
Richtiges Vorgehen und häufige Fehler .....	57
Filterkriterien für die Suche nach Schnäppchen im Stil von Graham .....	66
Nach dem Screening: Eine Liste von Deep-Value-Kandidaten analysieren.....	71
Bei Graham-Schnäppchen die richtigen Fragen stellen.....	76
Zusammenfassung .....	82

<b>Kapitel 3:</b>	
<b>Unterbewertung nach Summe-der-Teile-Analysen .....</b>	<b>85</b>
Wie der Ansatz funktioniert .....	86
Investieren in Unternehmen mit übersehenen Aktiva:	
Richtiges Vorgehen und häufige Fehler .....	89
Filterkriterien für die Suche nach Unternehmen	
mit unterschiedlichen Aktiva .....	94
Nach dem Screening: Bewährte Methoden zum	
Auffinden versteckter Aktiva .....	101
Bei Unternehmen mit versteckten Vermögenswerten	
die richtigen Fragen stellen .....	111
Zusammenfassung .....	115

<b>Kapitel 4:</b>	
<b>Joel Greenblatts magische Formel</b>	
<b>für gute und billige Aktien.....</b>	<b>117</b>
Wie der Ansatz funktioniert .....	118
Investieren in gute und billige Unternehmen:	
Richtiges Vorgehen und häufige Fehler .....	127
Filterkriterien für die Suche nach guten und billigen	
Unternehmen .....	136
Nach dem Screening: Die ewige Hoffnung auf Verbesserungen.	141
Bei Magische-Formel-Aktien die richtigen Fragen stellen .....	145
Zusammenfassung .....	154

<b>Kapitel 5:</b>	
<b>Jockey-Aktien.....</b>	<b>157</b>
Wie der Ansatz funktioniert .....	158
Investieren in Jockeys: Richtiges Vorgehen und	
häufige Fehler .....	162
Filterkriterien für die Suche nach Jockey-Aktien .....	174
Nach dem Screening: Eine Visitenkartensammlung	
hervorragender Manager aufbauen .....	187
Die richtigen Fragen zum Management stellen .....	190
Zusammenfassung .....	198

## **Kapitel 6:**

<b>Den Besten folgen .....</b>	<b>201</b>
Superanleger heißen nicht umsonst Superanleger .....	202
Superanlegern folgen: Richtiges Vorgehen und häufige Fehler .....	206
Filterkriterien für die Suche nach Unternehmen in den Portfolios von Superanlegern .....	210
Die Superanleger aus Buffett-Stadt.....	213
Nach dem Screening: Was macht ein Unternehmen für Superanleger attraktiv? .....	223
Zusammenfassung .....	229

## **Kapitel 7:**

<b>Kleine Aktien, große Rendite? .....</b>	<b>231</b>
Wie der Ansatz funktioniert .....	232
Investieren in kleine Unternehmen: Richtiges Vorgehen und häufige Fehler .....	238
Filterkriterien für die Suche nach vielversprechenden Small- und Mikro-Cap-Anlagen .....	243
Nach dem Screening: Weitere Wege zu überzeugenden Small- und Mikro-Cap-Ideen .....	254
Bei interessanten Small Caps die richtigen Fragen stellen .....	266
Zusammenfassung .....	272

## **Kapitel 8:**

<b>Sondersituationen.....</b>	<b>275</b>
Wie der Ansatz funktioniert .....	277
Investieren in Sondersituationen: Richtiges Vorgehen und häufige Fehler .....	281
Sondersituationen entdecken .....	291
Bei Sondersituationen die richtigen Fragen stellen.....	296
Zusammenfassung .....	302



<b>Kapitel 9:</b>	
<b>Abriss-Aktien.....</b>	<b>305</b>
Wie der Ansatz funktioniert .....	308
Investieren in Abriss-Aktien: Richtiges Vorgehen und häufige Fehler .....	309
Filterkriterien für die Suche nach Abriss-Aktien .....	321
Nach dem Screening: Dem Krankenwagen nachjagen .....	323
Bei Abriss-Aktien die richtigen Fragen stellen .....	328
Zusammenfassung .....	337
<b>Kapitel 10:</b>	
<b>Value-Investitionen im internationalen Bereich.....</b>	<b>339</b>
Wie der Ansatz funktioniert .....	341
Investieren in internationale Aktien:	
Richtiges Vorgehen und häufige Fehler .....	345
Filterkriterien für die Suche nach internationalen Aktien .....	354
Nach dem Screening: Regionalen Experten auf der Spur bleiben.....	359
Bei internationalen Aktien die richtigen Fragen stellen.....	364
Zusammenfassung .....	368
<b>Über den Autor .....</b>	<b>370</b>
<b>Literaturverzeichnis .....</b>	<b>371</b>
<b>Anmerkungen.....</b>	<b>376</b>
<b>Stichwortverzeichnis .....</b>	<b>381</b>
<b>Über den Herausgeber.....</b>	<b>390</b>

*»Intelligente Anleger werden dieses Buch sorgfältig studieren und hoffen, dass nur wenige andere das ebenfalls tun.«*

– Bryan Lawrence, Gründer von Oakcliff Capital

*»Ein fantastisches, äußerst kluges Buch für Amateure wie für Profianleger. John Mihaljevic hat einen Anlagediamanten mit breitem Themengebiet geschaffen und ihn in eine überzeugende Form geschliffen.«*

– Allan Mecham, Gründer von Arlington Value Capital

*»Hochinteressant zu lesen und sehr nützlich. Die Strategien in Das Value-Investment Handbuch geben Anlegern konkrete und solide Chancen, Portfolios aller Art zu optimieren.«*

– Dave Sather, President von Sather Financial Group, Inc.

*»John Mihaljevic ist Herausgeber des in meinen Augen besten Anlage-Newsletters dieses Planeten – eigentlich eher ein häufig aktualisiertes Handbuch der Geldanlage. Sein fantastisches Buch steckt voll herausragendem Anlagewissen, gesammelt bei den Besten und zusammengestellt vom vielleicht besten Experten für Value-Investing überhaupt. Wer es liest, muss einfach mehr Erfolg bei der Geldanlage haben. Danke, John, für Deine herausragenden Dienste für die Gemeinschaft der Value-Anleger.«*

– Mohnish Pabrai, Managing Partner bei Pabrai Investment Funds

»Das Value-Investment Handbuch ist ein umfassendes Buch über Geldanlage, das leicht verständlich unterschiedliche Möglichkeiten erklärt, um sich in der komplexen weltweiten Anlagelandschaft zurechtzufinden. Es bietet eine Fülle von Erklärungen und beschreibt konkrete Methoden, Strategien und Ansätze, um ein hervorragender Anleger zu werden. Das Buch erklärt, wie einige der besten Anleger der Welt Ideen generieren, Geschäftsmodelle bewerten und Fondsmanager auswählen. Erfolgreiche Geldanlage erfordert Flexibilität und Originalität. Doch als Grundlage ist stets ein diszipliniertes analytisches Vorgehen erforderlich, bei dem Bewertung und Steuerung von Risiken im Vordergrund stehen. Ich würde Das Value-Investment Handbuch allen Anlegern vom Anfänger bis zum erfahrenen Praktiker dringend empfehlen.«

– Paul Lountzis, President von Lountzis Asset Management, LLC

»John Mihaljevic hat unzählige Stunden lang mit den besten Anlegern der Welt gesprochen und verfügt über reichlich eigene Erfahrung und Wissen. Das Value-Investment Handbuch liefert dem Leser einen gewaltigen Werkzeugkasten für die Ideengenerierung. Das Buch deckt das gesamte Spektrum an Ansätzen für Value-Investing ab und füllt sie über lehrreiche Beispiele aus der Praxis mit Leben. Mit seiner Kombination aus wirksamen Werkzeugen und interessanter Aufklärung bietet das Buch eine hohe Rendite auf den Kaufpreis!«

– Jason Dunn, CFA, Gründer und Portfoliomanager,  
White Bison Capital

## GELEITWORT

von Prof. Dr. Max Otte\*

Ich kenne John Mihaljevic und seinen Bruder Oliver nun seit über fünf Jahren. Beide haben sich seit 2005 dem Aufbau einer erstklassigen monatlichen Publikation für professionelle Value-Investoren gewidmet, dem *Manual of Ideas* (sinngemäß »Nachschlagewerk der Investmentideen«). Diese Publikation, die von Top-Investoren auf der ganzen Welt geschätzt wird, gibt etwas vom Charakter von John und Oliver wieder: kompetent, gründlich, ausdauernd und bereit, ihr Wissen mit anderen zu teilen. Und dazu ehrlich und bescheiden, zwei Eigenschaften, die sich in der Finanzbranche selten finden.

Nun legt John die Essenz seiner Methode in einem Buch dar, das für Privatanleger und Profis gleichermaßen geeignet ist. Das *Value-Investment-Handbuch* wird zum neuen Standardwerk des Value-Investing werden: umfassend, verständlich und klar geschrieben und auf dem neuesten Stand. Damit wird sich das Buch in die Reihe von Klassikern wie Benjamin Graham's *Intelligent Investor* oder Bruce Greenwald's *Value Investing* einreihen. Es ist allerdings kein Buch für den absoluten Anfänger. Etwas sollten Sie schon von der Betriebswirtschaftslehre, Bilanzen und Finanzen verstehen, um den optimalen Nutzen aus dem Buch zu ziehen.

Der faszinierende Werdegang Johns zeigt, wie viel weltmännische Erfahrung er trotz seiner relativ jungen Jahre angesammelt hat: In Deutschland geboren, teilweise in Kroatien aufgewachsen, dann in München Abitur gemacht,

---

\* Professor für quantitative und qualitative Unternehmensanalyse und -diagnose an der Karl-Franzens-Universität Graz. Er ist Berater des Max Otte Vermögensbildungsfonds (WKN: A1J3AM) und des PI Global Value Fonds (WKN: AoNEoG) mit zusammen ca. 300 Millionen Euro verwaltetem Vermögen.

an der Yale-Universität als Assistent von Nobelpreisträger James Tobin gearbeitet und sein Studium mit Bestnoten abgeschlossen. Dazu für dieses Buch über einhundert herausragende Value-Investoren persönlich zu ihren Methoden und Ideen interviewt. Von solch einem Menschen könnte man eigentlich erwarten, dass er Hedgefondsmanager wird und sein Wissen nur für sich selber nutzt. Und obwohl John eine eigene Investmentpartnerschaft hat, ist es klar, dass sein Herzblut der Wissensverbreitung gilt.

John stellt in seinem Buch insgesamt neun Ansätze und Stile des Value-Investing vor, beginnend mit dem klassischen Net-Net-Ansatz von Benjamin Graham. Der Urvater des Value-Investing kaufte gerne Aktien, deren Börsenwert unter ihrem Nettoumlaufvermögen lag und kümmerte sich nicht allzu sehr um die aktuelle Geschäfts- und Gewinnsituation. Wenn Sie meinen, dass diese Art des Investierens keine Bedeutung mehr hat, denken Sie zweimal darüber nach. Sowohl während des Katers nach der sogenannten New Economy 2003 als auch während der Finanzkrise von 2008 bis 2009 ließen sich mit dieser Methode hervorragende Investments finden.

Weitere, von John vorgestellte Methoden, sind die Analyse der Summe der Teile eines Unternehmens nach ihrem Wert, Joel Greenblatts »magische Formel«, die Auswahl von guten Unternehmensmanagern, die Beobachtung guter Investmentmanager, das Investment in kleinere Unternehmen sowie weitere Methoden. Jedes Mal stellt John die Methode vor, beschreibt das richtige Vorgehen und häufige Fehler und liefert eine Liste der richtigen Fragen.

Dabei merkt man, dass John die psychologischen Herausforderungen des aktiven Investors genau kennt und nicht nur die finanzwirtschaftlichen und betriebswirtschaftlichen Aspekte der Methode beschreibt. Dieser aktive Erfahrungsschatz macht das Buch besonders wertvoll und kann angehende Value-Investoren vor etlichen Fehlern bewahren, wenngleich fast jeder außer einer Handvoll Superinvestoren an der Börse auch Lehrgeld bezahlen wird.

Danke John, für dieses Buch! Es wird mir ein ständiger Begleiter in meiner eigenen Investmentpraxis sein.

Max Otte

## VORWORT

Als John Mihaljevic mich bat, ein Vorwort für dieses Buch zu schreiben, war ich erstaunt, fühlte mich geehrt und sagte sofort zu. Ich musste nicht lange überlegen, denn ich schätze Johns Arbeit und bin sehr dankbar für den intellektuellen Austausch und das, was ich über die Jahre durch die Lektüre seines Newsletters *Manual of Ideas* gelernt habe.

Bei seiner Arbeit zeigt John Forschergeist und echten Hunger nach Informationen – immer geleitet vom Willen, ein noch besserer Anleger zu werden. Noch wichtiger und sehr großzügig von ihm: Er behält sein Wissen und seine Ideen nicht für sich, sondern gibt sie bereitwillig weiter. Und auch indem er uns zeigt, wie er durch den Austausch mit anderen intelligenten und leidenschaftlichen Anlegern weiter dazulernt, ist er ein wunderbares Vorbild.

John zeigt uns, wie er lernt. Auf diese Weise können auch wir als Leser herausfinden, wie wir besser lernen können.

Nebenbei berichtet er auch über seine Lebensgeschichte und wie er in seine aktuelle Position gekommen ist. Nach dieser Lektüre werden Sie mir gewiss zustimmen: Der Drang zum Lernen und Wissen sowie Kreativität machen den Großteil von dem aus, was wir als menschliche Wesen sind (oder sein sollten).

Johns Arbeit ist deutlich vom Geist wahrer Bescheidenheit geprägt. Er weiß, dass man Geldanlage aus ganz unterschiedlichen Blickwinkeln betrachten kann und dass es unterschiedliche Ansätze dafür gibt, zu verstehen, was ein Unternehmen wert ist und wie es sich in Zukunft entwickeln könnte. Ebenso ist er sich darüber im Klaren, dass die richtigen

Antworten in einem anderen Umfeld und bei unterschiedlich hohen Anlagesummen andere sein könnten.

Das Wertvollste, was ich als Anleger mache, ist Lesen. Ich lese schon mein ganzes Leben lang gerne und danke meinen Eltern dafür, dass sie das, solange ich mich erinnern kann, gefördert haben. Wie Charles Munger einmal bemerkte: Der Kauf eines Buches ist eine der besten Investitionen, die man machen kann – für nur ein paar Dollar profitiert man von mehreren Jahren Arbeit, die ein Autor in sein Buch gesteckt hat. Ich bin ganz seiner Meinung.

Johns Buch ist für mich eine klare Empfehlung, weil es Erkenntnisse, Modelle und Methoden liefert, mit denen man das Handwerk der Geldanlage systematisch betrachten kann. Jeder, der ein guter Value-Anleger sein möchte, bringt dafür unterschiedliche Voraussetzungen und Vorgehensweisen mit. Trotzdem können und müssen wir alle immer weiter lernen, uns anpassen und unsere Arbeit verbessern.

Genau dabei kann Ihnen dieses Buch helfen. Jedes Kapitel bietet konkrete Beispiele und Erläuterungen dazu, wie erfolgreiche Anleger ihre Arbeit angehen. Erfolgreiches Investieren ist eine schwierige und einsame Aufgabe. Alle Daten und Dokumentationen, die sich finden und auswerten lassen, beziehen sich ausschließlich auf die Vergangenheit. Die Erträge aber stellen sich erst in der Zukunft ein und die ist ein wenig paradox: Einerseits ähnelt sie der Vergangenheit, andererseits ist sie vollkommen anders.

Für uns als Anleger liegt die Herausforderung darin, zu unterscheiden, was gleich bleiben wird und was sich verändert. Lesen Sie die von John in diesem Buch vorgestellten Ideen sorgfältig und denken Sie darüber nach – es wird Ihnen helfen. Ich wünsche Ihnen viel Spaß dabei!

Thomas S. Gayner  
President und Chief Investment Officer, Markel Corporation

## EINLEITUNG

Value-Investing kann eine einsame Angelegenheit sein, aber es hat mein Leben auch mit vielen Freundschaften und neuen Erfahrungen durch diese Freundschaften bereichert. Die Gemeinschaft der Value-Anleger ist vielfältig, lebhaft und global. Ich bin sehr froh darüber, dass ich intensiv zu ihr beitragen konnte – unter anderem im Rahmen von VALUEx Zurich Klosters, einem jährlichen Treffen von Value-Anlegern, bei der Online-Konferenzreihe ValueConferences und bei meiner Arbeit für die monatliche Research-Publikation *The Manual of Ideas*, bei der es hauptsächlich um die Entwicklung von Anlageideen geht.

Die spektakulär erfolgreiche Anlagephilosophie von Warren Buffett hat begeisterte Anhänger auf jedem Kontinent und in fast jedem Land gefunden. Viele von ihnen nutzen ihre speziellen Talente, kulturelle Sensibilität und besonderen Umstände, um mit ihrem jeweils eigenen Stil von Value-Investing Erfolg zu haben. Beispiele sind Mohnish Pabrai in den USA, Prem Watsa in Kanada, Massimo Fuggetta in Großbritannien, Guy Spier in der Schweiz, François Badelon in Frankreich, Francisco García Paramés in Spanien, Ciccio Azzollini in Italien, Jochen Wermuth in Russland, Rahul Saraogi in Indien, Christopher Swasbrook in Neuseeland oder Shuhei Abe in Japan.

Zur Vorbereitung für dieses Buch habe ich mit mehr als 100 Fondsmanagern in aller Welt gesprochen und sie über das Thema Ideengenerierung befragt. Auf den folgenden Seiten können Sie also erfahren, was ich als Herausgeber von *The Manual of Ideas* gelernt habe – und Sie erhalten Einblicke in den Prozess der Ideengenerierung bei einigen der erfolgreichsten Anleger unserer Zeit. Ich habe Schwergewichte wie Chuck Akre, Charles de Vaulx, Jean-Marie Eveillard, Thomas Gayner, Joel Greenblatt, Howard Marks, Mohnish Pabrai, Tom Russo und Guy Spier interviewt.



Interessante Erkenntnisse ergaben sich auch durch Gespräche mit jüngeren Fondsmanagern, unter denen eine neue Generation von Value-Superanlegern heranwächst. Viele dieser ausführlichen Gespräche sind als kostenlose Videos auf den YouTube-Kanälen manualofideas und value-conferences verfügbar.

In Kapitel 1 konzentriere ich mich auf die Mentalität von Value-Anlegern – sie unterscheidet sich sehr von der anderer Marktteilnehmer, die Aktien nur als wilde Linien auf einem Computerbildschirm verstehen und sich an dem beteiligen, was Keynes als bloßen Schönheitswettbewerb bezeichnete. In den Kapiteln 2 bis 10 beschäftige ich mich damit, wie Value-Anleger ihre Ideen generieren, unterteilt in neun Kategorien: »Deep Value« nach Benjamin Graham, magische Formel nach Joel Greenblatt, unterbewertete Small Caps, Summe-der-Teile-Analyse oder Suche nach verstecktem Wert, Lieblinge der Superanleger, Jockey-Aktien, Sondersituationen, Abriss-Aktien und internationales Value-Investing. Es gibt einige Überschneidungen zwischen diesen Kategorien, doch ich stelle für jede von ihnen einen leicht unterschiedlichen Ansatz vor. Ich erkläre, wie dieser sich zur Ideengenerierung einsetzen lässt und was man dabei falsch machen kann. Darüber hinaus beschäftige ich mich mit den Screening-Prozessen zur Auswahl geeigneter Aktien. Und ich belasse es nicht bei solchen rein quantitativen Methoden, sondern nenne in jeder Kategorie Kernpunkte, die es anschließend zu überprüfen gilt. Insgesamt ist dieses Buch also ein Praxisratgeber zur Ideengenerierung und zugleich eine Abhandlung über die wichtigsten Prinzipien des Value-Investing.

Jeden zu erwähnen, der Einfluss auf meine Überlegungen zur Geldanlage hatte, wäre unmöglich. Einige Mentoren allerdings waren besonders wichtig, zuallererst der Ökonomieprofessor und Wirtschaftsnobelpreisträger James Tobin. In meiner Zeit als sein wissenschaftlicher Mitarbeiter an der Yale University hat er mir unglaublich großzügige Einblicke in seine Gedanken über Risiko und Asset Allocation gewährt. Auch David Swensen, Chief Investment Officer der Yale University, hat mich auf dem Weg zu value-orientierter Geldanlage deutlich weitergebracht – in seinen Seminaren kommen Studenten mit Fondsmanagern zusammen, was es sonst fast nirgendwo gibt. Guy Spier, Chief Executive Officer von Aquamarine Capital, hat mich an seinem enormen Wissensschatz über

Geldanlage wie auch das Leben an sich teilhaben lassen. Warren Buffett, Charles Munger, Joel Greenblatt, Thomas Gayner und Monish Pabrai sind Vorbilder für mich. Ich konnte aus ihren Büchern lernen und zum Teil auch in direkten Kontakten, zu denen es im Rahmen von *The Manual of Ideas* oder ValueConferences kam. All diese Menschen hatten entscheidenden Einfluss auf mein Denken und ich danke ihnen dafür, dass sie ihr Wissen an die Gemeinschaft der Value-Anleger weitergegeben haben.

Aus meinem privaten Umfeld möchte ich meinem Bruder und Partner bei *The Manual of Ideas*, Oliver Mihaljevic, danken. Er ist nicht nur selbst ein hervorragender Anleger, sondern auch entschlossen wie kein anderer, dafür zu sorgen, dass Value-Investing als Fachgebiet mehr Gewicht in der Ausbildung für Finanzberufe bekommt. Oliver ist immer auf der Suche nach neuen Erkenntnissen über die Kunst der Geldanlage und ich hatte das Glück, von seinen Expeditionen profitieren zu können. Meine Ehefrau Branka hat mich beim gesamten Schreibprozess für dieses Buch enorm unterstützt und von vielen Pflichten freigehalten, die seiner Fertigstellung im Wege gestanden hätten. Meine Kinder Mark, Mia und Mateo gaben mir nicht nur einen guten Grund, diese Arbeit zu Ende zu bringen, sondern sorgten gelegentlich auch für dringend benötigte Ablenkung – manchmal sogar etwas zu viel davon. Ich wünsche Ihnen viel Vergnügen!

John Mihaljevic



## KAPITEL I: EIN HÖCHST PERSÖNLICHES UNTERFANGEN: WAS MÖCHTEN *SIE* BESITZEN?

Der Mensch, das lebende Wesen, das gestaltende Individuum, ist immer wichtiger als irgendein etablierter Stil oder ein System.

Bruce Lee

Die Börse ist ein merkwürdiger Ort. Eigentlich wollen alle, die dort tätig sind, dasselbe, nämlich Geld verdienen. Doch einen universell gültigen Weg zum Erreichen dieses universellen Zieles gibt es nicht. Vielleicht sind Sie nur ein paar Mausklicks davon entfernt, das beliebte Buch *The Warren Buffett Way* zu kaufen, doch bislang hat es erst ein Mensch geschafft, dem Vorbild von Buffett wirklich zu folgen. Denn bei der Geldanlage ist es schon schwierig genug, als Original Erfolg zu haben – als Nachahmer ist es so gut wie unmöglich. Jeder von uns muss eine *persönliche* Methode für seinen Anlageerfolg finden, selbst wenn er ein *professioneller* Anleger ist.

Dessen ungeachtet gibt es von herausragenden Anlegern wie Benjamin Graham, Seth Klarman oder Warren Buffett viel zu lernen, und wer auf sie hört, kann davon erheblich profitieren. Eine der wichtigsten Lehren dieser Meister der Geldanlage ist so wichtig wie einfach: Eine Aktie ist ein Stück Eigentum an einem Unternehmen. Eine Börse wiederum ist nichts weiter als eine praktische Möglichkeit, dieses Eigentum gegen Geld einzutauschen. Gäbe es keine Börse, so würde sich dennoch an Ihrer Beteiligung an dem Unternehmen nichts ändern. Möglicherweise wäre es dann schwieriger, Ihren Anteil wieder zu verkaufen, aber verkaufen könnten

Sie ihn immer noch – so wie Sie auch Ihr Haus oder Ihr Auto verkaufen können, wenn Sie wollen.

Leider werden wir, wenn wir konkret mit dem Investieren beginnen, unweigerlich mit Ablenkungen bombardiert, die es uns nur zu leicht machen, das Wesen des Aktienbesitzes zu vergessen. Beispiele dafür sind der dahinrasende Kursticker im Finanzfernsehen, die scheinbar allwissenden Experten, die polierten Pressemitteilungen von Unternehmen, Aktiencharts, die eine Konsolidierung oder einen Ausbruch erwarten lassen, übertroffene Analystenschätzungen und Aktien, die neue Höchststände erreichen. Ein bisschen ist es wie in der Welt von Coco, dem liebenswerten und neugierigen Affen, der immer »so leicht vergisst«, was ihm sein wohlmeinender Freund rät. Mein Sohn liebt diese Geschichten, denn so sicher wie Coco in Schwierigkeiten gerät, so sicher findet er auch wieder heraus. Anleger am Aktienmarkt allerdings können anders als der Kinderbuch-Affe nicht immer automatisch mit einem guten Ende rechnen.

## **Das Geld Warren Buffett geben oder selbst investieren?**

Ich kann mich noch an den Tag erinnern, an dem ich die fürstliche Summe von 100.000 Dollar zusammengespart hatte. Nach einigen Jahren als Analyst für die Investmentbank Thomas Weisel Partners in San Francisco hatte ich es bis 2003 geschafft, diese Summe zurückzulegen, die mich in meinen Augen zum freien Mann machen würde. Freiheit, so dachte ich, konnte es nur geben, wenn man für sein Überleben nicht mehr arbeiten musste. Ansonsten wäre man in eine Art Knechtschaft gezwungen, in der man Zeit gegen Lebensmittel und Unterkunft tauscht. Mit dem gesparten Geld wollte ich meinen Job aufgeben, in ein Land wie Thailand ziehen und von den Zinsen leben. Zwar war ich so klug, diese Freiheitsoption nicht auszuüben. Doch ich musste immer noch überlegen, was ich mit dem Geld anfangen sollte.

Eine Anlage in Fonds verwarf ich recht schnell, denn ich kannte die Studien, laut denen die überwältigende Mehrheit der Investmentfonds nach Abzug von Gebühren schlechter abschneidet als die Marktindizes.<sup>2</sup> Außerdem machte ich mir eine oft übersehene, aber wichtige Tatsache klar:

Anleger neigen dazu, nach einer Zeit mit guter Performance mehr Kapital in Fonds einzuzahlen und nach schlechter Performance Geld abzuziehen. Dadurch sind die *tatsächlichen* Ergebnisse der Anleger weitaus schlechter als die offiziell *ausgewiesenen*. Denn die Fondsprospekte zeigen zeitgewichtete Renditen, in der Realität aber gibt es für Anleger nur die meist niedrigeren kapitalgewichteten Renditen. Ein klassisches Beispiel für dieses Phänomen ist der Munder NetNet Fund, ein Internetfonds, mit dem Anleger von 1997 bis 2002 Milliarden Dollar verloren. Trotzdem berichtete der Fonds für diesen Zeitraum eine *positive* Durchschnittsrendite von 2,15 Prozent pro Jahr. Der Grund dafür? Als es dem Fonds in den späten 1990er-Jahren noch gut ging, verwaltete er nur wenig Geld. Dann aber strömten Milliarden an neuem Kapital herein – und für den Fonds begann eine verheerende Verlustserie über drei Jahre.<sup>3</sup> Ich fühlte mich zwar immun gegen die Versuchung, nach einem starken Anstieg am Markt zu kaufen und nach einem Absturz zu verkaufen. Doch ich dachte, es wäre einfacher, ihr zu widerstehen, wenn ich genau weiß, was ich besitze und warum. Anteile an einem Fonds zu kaufen bedeutet, darauf zu vertrauen, dass der Fondsmanager schon die richtigen Anlagen auswählen wird. Doch nach einem längeren Zeitraum mit Verlusten kann dieses Vertrauen leicht verloren gehen.

Trotzdem sollte man Investmentfonds und die günstigeren Indexfonds nicht völlig außer Acht lassen. Für Menschen, die Anlageentscheidungen gern jemand anderem überlassen, sind sie eine akzeptable Alternative. Und Value-Investmentfonds wie der Fairholme Fund von Bruce Berkowitz oder die Longleaf Funds von Mason Hawkings stellen für viele Privatanleger eine vernünftige Option dar. Reiche Privatpersonen und Institutionen können zudem auch in Hedgefonds investieren, doch nur die wenigsten davon sind ihre zumeist hohen Verwaltungs- und Performancegebühren wert. In seinem Brief an die Aktionäre 2006 kritisierte Warren Buffett die Gebührenstruktur bei Hedgefonds: »Es ist ein einseitiges System, bei dem 2 Prozent Ihres Einsatzes pro Jahr an den Manager fließen, selbst wenn er nichts erreicht – oder sogar einen Haufen Geld für Sie verliert. Wenn er Erfolg hat, gehen noch einmal 20 Prozent Ihres Gewinns an den Manager, selbst wenn der Erfolg nur auf allgemein steigende Märkte zurückzuführen ist. Wenn ein Manager in einem Jahr zum Beispiel eine Bruttorendite von 10 Prozent erreicht, wird er 3,6 Prozentpunkte davon

behalten – 2 Prozent vom Einsatz plus 20 Prozent von den restlichen 8 Punkten, sodass für die Anleger nur 6,4 Prozent Rendite übrig bleiben.«<sup>4</sup>

Eine kleine Minderheit von value-orientierten Hedgefondsmanagern hat sich entschieden, Buffett bei der Gebührenfrage zu folgen und Anlegern ähnliche Strukturen anzubieten wie die von ihm verwalteten Limited Partnerships in den 1960er-Jahren. Buffett verlangte damals keine Verwaltungsgebühr und Performancegebühren wurden nur für Renditen oberhalb des jährlichen Schwellenwerts berechnet. Zu den Pionieren dieser kleinen, aber wachsenden Bewegung zählen Guy Spier in Zürich, Aquamarine Capital Management in der Schweiz und Mohnish Pabrai von Pabrai Investment Funds in Kalifornien. Derartige Fonds bringen für langfristig orientierte Anleger, wenn alle anderen Faktoren gleich sind, erhebliche Renditevorteile. Tabelle 1.1 zeigt, wie sich eine anlegerfreundliche Gebührenstruktur auf Dauer auswirkt.

Alternativ hätte ich meine Ersparnisse in eines der wenigen börsennotierten Unternehmen investieren können, die als kostengünstige und trotzdem hochwertige Anlagevehikel zu haben sind. Berkshire Hathaway zahlt Warren Buffett ein Jahresgehalt von 100.000 Dollar für das, was man als die weltweit beste Dienstleistung im Bereich Kapitalallokation bezeichnen könnte. Er bekommt keinen Bonus, keine Aktienoptionen und keine gesperrten Aktien und schon gar keine Performancegebühren wie bei Hedgefonds.<sup>5</sup> Anleger, die über eine Investition in einen teuren Hedgefonds nachdenken, sollten unbedingt vorher überlegen, ob der Fondsmanager besser sein kann als Buffett. Das zu schaffen ist schon vor Gebühren sehr schwierig – und nach Gebühren wird es äußerst unwahrscheinlich. Aber natürlich fühlt es sich weitaus weniger privilegiert und exklusiv an, eine Aktie von Berkshire Hathaway zu kaufen, als in den Kreis der Anleger eines geheimniskrämerischen Hedgefonds aufgenommen zu werden.

Berkshire Hathaway ist nicht die einzige börsennotierte Holdinggesellschaft, die anlegerfreundlich agiert und mit einem hervorragenden Management aufwarten kann. Zu den Alternativen zählen Brookfield Asset Management, Fairfax Financial, Leucadia National, Loews Corporation, Markel Corporation und White Mountains Insurance; ihre Gebühren sind

Das Geld Warren Buffett geben oder selbst investieren?

	Typische Hedgefonds- gebühr »2 plus 20«		Gebühren wie bei Buffetts Partnerships	
	Verwaltungsgebühr 2%	Performancegebühr 20%	Verwaltungsgebühr 0%	Performancegebühr 20%
	jährlicher Schwellenwert 0%		jährlicher Schwellenwert 6%	
Angenommene Bruttorendite	5,0%	10,0%	5,0%	10,0%
Daraus errechnete Nettorendite	2,4%	6,4%	5,0%	9,2%
Bruttowert von 1 Mio. Dollar				
... nach 10 Jahren	1.628.895 \$	2.593.742 \$	1.628.895 \$	2.593.742 \$
... nach 20 Jahren	2.653.298 \$	6.727.500 \$	2.653.298 \$	6.727.500 \$
... nach 30 Jahren	4.321.942 \$	17.449.402 \$	4.321.942 \$	17.449.402 \$
Nettowert von 1 Mio. Dollar				
... nach 10 Jahren	1.267.651 \$	1.859.586 \$	1.628.895 \$	2.411.162 \$
... nach 20 Jahren	1.606.938 \$	3.458.060 \$	2.653.298 \$	5.813.702 \$
... nach 30 Jahren	2.037.036 \$	6.430.561 \$	4.321.942 \$	14.017.777 \$
Durch Gebühren entgangener Wert				
... nach 10 Jahren	361.244 \$	734.156 \$	0 \$	182.580 \$
... nach 20 Jahren	1.046.360 \$	3.269.440 \$	0 \$	913.798 \$
... nach 30 Jahren	2.284.906 \$	11.018.842 \$	0 \$	3.431.625 \$

**Tabelle 1.1: Auswirkungen von Gebühren auf die Vermögensentwicklung eines Hedgefondsanlegers**

ähnlich wie bei Buffett. Andere Anlagevehikel dagegen vereinen Vergütungen nach Hedgefondsart mit Geldanlage im Value-Stil. Beispiele dafür sind Greenlight Capital Re oder Biglari Holdings. Diese verkappten Hedgefonds mögen es schaffen, mit dem Geld ihrer Aktionäre eine befriedigende Performance zu erreichen. Doch dass sie langfristig nach Gebühren höhere Renditen erzielen als ein Unternehmen wie Markel, das



hervorragendes Anlagemanagement mit niedrigen impliziten Gebühren vereint, ist unwahrscheinlich.

Unternehmen wie Berkshire oder Markel erreichen also langfristig herausragende Anlageerfolge und nehmen nur geringe Gebühren dafür. Vor diesem Hintergrund erscheint es geradezu irrational, wenn langfristig orientierte Anleger ihr Aktienportfolio selbst verwalten. Professionelle Fondsmanager stehen in dieser Hinsicht in einem gewissen Interessenkonflikt: Ihr Lebensunterhalt hängt ziemlich direkt davon ab, Kunden davon zu überzeugen, dass die bisherige Performance von Berkshire oder Markel keine Garantie für ähnlich gute Ergebnisse in der Zukunft ist. Zu ihrem Glück warnen auch die Aufsichtsbehörden regelmäßig vor einer Fortschreibung von Erfolgen der Vergangenheit – und tragen so weiter dazu bei, dass es einen stetigen Zustrom von Neueinsteigern in das lukrative Fondsmanagementgeschäft gibt.

Aber keine Sorge: Ich werde niemanden verurteilen, der seine Aktieninvestments in die eigene Hand nimmt. Schließlich habe ich mit meinen Ersparnissen im Jahr 2003 letztlich genau das getan und bin seitdem dabeigeblichen. Man könnte durchaus der Meinung sein, dass meine damalige Entscheidung auf nicht viel mehr als Übermut beruhte. Aber tatsächlich spricht einiges für das Prinzip »Do it yourself« bei der Geldanlage: Erstens gibt es Aktien von Investmentgesellschaften wie Berkshire und Markel meist nicht zu ihrem Nettoinventarwert zu kaufen, sodass ihr Börsenkurs einen gewissen Aufpreis für das Anlagegeschick ihrer Manager enthält. Über längere Zeiträume gleichen sich die Renditen für Aktionäre zwar den intern generierten Kapitalrenditen an, doch bei kürzerer Halte-dauer oder hohen Aufschlägen auf den Nettoinventarwert können Anleger Renditeeinbußen erleiden. Selbst ein Unternehmen wie Berkshire kann an der Börse so teuer sein, dass es als Investition nicht mehr attraktiv ist.

Hinzu kommt eine wichtige Falle für den Anlageerfolg: die Zunahme des verwalteten Vermögens. Nur wenige Fondsmanager legen eine Grenze für ihr Fondsvolumen fest und bei börsennotierten Anlagegesellschaften ist dies noch seltener der Fall. Warren Buffett begann vor sechs Jahrzehnten mit dem Investieren – mit weniger als 1 Million Dollar. Heute leitet er ein Unternehmen mit einem Börsenwert von mehr als 200 Milliarden

Dollar. Wenn er 2 Milliarden Dollar investieren wollte, also gerade einmal 1 Prozent des Börsenwerts von Berkshire, könnte er dafür natürlich kein Unternehmen mit einem Börsenwert von 200 Millionen Dollar nehmen. Wenn er nicht gerade eine Komplettübernahme plant, müsste er wohl einen Kandidaten mit einem Börsenwert von mindestens 20 Milliarden Dollar finden.

Buffett ist eine der wenigen Personen, die große Summen an Kapital gewinnbringend unterzubringen haben und trotzdem zugeben, dass Größe schädlich für die Performance ist. Viele andere ändern ihre Meinung dazu, wenn ihr verwaltetes Vermögen zunimmt, was vielleicht nicht überraschen sollte. Zu ihren Argumenten zählen dann besserer Zugang zum Management, die Fähigkeit, Großtransaktionen abseits der Börse vorzunehmen, und die Verteilung fester Kosten auf ein größeres Fondsvolumen. Aber vertrauen Sie ruhig Buffett, wenn er sagt, dass diese Vorteile angesichts der Nachteile durch die geringere Auswahl an möglichen Anlagezielen verblassen. Denn wer nur 1 Million Dollar zu verwalten hat oder sogar 100 Millionen Dollar, kann auch in Unternehmen investieren, die für die Superanleger viel zu klein sind – und das bietet Chancen auf eine überdurchschnittliche Performance. Buffett sieht das genauso: »Wenn ich heute 1 Million Dollar verwalten würde oder meinetwegen 10 Millionen Dollar, wäre ich voll investiert. Jeder, der behauptet, dass Größe der Anlageperformance nicht schadet, will Ihnen nur etwas verkaufen. Die höchsten Renditen überhaupt habe ich in den 1950er-Jahren erzielt. Ich habe den Dow gnadenlos geschlagen – Sie müssten die Zahlen sehen. Aber ich hatte damals nur Peanuts zu investieren. Es ist ein enormer struktureller Vorteil, nicht sehr viel Geld zu haben. Ich glaube, bei 1 Million Dollar könnte ich 50 Prozent Rendite pro Jahr für Sie erreichen. Ich weiß sogar, dass ich das könnte. Ich garantiere es.«<sup>6</sup> Die logische Schlussfolgerung daraus: Wer sich als Kleinanleger entscheidet, sein Kapital in ein Riesenunternehmen wie Exxon Mobil oder Apple zu stecken, gibt freiwillig einen wichtigen strukturellen Vorteil aus der Hand – die Fähigkeit, in kleine Unternehmen zu investieren.

Eric Khrom, Managing Partner von Khrom Asset Management, ist in Bezug auf die besonderen Vorteile eines geringen Anlagevolumens ganz bei Buffett. Ganz am Anfang, so sagt er, habe er seinen Partnern erklärt: »Die

Tatsache, dass wir so klein beginnen, gibt mir die Möglichkeit, in sehr kleinen Teichen zu fischen, die von den großen Fischern nicht erreicht werden. Ich bin nur ein Einmannbetrieb, aber Sie sollten nicht glauben, dass ich mit den viel größeren Anbietern konkurriere – die können sich gar nicht mit den Sachen beschäftigen, mit denen ich mich beschäftige. Wir werden uns auf die viel kleineren Mikro Caps konzentrieren, bei denen es viele Ineffizienzen gibt.«<sup>7</sup>

Das letzte Argument dafür, die eigenen Aktien selbst auszuwählen, führt uns zum Konzept der Kapitalallokation. In der Öffentlichkeit herrscht zwar zunehmend der Eindruck, die Börse sei nicht viel mehr als ein glorifiziertes Casino. Doch tatsächlich liegt ihre Aufgabe in einer Marktwirtschaft darin, Kapital produktiven Verwendungen zuzuführen. Unternehmen, die Wert für ihre Kunden schaffen und gleichzeitig akzeptable Kapitalrenditen erwirtschaften, sollten in der Lage sein, Kapital für Wachstum aufzunehmen; andersherum sollten Unternehmen, die unzureichende Kapitalrenditen erwirtschaften, kein Geld mehr bekommen. Ein gut funktionierender Markt hilft also bei der Entstehung und Vermehrung von Wohlstand und beschleunigt das Wachstum bei Ersparnissen, Investitionen und Bruttoinlandsprodukt (BIP).

Dass all das nicht ein paar Dutzend Topanleger im Alleingang gewährleisten können, dürfte leicht nachzuvollziehen sein – dafür gibt es einfach zu viele Unternehmen zu bewerten. Auch Superanleger haben nur begrenzte Kapazitäten, sodass wir einen Teil dieser Arbeit übernehmen können und so ebenfalls die Chance bekommen, uns die gerechte Belohnung für gute Anlageentscheidungen zu verdienen. Das Konzept der Kapitalallokation passt zum vorigen Punkt, also der Tatsache, dass wir in Unternehmen investieren können, die für Superanleger zu klein sind. Man kann getrost davon ausgehen, dass Buffett und andere Investmentstars Großkonzernen wie Coca-Cola schon genügend Kapital zur Verfügung stellen werden, wenn diese Unternehmen das verdienen. Kleinere Unternehmen wie Strayer Education oder Harvest Natural Resources aber bekommen vielleicht selbst dann kein Kapital, wenn sie es produktiv einsetzen könnten. Diese Lücke können kleinere Anleger schließen und damit Geld verdienen – vorausgesetzt natürlich, dass sie bei der Kapitalallokation die richtigen Entscheidungen treffen.

## Sehen Sie sich selbst in der Rolle des Kapitalverteilers

Dass der reichste Anleger der Welt kein Trendfolger, Themeninvestor oder Daytrader ist, ist keine Überraschung. Warren Buffett ist berühmt für seine Buy-and-Hold-Strategie, die zum Markenzeichen für Beteiligungen und Komplettübernahmen von Berkshire Hathaway geworden ist. Buffett lässt sich nicht von der exponentiellen Zunahme eines Aktienkurses überzeugen, sondern von exponentieller Vermehrung des Kapitals in einem Unternehmen. Dass er manchmal billig einsteigen konnte, ist nicht der Hauptgrund für seine guten langfristigen Renditen – es trägt nur zu ihnen bei.

Vor vielen Jahren sorgte Buffett für Verwunderung in der Anleger-Community, weil er zu einem Kurs-Gewinn-Verhältnis im mittleren Zehnerbereich Aktien von Coca-Cola kaufte. Die meisten Value-Anleger verstanden damals nicht, warum Buffett hier eine günstige Kaufgelegenheit sah. Doch er machte nichts weiter, als zu einem fairen Preis Geld in ein überlegenes Unternehmen zu stecken. Er wusste, dass Coca-Cola das eingesetzte Kapital über einen langen Zeitraum exponentiell vermehren würde. Damit sich die Investition in Coca-Cola lohnte, war also kein Anstieg des Kurs-Gewinn-Verhältnisses erforderlich.

Ähnlich bezahlte auch der bekannte Value-Anleger Joel Greenblatt für Moody's rund das 20-Fache des Gewinns, als die Ratingagentur im Jahr 2000 an die Börse ging. Auch er versorgte ein überlegenes Unternehmen mit Kapital – und zwar eines, das seinen Gewinn ohne zusätzliche Finanzierungen mit hohen Raten steigern konnte, sodass viel Liquidität für Aktienrückkäufe frei wurde. Trotz der relativ hohen Bewertung zum Zeitpunkt des Börsengangs hat sich der Wert der Moody's-Aktien in den sechs Jahren darauf mehr als verfünffacht. Natürlich bekam das Unternehmen erhebliche Probleme, als vor ein paar Jahren die Immobilienblase in den USA platzte. Doch trotz des starken Rückgangs in der Krise wurde die Aktie Anfang 2013 wieder zu 48 Dollar gehandelt, deutlich höher als im Oktober 2000, als das Unternehmen zum rechnerischen Preis von 12,65 Dollar je Aktie von Dun & Bradstreet abgespalten wurde.

## Rollen versus Ziele: Ein feiner, aber wichtiger Unterschied

Unsere Rolle auf dem Aktienmarkt scheint auf den ersten Blick geradezu trivial zu sein. Dass ein rationaler Anleger versucht, die risikobereinigte Nachsteuerrendite seines investierten Kapitals zu maximieren, ist alles andere als ein Geheimnis. Was also kann unsere Rolle schon sein, wenn nicht möglichst viel Geld verdienen, indem wir Anlagemöglichkeiten finden, die an Wert gewinnen? Doch diese Frage führt in die Irre, denn wer sie stellt, verwechselt das Ziel (Geld verdienen) mit der Rolle.

Üblicherweise sind Anleger der Meinung, dass sie eine gänzlich unbedeutende Rolle für die Märkte spielen. Tatsächlich haben die meisten von uns vernachlässigbare Auswirkungen auf den Gesamtmarkt. Doch das dazugehörige Selbstverständnis als kleiner Fisch ist für erfolgreiches Investieren nicht hilfreich. Selbst als ich noch winzige Beträge investierte, fand ich es besser, zu denken wie ein Chef-Kapitalzuteiler: Ich stellte mir vor, meine Aufgabe bestünde darin, das weltweite Finanzkapital auf die Aktivitäten zu verteilen, mit denen die höchsten Kapitalrenditen zu erzielen sind.

Grundsätzlich gibt es für Anleger zwei Möglichkeiten, ihre Portfolios in Relation zu den verfügbaren Anlagemöglichkeiten zu betrachten. Viele machen den Fehler, sich auf das Volumen ihres Portfolios zu konzentrieren, bevor sie sich mit den dafür infrage kommenden Unternehmen beschäftigen. Stellen wir uns zur Veranschaulichung vor, wir befänden uns am Ende des Jahres Ende 2001 und wollten 100.000 Dollar in eine der Aktien in Tabelle 1.2 investieren.

Um eines der Unternehmen von dieser Liste auszuwählen, wäre es sinnvoll, ihre Finanzberichte und verschiedene Bewertungskennzahlen zu studieren. Doch schon vor einer solchen detaillierten Analyse denken sich manche Anleger: »Für meine 100.000 Dollar bekomme ich nur einen winzigen Anteil an einem dieser Unternehmen. Wahrscheinlich ist ziemlich egal, von welchem davon ich ein paar Tausend Aktien kaufe.« Das ist Mentalität A. Ohne es zu bemerken, begehen wir dabei den Fehler, uns zunächst mit der Größe unseres Portfolios zu beschäftigen und erst dann mit der Größe möglicher Anlageziele.

Sehen Sie sich selbst in der Rolle des Kapitalverteilers

Börsenkürzel	Unternehmen	Aktienkurs	Markt- kapitalisierung	100.000 Dollar reichen für
AET	Aetna	30,52 \$	4,4 Mrd. \$	3277 Aktien
DAL	Delta Air Lines	29,31 \$	3,6 Mrd. \$	3412 Aktien
F	Ford Motor	17,88 \$	32,4 Mrd. \$	5593 Aktien
GM	General Motors	47,69 \$	26,5 Mrd. \$	2097 Aktien
LMT	Lockheed Martin	45,01 \$	19,8 Mrd. \$	2222 Aktien
NYT	New York Times	45,15 \$	6,8 Mrd. \$	2215 Aktien
TIF	Tiffany & Co.	29,17 \$	4,3 Mrd. \$	3428 Aktien
TM	Toyota Motor	53,71 \$	99,0 Mrd. \$	1862 Aktien

**Tabelle 1.2: Mentalität A – Ausgewählte Anlagemöglichkeiten, November 2001<sup>8</sup>**

Wer dagegen denkt wie ein Kapitalallokator, würde sich eher fragen: »Wenn ich eines von diesen Unternehmen kaufen könnte, welches würde ich dann nehmen?« Bei dieser Frage liegt der Fokus auf der relativen Größe der möglichen Anlageziele, nicht auf der unseres Portfolios. Wer sich diese Mentalität zu eigen macht, noch bevor er mit der eingehenden Analyse der einzelnen Unternehmen beginnt, wird vielleicht auf den in Tabelle 1.3 dargestellten Sachverhalt stoßen.

Toyota allein war im November 2001 höher bewertet als alle anderen Unternehmen in der Tabelle zusammen (gemessen an der Marktkapitalisierung, nicht am Unternehmenswert, der in diesem Zusammenhang eigentlich passender wäre). Ein Anleger mit Mentalität B könnte sich also fragen: »Will ich lieber Toyota besitzen oder Aetna, Delta, Ford, GM, Lockheed Martin, die *New York Times* und Tiffany zusammen?« Zwar könnte er sich dann nach sorgfältigen Analysen immer noch für Toyota entscheiden, doch dafür bräuchte es offensichtlich sehr gute Gründe. Wer dagegen denkt wie ein kleiner Fisch, der hätte sich mit diesen Größenverhältnissen vielleicht nie beschäftigt und einfach in Toyota investiert. Die Bedeutung dieser impliziten Wette auf relativen Wert wäre ihm völlig entgangen.