MORITZ HESSEL
FLORIAN HOMM

DIE PRINZIPIEN DES WOHLSTANDS

Denke und investiere wie ein Milliardär

FBV

SPIEGEL Bestseller

MORITZ HESSEL
FLORIAN HOMM

DIE PRINZIPIEN DES WOHLSTANDS

MORITZ HESSEL
FLORIAN HOMM

DIE PRINZIPIEN DES WOHLSTANDS

Denke und investiere wie ein Milliardär

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

Originalausgabe, 4. Auflage 2023

© 2022 by FinanzBuch Verlag, ein Imprint der Münchner Verlagsgruppe GmbH
Türkenstraße 89
80799 München
Tel.: 089 651285-0
Fax: 089 652096

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

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.

Redaktion: Ulrich Wille
Korrektorat: Christine Rechberger; Manuela Kahle
Umschlaggestaltung: Sonja Vallant, München
Umschlagabbildung: shutterstock/Mario7, novitasary
Abbildungen im Innenteil: bearbeitet von Tobias Prießner
Satz: Helmut Schaffer, Hofheim a. Ts.
Druck: GGP Media GmbH, Pößneck
Printed in Germany

ISBN Print 978-3-95972-567-5
ISBN E-Book (PDF) 978-3-98609-076-0
ISBN E-Book (EPUB, Mobi) 978-3-98609-077-7

Wir produzieren nachhaltig
www.m-vg.de

Weitere Informationen zum Verlag finden Sie unter

www.finanzbuchverlag.de

Beachten Sie auch unsere weiteren Verlage unter www.m-vg.de.

Inhalt

Vorwort 9

Einführung 11

Unsere Investmentphilosophie 15

Welchen Anlagestil wir verfolgen 18

Inside the Mind of Great Investors 21

KAPITEL 1
Total Return – Unsere Investmentphilosophie 37

Warum eine kontinuierliche Performance so wichtig ist 37

Wie die besten Investoren aller Zeiten ihre Investments auswählen 45

I. Die Nicht-Zykliker (Long) 52

II. Die Zykliker 65

III. Asset Plays 76

IV. Andere Anlageklassen und Cash 78

KAPITEL 2
Die schwarzen Tasten des Pianos – Leerverkauf 93

Die vier Kategorien der Leerverkäufe 98

Wie identifiziert man geeignete Short-Kandidaten? 105

Profitieren von fallenden Kursen – Leerverkäufe, inverse ETFs und Derivate 109

Von der Nervosität an den Börsen profitieren – der VIX Future 113

Psychologie 120

Sind Leerverkäufe moralisch verwerflich? 122

KAPITEL 3
Entwicklung einzelner Assetklassen in verschiedenen Preisniveaus **125**
Inflation ... 128
Stagflation – Gewinner und Verlierer ... 133

KAPITEL 4
Ideengenerierung und Investmentkriterien ... **145**
Ermittlung des Chancen-Risiko-Verhältnisses (CRV) ... 145
Die perfekte Aktie ... 159
Die Essenz der Kapitalrendite ... 175
Wahrer Value oder Bären-Falle? ... 182
Spawner-Aktie – die Schatzsuche nach 100-Baggern hat begonnen ... 186
Anhaltende Moats und Reinvestment-Moats ... 198
The Winner Takes It All – Marktplatzmodelle als Fallstudie für Economic Moats ... 207
Buyback Champions ... 228
Investieren in Small Caps ... 236
Fragen an das Management ... 250
Magic Formula – Investieren für alle Investoren mit maximal einer Stunde Zeit pro Woche ... 257
Rule of 40 – So finden Venture Capitalists Techstars ... 269
Folge dem smarten Geld ... 275

KAPITEL 5
Bewertung eines Investments ... **289**
Investieren mit Checkliste – was Sie von Piloten und Ärzten über das Investieren lernen können ... 289
Technische Analyse ... 295
Die wichtigsten Kennzahlen verstehen ... 296
Die sechs wichtigsten Kennzahlen zur Bewertung eines Investments ... 323
Grundlagen der Finanzkennzahlen ... 326
Spezielle Situationen und asymmetrische Wetten ... 338
Optionalitäten ... 356

KAPITEL 6
Portfoliomanagement **367**
Investmentdisziplin 367
Die 33 häufigsten Denkfehler 369
Das richtige Mindset 370
Professionell und erfolgreich investieren mit Florian Homm 372
So richten Sie Ihr Portfolio wie ein Hedgefondsmanager aus 397
Was in diesem Buch fehlt 419
Star-Analyst versus klassischer Fondsmanager 421

KAPITEL 7
Erfolg und Erfüllung **423**
Die Symbiose zwischen Kapital und Menschlichkeit 423
My Net Worth 430
Drei Kreise 433
Schlussfolgerung: Cäsar (die Welt, das Vermögen) und Jesus (Liebe, das Herz) 435
Was haben Sie aus Ihren größten Erfolgen/Niederlagen gelernt? 437
Florian Homm – Was würde ich meinem 18-jährigen Ich raten? 443
Top Investment Bücher 447
Top Bücher Persönlichkeit 448
CapTrader 448

Über Florian Homm **451**

Über Moritz Hessel **453**

Vorwort

Dieses Buch lehrt Sie nicht nur, wie man investiert,
es lehrt, wie man dabei richtig denkt.

Liebe Leserinnen und Leser,

dieses Buch beruht auf der Idee, ein Werk zu schaffen, das sich nicht einfach auf eine bestimmte Marktphase oder gerade vorherrschende Trends bezieht, sondern das vielmehr – und hier nehmen wir gerne Bezug auf den Titel unseres Buches – wichtige Prinzipien herausarbeitet: zu denken und zu investieren wie ein Milliardär.

Denn es hat für uns höchste Priorität, in allen Marktphasen eine positive Rendite nach Kosten und Inflation zu erzielen. Mit einem erfolgreichen Langfristinvestor verhält es sich wie mit einem gewissenhaften Eigentümer. Er erkennt, zu welchem Zeitpunkt Risiken eingegangen werden sollten und wann es notwendig ist, das Kapital zu schützen.

Es ist uns ein Anliegen, Ihnen eine Grundlage an die Hand zu geben, die auch noch Ihre Kinder und Enkelkinder gerne hervornehmen, um eine langfristige und nachhaltige Anlagestrategie finden und umsetzen zu können.

Dabei geben wir Ihnen Antworten auf folgende zentrale Fragen:

- Was sind die Prinzipien des Wohlstands?
- Wie klassifiziert man Investments und findet den geeigneten Zeitpunkt zu kaufen beziehungsweise zu verkaufen?
- Wie managt man sein Portfolio wie ein erfolgreicher Hedgefondsmanager und schafft es, Geld zu verdienen, während alle anderen Marktteilnehmer verlieren?
- Wie findet man Investments, die sich verzehnfachen oder gar verhundertfachen können?

Unabhängig davon, über welchen Wissensstand Sie verfügen, erhalten Sie in diesem Buch einen direkten Zugang zu wertvollem Finanzwissen, um für den aktuellen und anstehenden Wandel gerüstet zu sein.

Unser Investmentansatz ist wissenschaftlich fundiert und wir sind mit führenden Hedgefonds, Nostrohändlern und Universitäten vernetzt. Dadurch können wir jedes Jahr Investmentchancen realisieren, die üblicherweise großen Investmenthäusern vorbehalten sind. Doch dieses Wissen möchten wir weitergeben und einer breiten Masse zugänglich machen.

Wenn ich einen Kernerfolgsfaktor meiner vier Jahrzehnte dauernden Investmenttätigkeit auswählen müsste, dann ist es die kritische und laterale Denkfähigkeit. Es ist die Fähigkeit, eine Situation zu betrachten und dahinter zu sehen. Akzeptieren Sie nicht blind, was Ihnen präsentiert wird. Wenn etwas keinen Sinn ergibt, hinterfragen Sie es, betrachten Sie es anders und fällen Sie Ihr eigenes Urteil. Übernehmen Sie Verantwortung für sich und Ihre Familie.

Denn: Ihre Zeit ist Geld und somit die Basis des Investierens.

Wir wünschen Ihnen viel Erfolg, beste Gesundheit und viel Erfüllung auf der kommenden Reise.

Ihr Florian Homm und Moritz Hessel

Einführung

»Unsere Aufgabe ist es, die 200 besten Unternehmen der Welt zu finden und in sie zu investieren und die 200 schlechtesten Unternehmen ausfindig zu machen und diese zu shorten. Wenn die 200 besten keine bessere Performance als die 200 schlechtesten an den Tag legen, sollte man den Beruf wechseln.«

Julian Robertson

»Absolute Return« steht für positive Ergebnisse, die weitgehend unabhängig von Marktrenditen erzielt werden. Klassische Anlagestrategien lassen sich im Gegensatz dazu als »Relative Return« bezeichnen: Für sie ist ein Verlust von »nur« 65 Prozent ein Erfolg, wenn der Aktienmarkt gleichzeitig um 70 Prozent einbricht. Smarte Anlagestrategien arbeiten deshalb mit Absolute-/Total-Return-Ansätzen. Ein ausgeprägtes Risikomanagement ist wesentlicher Bestandteil des gesamten Investmentprozesses und insbesondere in volatilen Marktphasen zeigt sich die Qualität eines Anlegers. Viele Anleger möchten auf Absolute-Return-Strategien setzen, weil diese auch in turbulenten Börsenzeiten für Stabilität in den Portfolios sorgen, haben aber noch viele Fragen in der konkreten Umsetzung. Da es im deutschsprachigen Raum bisher kein Buch rund um das Thema Long-Short-Investing gab, möchten wir mit diesem Werk den Grundstein für den erfolgreichen Total-Return-Investor legen. Besonders erfolgreiche Investoren wie zum Beispiel die Stiftungen der Universitäten Yale und Harvard richten bereits bis zu 50 Prozent ihres Portfolios mithilfe von Absolute-Return-Strategien aus. Auch im deutschsprachigen Raum setzt sich mehr und mehr die Erkenntnis durch, dass Absolute-/Total-Return-Investments ein weitaus besseres Chancen-Risiko-Profil haben als traditionelle Anla-

gen in Fonds oder ETFs und dass sie ein unverzichtbarer Bestandteil einer effizienten Vermögensanlage sind. Stellen Sie sich Total Return einmal wie Klavierspielen vor: Das Klavier ist mit schwarzen und weißen Tasten bestückt. Würden Sie auf die Idee kommen, nur die weißen Tasten zu spielen und die schwarzen auszulassen? Vermutlich nicht – wieso also beim Investieren? Beim Checken der Börsennachrichten lässt es uns vollkommen kalt, ob der Markt an einem Tag 5 Prozent an Wert verloren oder 5 Prozent an Wert gewonnen hat; während die meisten Long-only-Investoren in steigenden Börsenphasen (»Hausse«) in Euphorie und in fallenden Börsenphasen (»Baisse«) in Panik verfallen, können wir rational an der Seitenlinie stehen und dabei zuschauen, wie unsere Strategie über die Zeit eine kontinuierliche Rendite erwirtschaftet. Wir möchten nicht tagtäglich am Bildschirm sitzen und die neuesten Entwicklungen verfolgen, um dann zeitversetzt darauf reagieren zu können. Zum einen, weil es für eine positive und ausgeglichene Lebensweise auf Dauer nicht förderlich ist, es für unsere größtenteils berufstätigen Leserinnen und Leser ohnehin nicht machbar ist und wir zum anderen auch nicht davon ausgehen, dass eine solche Herangehensweise eine dauerhafte Überrendite, also ein Alpha zum Markt erwirtschaften kann. Aktive Portfoliomanager streben an, in diversifizierten Portfolios Alpha zu generieren, wobei die Diversifizierung darauf abzielt, unsystematische Risiken zu eliminieren.

Dieses Buch beinhaltet ein ganzes Arsenal an konkreten Investmentstrategien, die Umsetzung reicht von einer Stunde pro Woche bis hin zu den umfangreichen Kenntnissen eines Fondsmanagers, doch haben alle eins gemeinsam – sie führen smart und richtig angewendet auf Dauer zu einer satten Überrendite am Markt. Sie werden nicht nur lernen, wie man Investments auswählt, sondern auch, wie man ein Portfolio strukturiert. Das Hauptaugenmerk des Buches liegt auf Investments mit innerem Wert und planbaren Cashflows, denn langfristig ist die Performance von Unternehmensbeteiligungen denen anderer Anlageklassen haushoch überlegen. Dies wirft eine offensichtliche, aber entscheidende Frage auf: Wissen Sie, wie man ein Unternehmen bewertet? Sie müssen sich diese Frage ehrlich beantworten, da Selbsttäuschung bei Extremsportarten wie Tiefseetauchen und Aktienauswahl eine kostspielige

Angewohnheit sein kann. Selbst wenn Sie denken, dass dies der Fall ist, erinnert uns der Survivorship-Bias daran, dass es viele, viele hochintelligente, hart arbeitende Menschen gibt, die ihr Bestes versuchten, diese Konzepte anzuwenden, aber keinen Erfolg hatten. Wir alle brauchen eine einfache und konsistente Anlagestrategie, die im Laufe der Zeit gut funktioniert – eine, die wir verstehen und an die wir stark genug glauben, um sie in guten wie in schlechten Zeiten treu zu verfolgen.

In unserem letzten gemeinsamen Buch *Der Crash ist da*, welches im Frühjahr 2019 erschien, stellten wir Ihnen vielversprechende und konkrete Anlageideen vor. Ein Basket aus diesen Werten konnte in einem sogenannten »Crash-Buch« in den ersten drei Jahren mehr als 250 Prozent Rendite erzielen. Um es vorwegzunehmen: Diesmal werden wir Ihnen keine konkreten Anlagetipps mit Kurszielen präsentieren – okay, vielleicht zwei oder drei werden bestimmt dabei sein. Ihr Verlangen nach Tipps sollte allerdings nicht zu hoch sein, vielmehr sollten Sie den Drang verspüren, selbst solche Kandidaten ausfindig zu machen, und diese viel wichtigere Essenz möchten wir Ihnen weitergeben: Das Erlernen des konkreten Handwerkszeugs und Mindsets, das ein erfolgreicher Investor benötigt, um es zum Wohlstand zu schaffen. Die Fähigkeit, Investmentchancen aufzuspüren und in Ihnen eine gewisse Überzeugung aufzubauen, gibt Ihnen die ultimative Möglichkeit zur finanziellen Freiheit für sich und Ihre Liebsten. Für viele der erfolgreichsten Investoren ist die Freiheit, ein Leben zu gestalten, das authentisch mit ihren Leidenschaften einhergeht, der größte Luxus, den man mit Geld kaufen kann.

Das erste Buch dieser Reihe (*Endspiel*) erschien Anfang 2016. Viele Prognosen wie der Crash der Türkischen Lira, die Wahl Donald Trumps als Präsident der USA, der rasante Anstieg der Energie-/Rohstoff-/Edelmetall-Preise und der Kryptowährungen sind wahr geworden. Empfehlungen wie das australische Pharmaunternehmen Clinuvel Pharmaceuticals konnten sich in der Spitze in ihrem Wert mehr als verzehnfachen und stehen erst am Anfang ihrer Reise. In unseren kühnsten Träumen hätten wir uns die dramatische Entwicklung an den Finanzmärkten bis heute nicht ausmalen können. Die Verschmelzung von Regierungen und Notenbanken und dadurch entstandene

Geldflutmanien mit der damit verbundenen Entwertung der Kaufkraft sind die Folge. Diese Buchreihe bietet eine chronologische Aufarbeitung der größten Umverteilungswelle aller Zeiten und ihre weitreichenden Folgen für die wirtschaftliche Existenz jedes Einzelnen. Es handelt sich hierbei nicht um herkömmliche Crashbücher, die Leser dazu animieren, ihr Hab und Gut zu verkaufen und als Einsiedlerkrebs so lange zu verharren, bis der Spuk vorbei ist. Unser Investmentteam verdiente in den letzten sechs Jahren in jedem der Börsenkorrekturen oder -crashs Geld und konnte damit sowohl an den langen Aufwärtsbewegungen als auch an den steilen Abwärtsbewegungen profitieren – das können auch Sie erlernen.

Faktoren, die Ihr Vermögen konkret bedrohen

Massive Geldentwertung durch Inflation

Ihr Geld auf dem Konto oder in bestimmten Assets verliert jeden Tag an realem Wert. Das können 4 bis 8 Prozent im Jahr 2022 sein. 100.000 Euro Sparguthaben verlieren also 5.000 Euro und mehr Wert pro Jahr.

Finanzrepressionen

Der Staat muss und wird sich vermutlich mithilfe von Maßnahmen wie einer erhöhten Abgaben- und Steuerlast (zum Beispiel »Corona-Steuer«) oder Zwangshypotheken am Vermögen der Bürger bedienen. Schleichend oder sogar über direkte Abgaben.

Reale Vermögensverluste durch Depression

All die beschriebenen Entwicklungen und Maßnahmen führen möglicherweise zu einem allgemeinen Wirtschaftsabschwung und folglich zu einer Rezession oder sogar einer Depression. Der Wert von Assets wie Aktien oder Immobilien wird dadurch negativ beeinflusst. Ob das so kommen wird, wissen wir nicht und glücklicherweise müssen wir das auch nicht beantworten. Denn auch wenn der Markt weiter steigen sollte, wird sich durch den beschleunigten disruptiven Wandel die Bör-

senlandschaft verändern. Die kommende Dekade wird mehr Gewinner und Verlierer hervorbringen als die letzten 50 Jahre.

Man könnte bei diesen Aussichten resignieren und untätig zusehen, was um einen herum geschieht. Doch seien Sie gewiss: Dafür sind wir nicht angetreten. Es ist möglich, vom gegenwärtigen Umfeld zu profitieren und es als perfekte Chance zu nutzen, wenn man weiß, wie. Die richtigen Werkzeuge, Erfahrungen, Tipps und Entscheidungen bestimmen über Ihr Verständnis des Marktes, Ihre reale Rendite auf Ihr Geld und den Schutz Ihres ersparten Vermögens – und damit über Ihre Sicherheit und Zukunft, jetzt und im Alter.

Unsere Investmentphilosophie

Die ewige Diskussion, ob der Markt oder eine einzelne Aktie steigt oder fällt, halten wir für unsinnig. Diese Einschätzung hängt von der Analyse ab. Viel entscheidender ist für uns das Verhältnis von Chance und Risiko. Wir arbeiten mit Chancen-Risiko-Verhältnissen basierend auf Wahrscheinlichkeitsmodellen. Besonderes Augenmerk legen wir auf bestimmte Auslöser oder langanhaltendes Wachstum gepaart mit hohen Eintrittsbarrieren, die zu den erwarteten Kurszielen führen und die klassische Rückkehr zum Mittelwert auf lange Zeit aushebeln können. Die durch die Nullzinspolitik verursachte Investmentlandschaft macht das Investieren für jedermann unabdingbar. Selbst für seinen Ruhestand vorzusorgen, ist alternativlos geworden. Alternativlos bedeutet allerdings nicht risikolos. Insbesondere für jene Anleger, die neu am Kapitalmarkt hinzugekommen sind, stellt sich nun die Frage: Wie und vor allem in was investieren? Um für die Zukunft gerüstet zu sein, ist es unabdinglich, sich mit dem Thema Finanzen auseinanderzusetzen. Gerne unterstützen wir Sie dabei, auch in »Krisenzeiten« finanziell zu profitieren. Ob es sich um eine Krise handelt, ist aus unserer Sicht somit Auslegungssache. Für die meisten Menschen ist die beste Strategie nicht diejenige, die ihnen die höchste Rendite bringt. Ideal ist vielmehr eine gute Strategie, an der man festhalten kann, auch in schlechten Zeiten. Aktuell lassen sich in allen Assetklassen historische Höchststände verzeichnen. Gleichzei-

tig befinden wir uns in politisch unsicheren Zeiten. Wir möchten nicht sagen, dass wir von einem großen Crash ausgehen, denn das kann niemand prognostizieren. Ebenso wenig teilen wir aber die Ansicht, dass die Märkte nach einem Crash sich rasant erholen und immer neue Höchststände erreichen, nur weil es in der Subprime- und der Covid-19-Krise so war. Die menschliche Psyche neigt dazu, Dinge aus der unmittelbaren Vergangenheit verstärkt in die Zukunft zu projizieren.

Bei dieser Verhaltensweise spricht man von der »Truthahn-Illusion«: Die Truthahn-Illusion ist die Illusion, dass man unbekannte Risiken berechnen könne. Warum sie so heißt? Nun, nehmen Sie an, Sie wären ein Truthahn. Am ersten Tag Ihres Lebens kommt ein Mann zu Ihnen und Sie fürchten, er könnte Sie eliminieren. Aber er füttert Sie. Am nächsten Tag kommt er wieder, um Sie zu füttern. Jetzt fangen Sie an zu rechnen, und kommen zum Schluss, dass die Wahrscheinlichkeit, dass er Sie eliminieren wird, mit jedem Tag sinkt. Am 100. Tag sind Sie fast sicher, dass der Mann Sie wieder füttern wird. Was Sie nicht wissen: Es ist der Tag vor Thanksgiving, an dem der Truthahnbraten auf den Tisch kommt.

»Buy the Dip« hat in den vergangenen Jahrzehnten gut funktioniert, trotzdem oder vor allem deshalb sollte man nicht der Truthahn-Illusion verfallen. Da uns zudem ein Szenario höherer Zinsen und höherer Inflation droht, sollten Anleger doppelt vorsichtig sein.

Werfen wir einen Blick in die Historie:

- 1929 bis 1954: Hohe Bewertungen, eine immense Verschuldung und eine lockere Geldpolitik erinnern an die aktuellen Zustände. 25 Jahre mussten verstreichen, bis mit »Buy and Hold«-Strategien wieder das vormalige Einstandsniveau erreicht wurde. Die Inflation inbegriffen war das Ausmaß der Verluste enorm.
- 1966 bis 1982: Auch für diesen Zeitraum lässt sich ein Bärenmarkt verzeichnen, der reale Verluste von ungefähr 60 bis 70 Prozent mit sich brachte. Bis 1990 erzielte man als »Buy and Hold«-Investor keine Realrendite – ganze 24 Jahre lang.
- Japan 1990 bis 2018: Der Markt erlitt einen Realverlust von 75 Prozent.

Geschichte ist wichtig. Die Geschichte sagt die Zukunft nicht voraus, aber sie reimt sich und Sie können Muster und erste Prinzipien erkennen, die angewendet werden können. Bereits dieser kurze Rückblick verdeutlicht Parallelen zur aktuellen Marktlage. Die blinde »Buy and Hold«-Strategie ist aus unserer Sicht nicht empfehlenswert, zumindest nicht für den Gesamtmarkt. Statistisch stieg der Markt in den letzten 100 Jahren zwar in drei von vier Jahren und wer länger als zehn Jahre investiert blieb, konnte stets positive Renditen erzielen, wenn auch nicht real gerechnet. Trotzdem sind dies keine Gesetze, die in Stein gemeißelt sind, und wir möchten auch nicht eine Generation verstreichen lassen, um unsere Verluste wieder wettzumachen. Wir möchten dabei zusehen, wie sich unser Vermögen von Jahr zu Jahr erhöht. Wer die Entwicklung an den Finanzmärkten verstehen will, muss über 50 Jahre zurückschauen. Denn am 15. August 1971 wurde der Grundstein für das heutige Wirtschaftssystem gelegt. Der damalige US-Präsident Richard Nixon hob an diesem Tag die Goldbindung des Dollar auf und das große Gelddrucken begann, damit also auch die heute bekannte Asset Price Inflation oder auf Deutsch »Vermögenspreisinflation«. Sie dürfen sich das wie die Reise nach Jerusalem vorstellen. Die Börsenparty geht so lange weiter, bis das Lied aufhört zu spielen, oder in diesem Falle das Gelddrucken auf freiwilliger oder unfreiwilliger Basis durch einen Systembruch endet. Niemand kann also mit voller Gewissheit sagen, ob und wann der Markt steigt oder fällt, und das möchten wir auch gar nicht. Wir möchten nicht mit der Angst spielen und einen Crash prognostizieren, auch wenn das System in der Art und Weise, wie es besteht, unserer Einschätzung nach einen irreparablen Schaden (Negativzinsen, Gelddruckmenge und Zombiefirmen) erreicht hat. Vielmehr geht es um die Vermittlung und Anwendung unseres Total-Return-Ansatzes, denn Gewinner und Verlierer gibt es in jeder Marktphase. Lernen Sie also, aus beiden Seiten Profite zu generieren.

Welchen Anlagestil wir verfolgen

Wir werden oft gefragt, ob wir unseren Ansatz nach »Growth« oder »Value« ausrichten und was wohl in den nächsten Monaten outperformen wird. »Value« und »Growth« gehören unserer Ansicht nach zusammen wie siamesische Zwillinge. Wachstum ist immer Bestandteil der Wertberechnung. Bei der Auswahl der Branchen setzen wir auf menschliche Grundbedürfnisse, auf Wertschöpfung, eine solide Marktstellung, günstige Bewertungen und gute Geschäftsaussichten – Hauptsache, es handelt sich bei den Investments um solide, stetige, aber unterbewertete Wertschöpfer mit einem breiten »Burggraben«. Daher gibt es für uns kein Entweder-oder: Ein Investment muss die oben aufgeführten Kriterien erfüllen. Bestenfalls ist es zudem um 25 Prozent unterbewertet, darf zumindest aber maximal mit dem fairen Wert gehandelt werden.

Unsere Anlagephilosophie beruht auf der Überzeugung, mit vorteilhaften Chancen-Risiko-Verhältnissen zu arbeiten (idealerweise mit Wahrscheinlichkeitsmodellen), denn dann wird man den Großteil der Zeit über Vergleichsindizes liegen beziehungsweise überdurchschnittlich gute relative und absolute, volatilitätsadjustierte (risikoarme) Returns erwirtschaften. Ganz einfach formuliert: Es ist besser, ein Casino zu betreiben, als dort regelmäßig als Gast zu spielen.

Im Investmentgeschäft ist es sehr schwer, das Richtige zu tun, und es ist noch schwieriger, das Richtige zur richtigen Zeit zu tun. Der Total-Return-Investor stellt sich daher selten die Frage, was für seine Anlagestrategie das perfekte Timing ist, denn seine Portfoliostruktur ergibt sich aus einem Mix von Long- und Short-Positionen, der insgesamt ein gutes Chancen-Risiko-Verhältnis aufweist. Falls der Markt kollabiert, verliert der Total-Return-Investor fast immer weniger als der Long-only-Investor. Die erfolgreichsten Anleger, die diesen Ansatz verfolgen, profitieren sogar von einer Krise. Selbst in einem seitwärts tendierenden Markt sind jährliche Renditen von rund 10 bis 20 Prozent nicht unrealistisch. Das bedeutet, dass der Total-Return-Ansatz bei circa 90 Prozent der Markttendenz gut performt. Insgesamt halten wir es für nahezu unmöglich, kontinuierlich und in jeder Marktphase die Kursentwicklungen akkurat vorherzusagen.

Da wir mittelfristig nach wie vor mehr Risiken als Chancen an den Börsen sehen, sind wir der Meinung, dass sich Long-only-Investoren gegen Kursverluste absichern und Total-Return- beziehungsweise Absolute-Return-Investoren ein balanciertes und durchdachtes Long- und Short-Portfolio strukturieren sollten. Ganz generell gilt, dass sich kaum ein Asset dem generellen Abwärtstrend in einer Baisse (Aktiencrash) entziehen kann. Andererseits ermöglichen solche Marktbewegungen auch enorme Gewinne, wenn man sie nutzt, um zum richtigen Zeitpunkt auf die richtigen Wertschöpfer zu setzen und Wertzerstörer zu shorten. Entscheidend ist, dass sich die Aktiengesellschaften weiterhin positiv entwickeln. Wenn sie das nicht tun, sollte man sich von ihnen trennen. Wichtig ist auch, dass diese Unternehmen ein weitaus besseres Kurspotenzial vorweisen als der Gesamtmarkt und dass sie sich aufgrund guter Ergebnisse von der Masse der mittelmäßigen und unterdurchschnittlichen Unternehmen abheben.

Im Idealfall verdient man an den Long-Positionen und an den Short-Positionen gleichzeitig. Wir sind der Meinung, dass dieser Ansatz ein gutes Chancen-Risiko-Verhältnis ergibt. Das bedeutet, dass der »Spread« zwischen der Performance der Wertschöpfer (Long) und der Wertzerstörer (Short) auf Sicht von drei Jahren eine positive Rendite ausweisen sollte. Im derzeitigen Börsenumfeld ist der Kapitalerhalt wichtiger als die Gewinnmaximierung, trotzdem ist beides möglich.

Inhärent halten wir nichts von einseitig programmierten permanenten Bären- oder Baisse-Spekulanten. Fakt ist: Langfristig wird mehr Geld mit Long- als mit Short-Positionen verdient. Doch sollten Spekulanten sich an die gute alte Börsenweisheit halten: Greifen Sie nie in ein fallendes Messer! Erst wenn die Preise am Boden sind, wenn also auch der letzte Kleinanleger seine Wertpapiere abgestoßen hat, dann darf man im großen Stil kaufen! Und selbst dann sollte es primär darum gehen, nur die besten Wertschöpfer – also Spitzenqualität – zu attraktiven Preisen zu erwerben.

In einem so volatilen Umfeld fühlen wir uns pudelwohl, weil die Preisfindung in verschiedenen Assetklassen ineffizienter und chaotischer wird. Somit steigen auch die Chancen für den geschickten Total-Return-Investor. In diesem Umfeld sollten diejenigen reüs-

sieren, die einen kühlen Kopf bewahren, risikobewusst und diszipliniert investieren, auch mal auf fallende Kurse setzen und sich ständig weiterbilden. Denn Ihr größtes Kapital ist Ihr Humankapital, also die Investition in sich selbst. Wenn Sie investieren und versuchen, Ihr Vermögen zu erhöhen, gibt es einen Preis. Und dieser Preis wird oft versteckt – es sind die Höhen und Tiefen von Mr. Market, die Sie mitnehmen müssen. Es sind die Unsicherheit und die Angst, die Ihnen von Zeit zu Zeit in den Sinn kommen, wenn sich die Marktbedingungen und Ihre persönlichen Bedingungen ändern. Sie müssen bereit sein, diesen Preis zu zahlen, wenn Sie investieren möchten, insbesondere wenn Sie eine aktive Strategie verfolgen. Die einzige Möglichkeit, mit dieser »Marktgebühr« umzugehen, besteht darin, ihre Existenz zu akzeptieren und bereit zu sein, den Preis zu zahlen. Sie müssen auf die Volatilität und Unsicherheit vorbereitet sein. Es ist ein Teil des Spiels, das Sie spielen. Mr. Market ist ein Anleger, der zu unberechenbaren Schwankungen zwischen Pessimismus und Optimismus neigt. Da der Aktienmarkt aus diesen Arten von Anlegern besteht, nimmt der Markt als Ganzes diese Eigenschaften an. Die Analogie des »Mr. Market« stammt von Ben Graham, dem Urvater des Value Investing, und hat bis heute Bestand. Der Markt ist selten rational, sondern schwankt zwischen Euphorie und Panik hin und her.

Gerade in der aktuellen Zeit ist es wichtiger denn je, seine Finanzen selbst in die Hand zu nehmen, fundiertes Wissen aufzubauen und die aktuelle Marktlage als einmalige Chance für den eigenen Vermögensaufbau zu nutzen. Finanzielle Bildung ist Eigenverantwortung und sollte daher an niemanden delegiert werden. Zusätzlich sollte man sich durch gezielte Maßnahmen vor schleichender oder direkter Enteignung schützen.

Inside the Mind of Great Investors

»Schauen Sie, Glück ist nicht genug. Aber auch Intelligenz ist nicht genug, harte Arbeit ist nicht genug und nicht einmal Beharrlichkeit ist unbedingt genug. Sie brauchen eine Kombination aus allen vieren.«

Howard Marks

Genauso, wie gute Gewohnheiten oder gute Investitionen zusammenwirken, verbessern sich auch unsere Entscheidungen. Je früher Sie lernen, Ihre Entscheidungen zu verbessern, desto besser sind die Ergebnisse. *Die kumulativen Auswirkungen einer etwas besseren Entscheidungsfindung, wie der Zinseszins, können auf lange Sicht enorme Auswirkungen auf alles haben, was wir tun.* Egal wie gut Ihre Entscheidungen sind, Sie können keine guten Ergebnisse garantieren. Sie können nur die Chancen verbessern, dass Sie ein besseres Ergebnis erzielen werden. Wenn Anleger einem guten Anlageprozess folgen, werden sie langfristig sicher erfolgreich sein, auch wenn die Auswirkungen möglicherweise nicht sofort sichtbar sind.

Ein guter Anlageprozess zeigt sich nicht in einem Vierteljahr oder halben Jahr, sondern über die Zeit. Ein guter Investor zu sein, erfordert zwei gegensätzliche Fähigkeiten. Sie müssen selbstbewusst und unabhängig sein; aber gleichzeitig müssen Sie bescheiden und dazu bereit sein, Ihre Annahmen infrage zu stellen. Für Aktionismus gibt es an den Börsen keinen Preis, nicht einmal Fleiß wird belohnt. Investieren ist nicht wie olympisches Tauchen, bei dem die Richter zusätzliche Punkte für den Schwierigkeitsgrad vergeben. Vielmehr geht es beim Investieren hauptsächlich darum, auf die seltenen Momente zu warten, in denen die Chancen, Geld zu verdienen, die Chancen, es zu verlieren, bei Weitem überwiegen. Mit Geduld und Zeit im Markt werden Sie gewinnen. Haben Sie keine Angst. Andere Anleger sind nicht intelligenter als Sie. Selbst wenn Sie nur ein leicht überdurchschnittlicher Investor sind, der weniger ausgibt, als er verdient, können Sie im Laufe des Lebens nicht anders, als finanziell frei zu werden. Wichtig ist allerdings die Vermeidung von Verlusten oder, wie Warren Buffett sagt:

»Rule number one: Never lose money. Rule number two: Don't forget rule number one.« (»Regel Nummer eins: Verlieren Sie niemals Geld. Regel Nummer zwei: Vergessen Sie Regel Nummer eins nicht.«) Denn um einen Verlust auszugleichen, wird folgende Rendite benötigt:

1 %	⇒	*1,01 %*
5 %	⇒	*5,26 %*
10 %	⇒	*11,11 %*
20 %	⇒	*25 %*
30 %	⇒	*42,86 %*
50 %	⇒	*100 %*
60 %	⇒	*150 %*
70 %	⇒	*233 %*
80 %	⇒	*400 %*
90 %	⇒	*900 %*

Irving Kahn, ein Investor, der bis zu seinem 110. Lebensjahr aktiv investierte (Sie lesen richtig, der gute Mann ist 1905 geboren und managte bis zu seinem Tod im Jahr 2015 mit seinen ebenfalls über 100-jährigen Brüdern gemeinsam einen Fonds), definiert die Verlusttoleranz wie folgt: Beim Investieren geht es vor allem um den Erhalt. Das muss Ihr erster Gedanke auf der Suche nach großen Gewinnen sein. Wenn Sie nur vernünftige Renditen erzielen und minimale Verluste erleiden, werden Sie ein wohlhabender Mann und übertreffen alle Spielerfreunde, die Sie haben, auch wenn es manchmal sehr schwerfällt. (Heute wird der Fonds übrigens von Kahns mittlerweile 80-jährigem Sohn geführt.)

Das optimale Portfolio ist eines, mit dem Sie nachts ruhig schlafen können. Es ermöglicht Ihnen, angemessene Renditen zu erzielen und gleichzeitig Ihre Lebensqualität und Kontrolle über Ihr Leben zu maximieren. Es wird den Test harter Rezessionen und anderer Aussetzer an der Wall Street bestehen. Die meisten akademischen Verständnisse des idealen Portfolios ignorieren die sehr realen menschlichen Faktoren, die eine Rolle spielen und die dazu führen können, dass Sie von der Strategie abweichen. Wenn wir uns eingestehen, dass wir uns bei

etwas nicht sicher sind, sind wir offener dafür, unsere Überzeugungen zu überdenken. Wenn wir offener dafür sind, unsere Überzeugungen zu überdenken, entwickeln wir mit der Zeit eine genauere Sicht auf die Welt. Dadurch können wir die Qualität unserer Entscheidungen und langfristig die Ergebnisse, die wir erzielen, verbessern. Eines unserer Vorbilder, wenn es um laterales Denken an der Börse geht, ist der Investor Charlie Munger. Er ist seit mehr als vier Jahrzehnten der Mann hinter und neben dem Investmentgenie Warren Buffett. Warum der fast 100-Jährige für den Erfolg von Berkshire Hathaway von so entscheidender Bedeutung ist, wird unter anderem durch seine Investmenttipps klar. Munger ist ein unersättlicher Leser. Er verbringt den größten Teil des Tages mit Lesen und Denken und stärkt und erweitert gleichzeitig seine mentalen Modelle in einer Vielzahl von akademischen Disziplinen. Durch den stetigen Ausbau seines Wissens über Jahre und Jahrzehnte hat Munger eine unglaubliche Grundlage geschaffen, auf die er bei der Bewertung von Investitionsmöglichkeiten zurückgreifen kann. Legendär ist seine Rede über 25 menschliche Fehleinschätzungen, die er erstmals im Jahr 1995 gehalten hat und die im Internet zu finden ist. Das Fundament dieses Denkansatzes ist für einen Investor unerlässlich. Im Folgenden haben wir daher die wesentlichen Punkte, gepaart mit unseren eigenen Beobachtungen der letzten Jahre, festgehalten:

> *»Wes Brot ich ess, des Lied ich sing.«*
>
> deutsche Redewendung

1. Die Macht von Anreizen verstehen

Wir neigen dazu, auf Belohnungen hinzuarbeiten und Bestrafungen zu vermeiden: Erkennen Sie die Macht von Anreizen.

Anreize und Fehlanreize ändern unser Denken und Verhalten.

- Die vielleicht wichtigste Regel im Businessleben lautet, Anreize richtig zu setzen.

- Schnelle Belohnungen funktionieren viel besser als verzögerte Belohnungen, wenn es darum geht, Verhalten zu ändern oder beizubehalten.
- Anreizbedingte Voreingenommenheit kann zu rationalisiertem schlechtem (unmoralischem) Verhalten führen (»kognitive Drift«): Ich habe noch nie einen Bericht eines Beraters gesehen, der nicht mit dem gleichen Rat endete: »Dieses Problem braucht mehr Beratungsdienstleistungen ...« Schlechtes Verhalten wird zur Gewohnheit, wenn es belohnt wird.

Geld scheint häufig die wichtigste Belohnung – Menschen verwenden Geld, um Statussymbole zu kaufen, und andere setzen ihren Status ein, um an Geld zu kommen. Aber Geld ist nicht die einzige Belohnung, die funktioniert – Menschen ändern ihr Verhalten und Denken auch in Bezug auf Sex, Freundschaft, Kameradschaft, Statusaufstieg und andere nicht-monetäre Dinge.

»Omas Rule« lautet daher: Iss deine Karotten vor dem Dessert. Benutze diese Regel, um dich täglich dazu zu zwingen, zuerst deine unangenehmen und notwendigen Aufgaben zu erledigen, bevor du dich belohnst.

2. Die Neigung, etwas oder jemanden zu mögen/zu lieben

Wir neigen dazu, Fehler bei Menschen zu ignorieren, die wir mögen und die uns mögen. Man nennt das psychologische Verleugnung: Sie werden Mütter von verurteilten Verbrechern finden, die ihre Söhne für unschuldig halten, und jeder Vater findet seine Tochter am hübschesten.

Wir sind geboren, um zu mögen und zu lieben, basierend auf auslösenden Ereignissen (zum Beispiel Mutterliebe, sexuelle Anziehung, soziale Gruppengefüge).

Wir brauchen es, gemocht und geliebt zu werden. ⇒ Wir werden uns in der Regel lebenslang um die Zuneigung und Anerkennung vieler Menschen bemühen, die nicht mit uns verwandt sind. Bewunderung verursacht oder verstärkt auch Zuneigung oder Liebe. ⇒ Dies

kann negative (Selbstzerstörung) oder positive (Selbstverbesserung) Rückkopplungsschleifen erzeugen.

3. Die Abneigungs-/Hass-Tendenz

Wir neigen dazu, die Tugenden von Menschen zu ignorieren, die wir nicht mögen und die uns nicht mögen.

Dies kann zu irrationalen Verzerrungen führen.

4. Die Tendenz zur Zweifelsvermeidung

Wir neigen dazu, Zweifel durch vermeintliche Sicherheit zu vermeiden. Unser Gehirn ist so programmiert, dass es schnell Zweifel ausräumt, indem es eine Entscheidung trifft. ⇒ Dies ist intuitiv sinnvoll, da es kontraproduktiv wäre, erst nachzudenken, wenn ein Raubtier in der Nähe ist.

- Dies wird typischerweise durch eine Kombination aus Verwirrung und Stress (zum Beispiel Bedrohung) ausgelöst.
- Eine Lösung besteht darin, eine »Verzögerung vor der Entscheidungsfindung« zu erzwingen.
- Es ist logisch, dass einige Glaubenssätze durch diese Tendenz stark gefördert werden.

5. Die Inkonsistenz-Vermeidungstendenz

Wir neigen dazu, Inkonsistenzen zu vermeiden, indem wir uns automatisch Veränderungen widersetzen. Die Perser haben beispielsweise den Boten getötet, der ihnen schlechte Nachrichten überbrachte. Unser Gehirn spart Energie, indem es Veränderungen ablehnt. Wir sehen dies in allen menschlichen Gewohnheiten, konstruktiv und destruktiv. Diese Tendenz macht es viel einfacher, eine Gewohnheit zu verhindern, als sie zu ändern. Die meisten von uns haben viele schlechte Gewohnheiten, die wir beibehalten, obwohl sie als schlecht bekannt sind.

Die Ketten der Gewohnheiten sind anfangs zu leicht, um sie wahrzunehmen, bevor sie dann so stark werden, dass sie kaum mehr durchbrochen werden können. Für ein gutes Leben sollte man also viele gute Gewohnheiten beibehalten und schlechte Gewohnheiten vermeiden oder abschaffen. In Kombination mit der Tendenz zur »Zweifelvermeidung« kann die Inkonsistenz-Vermeidungstendenz zu vielen Denkfehlern führen. ⇒ Wir werden in schlechten Schlussfolgerungen gefangen, die durch schwer zu brechende geistige Gewohnheiten aufrechterhalten werden. ⇒ Wir neigen dazu, große mentale Blockaden fester Schlussfolgerungen und Einstellungen anzusammeln, die oft nicht überprüft oder geändert werden, obwohl es viele Hinweise darauf gibt, dass sie falsch sind.

Beispiele:

- Ein Mensch, der im Zuge der Übernahme einer neuen Identität große Opfer bringt, wird seine Hingabe an die neue Identität intensivieren. ⇒ Das erklärt, warum Zeremonien bei der Gehirnwäsche so effektiv sind.
- »Gefälligkeiten« ⇒ Wenn Sie einen »Feind« dazu bringen, Ihnen einen Gefallen zu tun (zum Beispiel, indem er Ihnen eine Bohrmaschine ausleiht), vertraut er Ihnen mehr; denn Gefälligkeit wäre nicht mit Misstrauen vereinbar.

Diese Tendenz ist so stark, dass sie sich oft durchsetzt, nachdem man nur so getan hat, als hätte man eine Identität, Gewohnheit oder Schlussfolgerung – die Kraft der Vorstellung.

Eine Lösung besteht darin, sich zu zwingen, alle Argumente von allen Seiten anzuhören, bevor Sie eine Entscheidung treffen (zum Beispiel, wie Gerichte funktionieren).

Eine andere Lösung besteht darin, sich selbst darin zu schulen, alle Beweise, die dazu neigen, Ihre Hypothesen zu widerlegen, intensiv zu prüfen, zum Beispiel »Disconfirmation Bias«. Um selektive Wahrnehmung handelt es sich in der Psychologie, wenn die Wahrnehmung durch begrenzte, unterschiedliche oder einseitige Aufmerksamkeit im Hinblick auf die angebotenen Informationen oder Reize eingeschränkt ist.

6. Die Neigung zur Neugier

Wir neigen dazu, interessiert an Neuem zu sein. Was Sie denken, kann Ihr Handeln und Sie selbst verändern, und was Sie tun, wird Ihre Meinung ändern.

Wie andere Säugetiere haben wir eine angeborene Neugier. Neugier ist effektiv hilfreich bei der Weiterentwicklung von Wissen (in fortgeschrittenen Zivilisationen). ⇒ Sie hilft uns, schlechte Folgen anderer Tendenzen zu verhindern oder zu reduzieren (das heißt, sie hilft uns letztlich, Weisheit zu erlangen).

7. Kants Fairness-Tendenz

Wir neigen dazu, Fairness zu priorisieren und zu erwarten.

Laut Immanuel Kant zeigt und erwartet der moderne Mensch viel Fairness, die notwendig ist, damit eine Hochkultur funktioniert. Ein Beispiel ist der »First-come-first-serve«-Bias, der dazu führt, dass Menschen Schlangen bilden und brav hintereinander anstehen. Ein weiteres Beispiel ist, dass wir nach diesem Grundsatz andere auf der Autobahn vor uns einfahren lassen. Wenn jemand gegen diese Regeln des »fairen Teilens« verstößt, kommt es zu Feindseligkeit. Diese Tendenz hat wahrscheinlich zur Abschaffung der Sklaverei sowie der Anerkennung von Frauenrechten und der Rechte von Homosexuellen beigetragen.

8. Die Neid-Eifersucht-Tendenz

> *»Nicht Gier treibt die Welt an, sondern Neid.«*
>
> Warren Buffett

Wir neigen dazu, das zu begehren, was jemand anderes hat und was wir nicht haben. Das gilt für alles, was wir wertschätzen. ⇒ Neid und Eifersucht führen zu Hass.

Es ist keine Überraschung, dass Neid und Eifersucht in Mythen, religiösen Erzählungen und in der Literatur generell als negative Charaktereigenschaften dargestellt werden.

Menschen werden schier verrückt, wenn ein Arbeitskollege mehr Gehalt für die gleiche Position bekommt. Um dem in Firmen entgegenzusteuern, behandeln viele Unternehmen ihre Leute gleich mit einer einheitlichen Vergütung, obwohl die Leistungen stark variieren. Fairness ist nicht immer mit Gerechtigkeit gleichzusetzen.

9. Die Tendenz zur gegenseitigen Erwiderung

Wir neigen dazu, Gefälligkeiten und Missbilligungen zu erwidern. Wenn Menschen lächeln, lächelt man in der Regel zurück; wenn jemand unwillig ist, wird man dieser Person ebenso begegnen. Diese Tendenz kann zur Manipulation eingesetzt werden, indem man jemanden beispielsweise durch Gefälligkeiten von sich abhängig macht. Eine Möglichkeit, dieser Tendenz entgegenzuwirken, besteht darin, die eigene Reaktion darauf zu verzögern und zum Beispiel eine Nacht darüber zu schlafen. Eine weitere Option kann sein, Gefälligkeiten nicht anzunehmen. In Politik und Wirtschaft ist es in der Regel untersagt, auch nur die kleinsten Präsente anzunehmen.

10. Der Einfluss von Assoziationstendenzen

Wir neigen dazu, Dingen einen Wert zuzuordnen, der auf Assoziationen basiert.

Beispiele:

- Höherer Preis gleich höhere Qualität.
- Wenn uns etwas schon einmal gelungen ist, werden wir es wieder schaffen.
- Wenn ein Influencer es befürwortet, muss es gut sein.
- Wenn ein Influencer es anprangert, muss es schlecht sein.
- Den Überbringer schlechter Nachrichten mögen wir nicht.
- Stereotypen wie: Männer können Frauen nicht zuhören.

Daher lautet Berkshire Hathaways oberste Priorität unter den Mitarbeitern: »Erzählen Sie uns die schlechten Nachrichten immer umgehend. Nur die guten Nachrichten können warten.«

11. Die einfache, schmerzvermeidende psychologische Verleugnung

Wir neigen dazu, schmerzhafte Situationen zu vermeiden, indem wir die Realität leugnen. Die Realität ist zu schmerzhaft, um sie zu ertragen, also verzerren wir sie. Ein Süchtiger beispielsweise wird sich selbst noch lange innerhalb der Norm sehen, während sein Verhalten jedoch bereits völlig außer Kontrolle geraten ist.

12. Die übermäßige Selbstachtungstendenz

Wir neigen dazu, uns selbst, unsere Entscheidungen, unsere Mitarbeiter und unseren Besitz zu überschätzen. Dies kann auch zu Selbstüberschätzung/Stolz führen, was manchmal sogar seine Vorzüge hat, ⇒ »Unterschätze niemals den Mann, der sich selbst überschätzt.« Nach dieser Tendenz streben wir danach, mit Menschen zusammenzuarbeiten, die so sind wie wir. Das heißt, wir denken, Menschen wie wir seien wertvoller, was wiederum zu schlechten Einstellungspraktiken führen kann und in der Regel zu massiv dysfunktionalen Gruppen führt.

Versuchen Sie, sich zwei einfachen Tatsachen zu stellen:

1. Behebbare, aber nicht behobene schlechte Leistung ist ein schlechter Charakterzug, der dazu neigt, mehr von sich selbst zu erschaffen, was dem Entschuldigungsgeber mit jeder tolerierten Instanz mehr Schaden zufügt.
2. In einer anspruchsvollen Umgebung – etwa in professionellen Sportmannschaften oder innovativen Unternehmen – werden Sie mit ziemlicher Sicherheit zu gegebener Zeit ausgemustert, wenn Sie sich nach dem Prinzip der übermäßigen Selbstachtungstendenz verhalten.

Das beste Gegenmittel besteht darin, sich zur Objektivität zu zwingen, wenn Sie an sich selbst, Ihre Familie und Freunde, Ihr Eigentum und den Wert Ihrer vergangenen und zukünftigen Aktivitäten denken.

Stolz ist nicht schlecht, wenn er wirklich gerechtfertigt ist – die nützlichste Form von Stolz ist ein berechtigter Stolz darauf, vertrauenswürdig zu sein.

13. Die Tendenz zum Überoptimismus

»Was ein Mensch will, das wird er auch glauben.«

Demosthenes

Wir neigen dazu zu glauben, dass die Zukunft besser sein wird als die Gegenwart, und treffen auf dieser Grundlage Entscheidungen. Eine Lösung besteht darin, sich selbst darin zu trainieren, Mathematik/Wahrscheinlichkeitsrechnung auf die Entscheidungsfindung anzuwenden; genauso sollten Sie es beim Investieren halten.

14. Die Tendenz zur Deprivation und Superreaktion

Der Begriff »Deprivation« bezeichnet allgemein den Zustand der Entbehrung, des Entzuges, des Verlustes oder der Isolation von etwas Vertrautem sowie das Gefühl einer Benachteiligung. Wir neigen dazu, auf einen geringen (oder drohenden) Wertverlust (etwa bei Eigentum, Liebe, Freundschaft, Territorium, Gelegenheit, Status und so weiter) mit irrationaler Intensität zu reagieren. Dazu gehört auch der Verlust eines Beinahe-Besitzes. Ein Lottomillionär, der mit sechs richtigen Treffern seinen Schein verliert, wird wahrscheinlich auf Lebzeiten unglücklich sein.

- Pflegen Sie trotz ideologischer Unterschiede stets eine Kultur der Höflichkeit.
- Bringen Sie bewusst Innovatoren, Disruptoren und Denker anderer Richtungen ein, um die Gruppe kognitiv herauszufordern.

Diese Tendenz erschwert Arbeitsbeziehungen sehr. ⇒ Unternehmen sterben, weil die Arbeitnehmer Lohnkürzungen nicht zustimmen (das heißt, wir schätzen den Verlust von einem Teil unseres Lohns oft höher ein als den Verlust des Arbeitsplatzes).

Videospiele basieren ebenfalls auf dieser Tendenz: Wenn wir ein Spiel verlieren, wollen wir ein anderes spielen, um uns auszugleichen.

15. Die Tendenz zur sozialen Sicherheit

Wir neigen dazu, so zu denken und zu handeln, wie wir andere um uns herum denken und handeln sehen. Dies geschieht am häufigsten bei Verwirrung oder Stress und insbesondere, wenn beides vorhanden ist. Gut zu erkennen ist dieses Verhalten bei stark steigenden oder fallenden Börsenkursen.

Es funktioniert aber auch bei gutem Benehmen (zum Beispiel Türen öffnen für andere) und schlechtem Verhalten (zum Beispiel Aufstände).

Lösung: »Lerne, die Beispiele anderer zu ignorieren, wenn sie falschliegen.« Checklisten zur Entscheidungsfindung sind hier eine hilfreiche Möglichkeit.

16. Die Kontrast-Fehlreaktionstendenz

Wir neigen dazu, auf hohen Kontrast überzureagieren und auf niedrigen Kontrast zu wenig Reaktion zu zeigen.

Beispiele:

- Eine schlechte zweite Ehe könnte gut sein im Vergleich zu einer wirklich sehr schlechten ersten Ehe.
- Ein schlechter Ehemann ist vielleicht großartig im Vergleich zu einem wirklich sehr schlechten Vater.
- Ein gutes überteuertes Haus könnte großartig sein im Vergleich zu einem wirklich schlechten überteuerten Haus.
- Preise werden von Personen häufig nicht absolut, sondern in Relation zu Referenzpreisen beurteilt (Preisverankerung). Bei-

spielsweise beim Autokauf sind viele hinsichtlich der Ausstattungsdetails meist großzügiger, da Extras in Summe zum Kaufpreis nicht mehr so auffallen.
- Kleine Ausgaben wie Kreditkartenzinsen, die sich im Laufe der Zeit summieren. Schon Benjamin Franklin sagte: »Hüten Sie sich vor geringen Ausgaben; ein kleines Leck wird ein großes Schiff versenken.«

17. Die Stress-Einfluss-Tendenz

In Situationen, in denen wir unter starkem Stress stehen, neigen wir dazu überzureagieren.

Leichter Stress kann die Leistung verbessern, starker Stress kann zu Funktionsstörungen führen. Wenn Sie unter starkem Stress stehen, ist es besser, Entscheidungen zu vermeiden und sich stattdessen darauf zu konzentrieren, den Stress zu reduzieren.

18. Verfügbarkeit – die Tendenz zur Fehlgewichtung

Wir neigen dazu, das zu überschätzen, was uns leicht zugänglich ist, und das zu unterschätzen, was nicht verfügbar ist. Dies ist der Grund für die Neuheitsverzerrung.

»Wenn ich nicht in der Nähe des Mädchens bin, das ich liebe, liebe ich das Mädchen, in dessen Nähe ich bin.«

Ironischerweise kann diese Tendenz genutzt werden, um Menschen dazu zu bringen, die richtige Entscheidung zu treffen. Ein Verkäufer hält uns eine Präsentation, von der wir so beeindruckt sind, dass wir das Produkt direkt kaufen. Eine Strategie, dem vorzubeugen, besteht darin, Verfahren wie Checklisten zu entwickeln und einzusetzen. Deshalb haben wir dieser Thematik noch ein eigenes Kapitel gewidmet – die Kraft der Checklisten ist nicht zu unterschätzen.

Eine andere Lösung besteht darin, sich daran zu erinnern, dass eine Idee oder Tatsache nicht mehr wert ist, nur weil sie für Sie leicht zugänglich ist. Die Belohnung liegt oftmals im Detail.

19. Die Use-it-or-lose-it-Tendenz

Wir neigen dazu, Fähigkeiten zu verlieren, wenn wir sie nicht einsetzen. Fähigkeiten, in denen wir gut sind, verblassen jedoch langsamer und kommen mit Übung schneller zurück.

Beherrschen Sie also die Fähigkeiten, die Sie beibehalten möchten, gut und üben Sie diese regelmäßig.

20. Die Tendenz zur Fehlbeeinflussung durch Drogen

Unter Drogeneinfluss neigen wir dazu, irrationale Entscheidungen zu treffen.

Vermeiden Sie Drogen jeglicher Art um jeden Preis.

21. Die Seneszenz-Fehlbeeinflussungstendenz

Wir neigen dazu, mit zunehmendem Alter kognitive Fähigkeiten zu verlieren. Sie können dies verzögern, indem Sie ständig nachdenken und neue Fähigkeiten erlernen, während Sie alte üben. Zelluläre Seneszenz bedeutet, dass Zellen aufhören, sich zu teilen. In ihren Experimenten aus den frühen 1960er-Jahren fanden Leonard Hayflick und Paul Moorhead heraus, dass sich normale kultivierte menschliche und tierische Zellen nicht unbegrenzt teilen können, sondern nach einer bestimmten Anzahl von Zellteilungen (ca. 50) absterben.

22. Die Tendenz zur Fehlbeeinflussung durch Autorität

Wir neigen dazu, uns denen anzuschließen, die Autorität haben, unabhängig davon, ob sie richtig oder falsch liegen.

Seien Sie vorsichtig, wem Sie Autorität zuschreiben und wem Sie aufgrund seiner Autorität folgen.

23. Die Twaddle-Tendenz

»Weise Männer sprechen, weil sie etwas zu sagen haben; Dummköpfe, weil sie etwas sagen müssen.«

Platon

Wir neigen dazu, nur zu reden, um zu reden, oder weil wir glauben, etwas zu wissen, obwohl wir es nicht wissen. Seien Sie ehrlich zu sich selbst und zu anderen, bleiben Sie in Bezug auf Ihr Wissen authentisch. Haben Sie keine Scheu zuzugeben, einmal etwas nicht zu wissen.

24. Die Tendenz, auf die Vernunft zu hören

Wir neigen dazu, Dinge leichter zu akzeptieren, die Gründe haben, und etwas abzulehnen, was nicht vernünftig begründbar ist. So kann selbst die Angabe bedeutungsloser Gründe jemanden dazu bringen, etwas zu tun, was er nicht tun sollte.

Überprüfen Sie die Gründe, bevor Sie eine Entscheidung treffen.

25. Die Lollapalooza-Tendenz

Wir neigen dazu, einer Kombination aus mehreren genannten Tendenzen zum Opfer zu fallen.

Wenn sich Tendenzen verbinden, sind sie noch mächtiger, das heißt, sie führen eher zu Fehlentscheidungen. Eine Lösungsmöglichkeit: Wenn sich etwas nicht richtig anfühlt, vertrauen Sie Ihrem Bauchgefühl, treten Sie einen Schritt zurück und bewerten Sie die Sache anhand einer Checkliste zur Entscheidungsfindung neu.

Der Lollapalooza-Effekt ist ein Phänomen, bei dem technologische Durchbrüche, Effizienzgewinne und große Volumina wertschöpfend zusammenkommen. Im Bereich der Investitionen kann er Millionen von Anlegern dazu bringen, einen Sektor zu kaufen, einen anderen Sektor zu verkaufen oder auf eine andere Weise als »Herde« zu agieren. Diese Herdenmentalität ist der schlimmste Feind jedes Anlegers. Wenn Sie verkaufen, während alle anderen verkaufen, dann müssen

Sie wahrscheinlich riesige Verluste hinnehmen. Wenn Sie das Gegenteil tun und kaufen, wenn alle anderen verkaufen, erhalten Sie wahrscheinlich Schnäppchenpreise für Ihre Aktien. Bevor Sie also eine Investition tätigen, ist es ratsam, darüber nachzudenken, wie verschiedene psychologische Faktoren eine irrationale Reaktion auf dem Markt hervorrufen könnten. Die Hypothekenkrise 2007/2008 ist ein Paradebeispiel für den Lollapalooza-Effekt. Bevor der Hypothekenmarkt implodierte, waren Makler hochmotiviert, Wohnungsbaudarlehen zu verkaufen, denn je mehr sie verkauften, desto mehr Geld verdienten sie. Plötzlich hatte jeder Marktteilnehmer eine andere Motivation: Makler wollten Geld verdienen, Investoren, die die Hypotheken kauften, wollten Geld verdienen, Banken wollten Geld verdienen und Kreditnehmer wollten ihr Traumhaus kaufen, unabhängig davon, ob sie es sich leisten konnten. Kein einzelner Akteur dachte an die langfristigen Folgen, und infolgedessen brach der Hypothekenmarkt aufgrund eines überwältigenden Zusammenspiels menschlicher Fehleinschätzungen zusammen.

Als Anleger ist es wichtig zu erkennen, wann ein Lollapalooza-Effekt ins Spiel kommen könnte. Wenn verschiedene komplexe Szenarien und konkurrierende Motivationen aufeinandertreffen, kann dies zu einer unbeständigen Situation führen. Will man als Investor erfolgreich sein, geht es oft darum, Situationen zu vermeiden, die aufgrund der vielen beweglichen Teile äußerst schwer vorhersehbar sind. Mit anderen Worten: Wenn es keinen guten Weg gibt, um festzustellen, ob eine Investition klug ist, dann sollten Sie sich besser fernhalten.

Kapitel 1

Total Return – Unsere Investmentphilosophie

Warum eine kontinuierliche Performance so wichtig ist

Es gibt vier wesentliche Bewertungskriterien für Ihre Anlagestrategie:

1. die Rendite,
2. das eingegangene Risiko,
3. die Korrelation mit dem (Vergleichs-)Index,
4. die absolute Performance vom vorherigen Allzeithoch zum jüngsten Allzeithoch (ein Marktzyklus).

Rendite in %	5 Jahre	10 Jahre	20 Jahre	30 Jahre
6	1.388 €	1.791 €	3.207 €	5.743 €
8	1.469 €	2.159 €	4.661 €	10.063 €
10	1.611 €	2.594 €	6.727 €	17.449 €
12	1.762 €	3.106 €	9.646 €	29.960 €
16	2.100 €	4.411 €	19.461 €	85.850 €
20	2.488 €	6.192 €	38.388 €	237.376 €

Abbildung 1: Renditeentwicklung bei einem Investment von 1.000 Euro

Quelle: Margin of Safety: Risk-Averse Value Investing Strategies for the Thoughtful Investor, 1991, S.95.

Als Investor werden Sie mehr Erfolg haben, wenn Sie bei einem begrenzten Abwärtsrisiko konstant gute Renditen erzielen, als wenn Sie einmalig hohe Gewinne abstauben. Ein Investor A, der über ein Jahrzehnt hinweg eine Rendite von 16 Prozent pro Jahr erzielt, hat am Ende mehr Geld zur Verfügung als ein Anleger B, der neun Jahre lang 20 Prozent pro Jahr erwirtschaftet und im zehnten Jahr 15 Prozent verliert. Dennoch bietet letzteres Renditemuster einen verständlichen, wenn auch unwirtschaftlichen Anreiz, schließlich schneidet Anleger B damit in neun von zehn Jahren besser ab. Es erklärt auch, warum die meisten institutionellen Investoren ihren primären Fokus nicht darauf legen, Risiken zu vermeiden.

Unser Ziel ist es dagegen nicht, jederzeit eine Outperformance zu erreichen – das ist nicht möglich. Wir wollen Outperformance über die gesamte Zeit erzielen. Wichtig hierfür sind auch die Kosten und Gebühren. Schließlich haben viele Vermögensverwalter immense Reichtümer angehäuft. Die Jachten der Kunden hingegen sieht man seltener. Wieso ist das so?

Sie legen 100.000 Euro in einem Investmentfonds an.

Wie groß ist Ihr Endvermögen nach 30 Jahren bei einer unterstellten Rendite von 8 Prozent pro Jahr vor Kosten und …

(A) 0 Prozent Ausgabeaufschlag und einer Managementgebühr von 0,3 Prozent pro Jahr?

(B) 5 Prozent Ausgabeaufschlag und einer Managementgebühr von 1,5 Prozent pro Jahr?

- Endvermögen ohne Gebühren: 1.006.000 Euro.
- Endvermögen Fall A (»geringe« Gebühren: 0,3 Prozent Managementfee pro Jahr): 926.000 Euro.
- Endvermögen Fall B (»normale« Gebühren: 1,5 Prozent Managementfee und 5 Prozent Ausgabeaufschlag): 630.000 Euro.

Bei einer jährlichen Rendite von 7 Prozent wird das eingesetzte Kapital nach 10 Jahren verdoppelt, nach 20 Jahren vervierfacht und nach 30 Jahren verachtfacht. Nicht umsonst wird der Zinseszins als achtes Weltwunder tituliert:

Investor A investiert zu seinem 18. Geburtstag 5.000 Euro und Investor B investiert zu seinem 40. Geburtstag 50.000 Euro. Beide generieren bis zu ihrem 67. Geburtstag eine Rendite von 7 Prozent (um die Inflation miteinzubeziehen, ist bei der Sparrate eine jährliche Dynamisierung von 3 Prozent berücksichtigt), wer hat am Ende mehr? Investor A hat nun 862.334 Euro im Depot, B lediglich 435.012 Euro. Je früher Sie mit dem Investieren beginnen, desto besser. Hätten die Eltern bereits zur Geburt das Geld investiert, wäre A mit 67 Multimillionär.

Wäre da an dieser Stelle nicht das ungeliebte Risiko. Das Risiko wird nach allgemein anerkannter Auffassung definiert als das Risiko, schwankende Erträge zu erhalten. In der akademischen Welt wird das Risiko durch das »Beta« einer Aktie gemessen – die Kursvolatilität einer bestimmten Aktie im Verhältnis zum Gesamtmarkt. In der Regel basiert die Berechnung des »Beta« auf einer Extrapolation der vergangenen Kursschwankungen einer Aktie. In dieser turbulenten Welt ist die Unterscheidung zwischen Aufwärts- und Abwärtsvolatilität stark verwirrend: Eine Aktie, die im Laufe eines Jahres stark ansteigt, wird als riskanter eingestuft als eine Aktie, die sich im selben Zeitraum leicht nach unten bewegt. Ein Fonds, der jedes Jahr kontinuierlich 1 Prozent Vermögen einbüßt, kann unter Umständen eine höhere Sharpe-Ratio aufweisen als ein Fonds, der unter hoher Volatilität auch hohe Renditen erzielt. Außerdem kann die Verwendung vergangener Kursbewegungen (oder vergangener Volatilität) als Grundlage für die Bestimmung des Risikos einer bestimmten Aktie oft zu falschen Schlussfolgerungen führen. Eine Aktie, die von 30 auf 10 gefallen ist, gilt als riskanter als eine Aktie, die im gleichen Zeitraum von 12 auf 10 gefallen ist. Obwohl beide Aktien jetzt für 10 Euro gekauft werden können, ist die Aktie, die am stärksten gefallen ist, und die Aktie, die jetzt den größten Abschlag gegenüber ihrem letzten Höchstkurs aufweist, immer noch als die »riskantere« der beiden eingestuft. Das mag stimmen. Es könnte aber auch sein, dass der größte Teil des Abwärtsrisikos der Aktie durch den enormen Kursrückgang eliminiert wurde. Die Wahrheit ist, dass man nicht wirklich viel nur anhand der vergangenen Kursbewegungen einer Aktie erkennen kann. Tatsächlich ist die

vergangene Kursvolatilität einer Aktie nicht nur kein guter Indikator für die künftige Rentabilität, sondern sagt auch nichts darüber, wie viel Sie verlieren können. Lassen Sie uns das wiederholen: Beta sagt Ihnen nicht, wie viel Sie verlieren können, und Volatilität ist nicht gleichbedeutend mit Risiko. Risiko ist auch nicht gleichbedeutend mit mehr Chancen. Der Total-Return-Anleger fragt sich, wie viel er bei einer Investition verlieren kann, der Long-only-Anleger meist nur, wie viel er verdienen kann. Daraus ergibt sich eine völlig andere Herangehensweise. Da die Messung von potenziellen Gewinnen und Verlusten aus einer bestimmten Aktie so subjektiv ist, ist es für Fachleute oder Akademiker einfacher, eine Kennzahl wie die Volatilität als Ersatz für das Risiko zu verwenden. Lassen Sie den gesunden Menschenverstand walten: Wenn ein Gemälde für 5.000 Euro verkauft wird, während ein vergleichbares Gemälde desselben Künstlers kürzlich für 10.000 Euro versteigert wurde, würden Sie es kaufen? Vermutlich schon, denn das gefühlte Polster von 5.000 Euro zwischen Auktionswert und Kaufpreis ist das, was Benjamin Graham, der Vater der Wertpapieranalyse, als unsere »Sicherheitsmarge« bezeichnete. Liegen Sie hingegen mit Ihren Einschätzungen daneben und die Qualität Ihres Gemäldes entspricht nicht ganz dem Standard des kürzlich versteigerten Gemäldes, der Preis von 10.000 Euro war eine einmalige Abweichung oder der Kunstmarkt bricht ein, sollten ihre Verluste durch das eingebaute Polster, die Sicherheitsmarge, minimiert werden.

Als Menschen neigen wir dazu, zu unterschätzen, wie sehr sich unsere Persönlichkeit und unsere Ziele mit der Zeit verändern. Dies erschwert eine langfristige Finanzplanung. Wir denken in jungen Jahren vielleicht, dass wir nie Kinder oder ein großes Haus haben werden, also planen wir so, als ob das der Fall wäre, aber dann finden wir uns mit einem Haus und Kindern wieder, die der Plan nicht berücksichtigt hat. Wenn Sie also über Ihre Anlagestrategie nachdenken, versuchen Sie, das Unbekannte zu berücksichtigen. Im Folgenden möchten wir Ihnen schon einmal unseren Investitionsrahmen wiedergeben, der sich im Laufe des Buches immer weiter ausstrecken wird:

Einfach, vorhersehbar und Free Cashflow generierend

In der Regel suchen wir nach Kandidaten, die ein Wachstum verzeichnen und freien Cashflow generieren. Wir wählen Unternehmen, bei denen wir einen starken, nachhaltigen Anstieg der Cashflows sowie hohe Kapitalrenditen erwarten. Wir berücksichtigen aber auch Unternehmen, die zum Zeitpunkt des Ersterwerbs einen negativen Cashflow aufweisen, sofern wir innerhalb eines angemessenen Zeitraums einen positiven Cashflow erwarten.

Um das künftige Gewinnwachstum zu prognostizieren, nutzen wir diese Kriterien:

Rendite auf das investierte Kapital × Reinvestitionsrate

Rendite auf das investierte Kapital (»ROIC«) bedeutet: »Wie viel verdient das Unternehmen mit neuen Projekten beziehungsweise mit zusätzlich investiertem Kapital?«

Reinvestitionsrate bedeutet: »Wie viel Prozent des Gewinns steckt das Unternehmen wieder in sein Geschäft, um weiter zu wachsen?«

Je höher die inkrementelle Kapitalrendite, desto mehr Geld sollte das Managementteam in ein Unternehmen reinvestieren.

Erhebliche Eintrittsbarrieren

Wir suchen nach Unternehmen, die über nachhaltige Wettbewerbsvorteile, über signifikante Markteintrittsbarrieren oder über sogenannte »Economic Moats«, also »breite Burggräben« verfügen. Gleichzeitig sollten sie ein geringes Risiko einer Disruption durch den Wettbewerb, durch Innovation oder durch neue Marktteilnehmer aufweisen. Was für uns wirklich zählt, sind Geschäftsmodelle, nicht Industrien oder Branchen.

Begrenzte Abhängigkeit von extrinsischen Faktoren, die wir nicht kontrollieren können

Wir fokussieren uns auf Unternehmen, die einem geringen Einfluss durch makroökonomische Faktoren, Rohstoffpreise, regulatorische Risiken, Zinsschwankungen und/oder zyklische Risiken unterliegen. Gegen die verbleibenden und unkalkulierbaren Risiken sichern wir die ausgewählten Unternehmen selektiv ab. »Je einfacher die These, desto besser« – daran glauben wir! Komplizierte Investitionen bedeuten wie bereits erwähnt nicht unbedingt höhere Renditen.

Starke Bilanz

Wir erwerben Unternehmen, die im Verhältnis zu ihrem Free Cashflow konservativ finanziert und nicht von einer unmittelbaren Insolvenz bedroht sind. Da bei uns der Kapitalerhalt oberste Priorität hat, möchten wir Totalverluste vermeiden.

Minimale Abhängigkeit von den Kapitalmärkten

Wir bevorzugen Unternehmen, die von den Kapitalmärkten nur in geringem Umfang abhängig sind, um ihr Geschäft zu betreiben und zu entwickeln. Die wichtigste Regel an den Finanzmärkten ist für 99 Prozent der Unternehmen das ewige Gesetz der Rückkehr zum Mittelwert. Uns interessiert nicht, ob ein Unternehmen im nächsten Quartal 5 Euro oder 5,25 Euro verdienen wird. Wir konzentrieren uns darauf, Papiere mit großen Lücken zwischen dem aktuellen Kurs und einer konservativen Schätzung des inneren Wertes zu finden. Wir sind immer auf der Suche nach einer »fetten« Gelegenheit.

Attraktive Bewertung

Wir fahnden nach Unternehmen, die im Verhältnis zu ihrem langfristigen inneren Wert attraktiv bewertet sind. Einzelne Aktien schwanken in einem 52-Wochen-Zeitraum im Durchschnitt um mehr als 60 Prozent. Besonders im historischen Kontext wechseln sich Phasen,

in denen eine Aktie überbewertet wird, ab mit solchen, in denen sie relativ schwächer bewertet wird. In Verbindung mit der allgemeinen Grundvolatilität einer Aktie ermöglicht uns dies, attraktive Einstiegspunkte für unsere Investments zu nutzen.

Wir glauben nicht, dass Volatilität gleichbedeutend mit Risiko ist. Da diese Konstellation bei potenziellen Investments oftmals nur einmal alle paar Jahre vorkommt, muss eine entsprechend große Zahl an Unternehmen analysiert werden. Volatile Märkte bieten gelegentlich außergewöhnliche Chancen. Wir halten Barmittel vor, damit wir sie nutzen können. Wir setzen in unserem Portfolio minimale bis keine Fremdfinanzierung ein. Darüber hinaus versuchen wir, in qualitativ hochwertige Unternehmen zu investieren, die Fremdkapital – wenn überhaupt – nur strategisch oder überlegt einsetzen, und unsere besten Investments mit Leerverkäufen abzusichern.

Wieso Leerverkauf?

Kurz nach meinem MBA-Abschluss an der Harvard Business School verwaltete ich bei Fidelity Investments den Fidelity Broadcast and Media Fund, der zu dieser Zeit einer der schwankungsanfälligsten Fonds war (im Jargon spricht man hier von einem hohen Beta). Als der Dow Jones am 19. Oktober 1987, dem Schwarzen Montag, innerhalb eines Tages 22,6 Prozent an Wert verlor, befand sich die Finanzwelt in einem tiefen Schockzustand mit allgegenwärtiger Verunsicherung. Die Mehrheit der Bewertungen war auf einem absurd hohen Level gewesen, sodass ich kurz vor dem Sturz zahlreiche Positionen abgestoßen und den Bargeldbestand auf über 40 Prozent erhöht hatte. Das Resultat für das Gesamtjahr war immer noch ein Plus von 20 Prozent, während die vergleichbaren Indizes gegen einen Return von 0 Prozent tendierten. Damals hätte ich sehr gerne die vollkommen überteuerten Werte leerverkauft oder zumindest Put-Optionen erworben. Das war damals rechtlich nicht möglich. Die sehr hohe Bargeldquote war meine einzige Alternative, das Portfolio vor herben Verlusten zu schützen. Nach dem Crash waren Aktientitel derartig günstig, dass ich kurze Zeit später voll investiert war. Meine Performance konnte sich sehen lassen: ein

Plus von 35 Prozent im Jahr 1988. Zwar war das Resultat zu einem gewissen Teil dem Glück geschuldet, allerdings hatte dieses »Manöver« auch ein hohes Maß an Geschick und Können erfordert. Von mehr als 100 Investmentfonds bei Fidelity gehörte der Broadcast and Media Fund zu den besten und ich erhielt dafür 1988 die Auszeichnung »Top US-Specialty Fund« von Lipper Analytical Services. Zu dieser Zeit lernte ich, depressive Märkte aufgrund ihrer zahlreichen Chancen zu lieben, und ich begann, mich für Leerverkäufe zu begeistern und mich auf sie zu spezialisieren. Wären Spekulationen auf fallende Kurse bei Fidelity möglich gewesen, wäre meine Performance aller Wahrscheinlichkeit nach weitaus höher ausgefallen und ich hätte mich nicht von meinen Long-Positionen trennen müssen, sondern diese einfach absichern können. Zu Beginn einer Rezession oder kurz bevor sie eintritt, sollte man keine ausgesprochen zyklischen Werte im Portfolio haben. Denn es ist höchstwahrscheinlich, dass die Unternehmensgewinne einbrechen und somit die Kurse dieser Aktiengesellschaften an der Börse fallen. Wenn man davon ausgeht, dass in den nächsten Quartalen eine Rezession aufkommt, sollte man besonders schwache, hoch verschuldete und konjunkturabhängige Unternehmen leerverkaufen, also short gehen. Wertzerstörer, betrügerische Unternehmen und redundante Gesellschaften dienen hingegen jederzeit als Absicherung. Anleger nutzen Leerverkäufe für verschiedene Zwecke. Leerverkäufe werden verwendet, um am Preisrückgang einer Aktie zu partizipieren und so den erwarteten Return im Portfolio zu maximieren. Hierbei betreiben die Investoren eine Fundamentalanalyse, um festzustellen, ob eine Aktie unter- oder überbewertet ist. Ergibt die Analyse, dass das Papier überbewertet ist und dass Katalysatoren (also Ereignisse, die den Aktienkurs hin zum ermittelten fairen Wert bewegen sollten) vorliegen, gehen sie eine Short-Position ein, um vom prognostizierten Kursrückgang zu profitieren. Das Ganze geht nicht nur mit Aktien, sondern auch mit Anleihen, Rohstoffen, ETFs und so weiter. Bei einem sogenannten »Pair Trade« geht ein Anleger eine Long-Position bei Investment A und gleichzeitig eine Short-Position bei Investment B ein. Das kann dann sinnvoll sein, wenn der Investor langfristig von Investment A überzeugt ist, da dieses Unternehmen beispielsweise clevere

Investitionen tätigt. Von Investition B kann man das jedoch nicht behaupten. Hierbei hat die Short-Position zwei Funktionen: Zum einen möchte der Anleger von fallenden Kursen profitieren, zum anderen dient die Short-Position dazu, die Long-Position abzusichern für den Fall, dass der Markt korrigiert. Um seine Risiken bei Investment A zu minimieren, kann ein Anleger auch eine Short-Position bei einer oder mehreren Aktien aus derselben oder einer korrelierenden Branche eingehen. Angenommen, er geht davon aus, dass Investment A gegenüber dem Gesamtmarkt kurzfristig underperformt, langfristig ist er aber von der Position überzeugt und will sie nicht verkaufen. Er geht eine Short-Position ein für den Fall, dass die Underperformance zum Gesamtmarkt tatsächlich eintreten sollte. Der Anleger geht also nicht davon aus, dass das Unternehmen überbewertet ist, vielmehr dient die Short-Position als Versicherung gegen einen Marktabschwung. Auch für Investoren, die nicht auf fallende Kurse setzen möchten, bieten sich alternative Möglichkeiten, beispielweise durch Traden der Volatilität oder antizyklische Investments.

Wie die besten Investoren aller Zeiten ihre Investments auswählen

Der Anleger hat zunächst ein Problem: Wie bringt er sein Geld heute mit einer einigermaßen guten Verzinsung nach morgen? Er kann versuchen, das Problem selbst zu lösen, und legt in verschiedene Asset-Klassen an. Oder er nimmt sich einen Berater oder Vermögensverwalter. Alternativ dazu investiert er in einen Fonds. Der Ansatz, in einen Fonds zu investieren, ist in Ordnung, weil damit das Problem des Anlegers grundsätzlich gelöst wird. Die Frage, ob der Fondsmanager eine bessere Rendite erwirtschaften kann, als es bei den anderen Ansätzen der Fall wäre, steht aber auf einem anderen Blatt. Statistisch gesehen, schaffen es über 80 Prozent der professionellen Vermögensverwalter nicht, ihre Benchmark outzuperformen. Hinzu kommt: Je länger der Zeitraum wird, desto kleiner wird die Anzahl derer, denen

es gelingt. Der Erfolg entscheidet sich aber maßgeblich anhand der Vermögensverteilung, also der Asset Allocation. Unter »strategischer Asset Allocation« verstehen Fachleute die langfristige Aufteilung des Vermögens auf verschiedene Anlageklassen. Mit »taktischer Asset Allocation« ist dagegen das kurzfristige Ausnutzen von vermeintlichen Marktchancen gemeint, was in der Praxis aber oftmals nicht funktioniert. Seit der modernen Datenerfassung ist die richtige Asset Allocation für 70 Prozent der Returns verantwortlich. Es war nebensächlich, ob der Anleger sich für Aktie von Unternehmen A oder für die von Unternehmen B entschied, sondern ob er statt Aktien Anleihen gekauft hat. Ob die historischen Daten in einem Null- bis Negativzinsumfeld ebenfalls Bestand haben, kann derzeit nicht beantwortet werden. 6.000 Jahre Geldgeschichte sprechen dagegen, trotzdem möchten wir bewusst von Investitionsentscheidungen ausschließlich auf makroökonomischer Basis Abstand nehmen, insofern ein Bottom-up-Ansatz nichts zur Analyse beitragen kann.

Vereinfacht gesagt gibt es drei übergeordnete Anlegertypen, die die nachfolgenden Eigenschaften mit sich bringen:

1. Der risikoaverse Investor (konservativ, defensiv)

Der risikoaverse Investor geht ein geringes Risiko ein, da sein oberstes Ziel der Kapitalerhalt beziehungsweise die stetige Generierung von Einkommen ist. Er besitzt einen langfristigen Anlagehorizont, beispielsweise bis zur Rente, und setzt auf defensive Titel und Anlageklassen wie Anleihen, Edelmetalle oder Dividendenaristokraten bei Aktien. Außerdem verzichtet der risikoaverse Investor auf das Leerverkaufen, da diese Strategie nicht seinem Anlagehorizont entspricht.

2. Der risikoneutrale Investor (moderat)

Der risikoneutrale Anleger besitzt ein ausgeglichenes Risikoprofil und investiert mittelfristig. Das heißt, dass er meist sowohl riskante – indem er Optionalitäten abdeckt – als auch sichere Wertpapiere wie Anleihen oder Dividendenwerte in seinem Portfolio hält. Das Leerverkaufen ist mit den Präferenzen des risikoneutralen Investors kompatibel, doch muss dieser diese Strategie nicht anwenden. Das heißt, er kann