

Portfoliopolitik für den unternehmerischen Investor: Negativer Ansatz 137

anerkannte Möglichkeit eines Kapitalverlusts im Austausch für lediglich 1 oder 2 % zusätzliches Jahreseinkommen. Wenn Sie bereit sind, ein gewisses Risiko einzugehen, sollten Sie sicher sein, dass Sie einen wirklich erheblichen Kapitalwertgewinn erzielen können, wenn die Dinge gut laufen. Daher ist der Verkauf einer zweitklassigen 5,5- oder 6%-Anleihe *zum Nennwert* fast immer ein Fehlkauf. Dasselbe Problem bei 70 könnte sinnvoller sein – und wenn Sie geduldig sind, können Sie es wahrscheinlich auf diesem Niveau kaufen.

Zweitklassige Anleihen und Vorzugsaktien besitzen zwei widersprüchliche Eigenschaften, die der intelligente Anleger im Hinterkopf behalten muss. Fast alle leiden in schlechten Märkten unter schweren Talfahrten. Andererseits gewinnt ein großer Teil seine Position zurück, wenn günstige Bedingungen zurückkehren, und diese „laufen schließlich gut“. Dies gilt selbst für (kumulierte) Vorzugsaktien, die über viele Jahre keine Dividende zahlen. In den frühen 1940er Jahren gab es als Folge der langen Depression der 1930er Jahre eine Reihe solcher Probleme. Während der Boomphase der Nachkriegszeit von 1945 bis 1947 wurden viele dieser großen Ansammlungen entweder in bar oder in neuen Wertpapieren abbezahlt, und oft wurde auch der Kapitalbetrag getilgt. Infolgedessen machten Leute, die diese Papiere einige Jahre zuvor ohne Freunde gekauft und zu niedrigen Preisen verkauft hatten, große Gewinne vorrangige Emissionen zweiter Klasse werden sich als Ausgleich für die uneinbringlichen Kapitalverluste erweisen. Mit anderen Worten, ein Anleger, der alle diese Emissionen zu ihren Ausgabepreisen gekauft hat, könnte *auf lange Sicht* möglicherweise genauso gut abschneiden wie jemand, der sich auf erstklassige Wertpapiere beschränkt; oder sogar etwas besser.³ Aber für praktische Zwecke ist die Frage weitgehend irrelevant.

Ungeachtet des Ergebnisses wird der Käufer von zweitklassigen Emissionen zum Vollpreis besorgt und verunsichert sein, wenn deren Kurs abrupt fällt. Außerdem kann er weder genügend Emissionen kaufen, um ein „durchschnittliches“ Ergebnis zu erzielen, noch ist er in der Lage, einen Teil seines größeren Einkommens beiseite zu legen, um jene Hauptverluste auszugleichen oder zu „amortisieren“, die sich als dauerhaft erweisen. Schließlich ist es nur gesunder Menschenverstand, keine Wertpapiere zu rund 100 zu kaufen, wenn die langjährige Erfahrung darauf hindeutet, dass sie im nächsten schwachen Markt wahrscheinlich zu 70 oder weniger gekauft werden können.

Ausländische Staatsanleihen

Alle Anleger mit auch nur geringer Erfahrung wissen, dass ausländische Anleihen seit 1914 insgesamt eine schlechte Anlagegeschichte hatten. Angesichts zweier Weltkriege und einer dazwischen liegenden Weltwirtschaftskrise von beispielloser Tiefe war dies unvermeidlich. Doch alle paar Jahre sind die Marktbedingungen ausreichend günstig, um den Verkauf einiger neuer Auslandsemissionen zu einem Preis von etwa pari zu ermöglichen. Dieses Phänomen sagt uns viel über die Denkweise des durchschnittlichen Anlegers aus – und das nicht nur im Bereich der Anleihen.

Wir haben keinen *konkreten Grund*, uns Sorgen um die Zukunftsgeschichte angesehener Auslandsanleihen wie Australien oder Norwegen zu machen. Wir wissen aber, dass der Inhaber von Auslandsobligationen im Ernstfall keine rechtlichen oder sonstigen Möglichkeiten hat, seinen Anspruch durchzusetzen. Diejenigen, die 1953 41 % der Republik Kuba bis zu 117 % kauften, sahen, dass sie ihre Zinsen in Verzug brachten und 1963 so niedrig wie 20 Cent auf den Dollar verkauften. Die Anleihenliste der New Yorker Börse in diesem Jahr enthielt auch Belgisch-Kongo 51 % zu 36, griechische 7er zu 30 und verschiedene Ausgaben Polens so niedrig wie 7. Wie viele Leser haben eine Vorstellung von den wiederholten Wechselfällen der 8%-Anleihen der Tschechoslowakei, seit sie 1922 zum ersten Mal in diesem Land zu 96 % angeboten wurden? Sie stiegen 1928 auf 112, sanken 1932 auf 67 % , erholten sich 1936 auf 106, brachen 1939 auf 6 ein, erholten sich (unglaublich) 1946 auf 117, fielen 1948 prompt auf 35 und wurden bis auf 8 % verkauft 1970!

Vor Jahren wurde hier eine Art Argument für den Kauf ausländischer Anleihen vorgebracht, weil eine reiche Gläubigernation wie die unsere moralisch verpflichtet sei, im Ausland Kredite zu vergeben. Die Zeit, die so viele Rache bringt, sieht uns nun mit einem eigenen unlösbaren Zahlungsbilanzproblem konfrontiert, von dem ein Teil dem groß angelegten Kauf ausländischer Anleihen durch amerikanische Investoren zuzuschreiben ist, die einen kleinen Renditevorteil suchen. Seit vielen Jahren hinterfragen wir die grundsätzliche Attraktivität solcher Investments aus Käufersicht; Vielleicht sollten wir jetzt hinzufügen, dass letzterer sowohl seinem Land als auch ihm selbst zugute kommen würde, wenn er diese Möglichkeiten ablehnte.

Neue Ausgaben im Allgemeinen

Es mag wenig ratsam erscheinen, generelle Aussagen über Neuemissionen als Klasse zu versuchen, da diese die größtmögliche Bandbreite an Qualität und Attraktivität abdecken. Sicherlich wird es Ausnahmen von jeder vorgeschlagenen Regel geben. Unsere einzige Empfehlung ist, dass alle Anleger bei *Neuemissionen vorsichtig* sein sollten – was einfach bedeutet, dass diese vor dem Kauf einer sorgfältigen Prüfung und ungewöhnlich strengen Tests unterzogen werden sollten.

Für diesen doppelten Vorbehalt gibt es zwei Gründe. Der erste ist, dass Neuemissionen eine besondere Verkaufskunst hinter sich haben, was daher ein besonderes Maß an Verkaufsresistenz erfordert.* Der zweite ist, dass die meisten Neuemissionen unter „günstigen Marktbedingungen“ verkauft werden – was für den Verkäufer günstig und folglich weniger günstig bedeutet für den Käufer möglich.† Die Auswirkungen dieser Überlegungen werden immer wichtiger, je weiter wir die Skala von Anleihen höchster Qualität über vorrangige Emissionen zweiter Klasse bis hin zu den Börsengängen von Stammaktien am unteren Ende beschreiten. In der Vergangenheit wurde eine enorme Menge an Finanzierungen getätigt, die aus der Rückzahlung bestehender Anleihen zum Call-Preis und deren Ersatz durch Neuemissionen mit niedrigeren Kupons bestanden. Der größte Teil davon entfiel auf die Kategorie der hochwertigen Anleihen und Vorzugsaktien. Die Käufer waren größtenteils Finanzinstitute, die ausreichend qualifiziert waren, ihre Interessen zu schützen. Daher wurden diese Angebote sorgfältig kalkuliert

* Neuemissionen von Stammaktien – Börsengänge oder IPOs – werden normalerweise mit einem „Emissionsrabatt“ (einer eingebauten Provision) von 7 % verkauft. Dagegen liegt die Käuferprovision für ältere Stammaktien typischerweise unter 4 %. Immer wenn die Wall Street etwa doppelt so viel für den Verkauf von etwas Neuem verdient wie für den Verkauf von etwas Altem, wird sich das Neue umso schwerer verkaufen.

† Kürzlich haben die Finanzprofessoren Owen Lamont von der University of Chicago und Paul Schultz von der University of Notre Dame gezeigt, dass Unternehmen sich dafür entscheiden, der Öffentlichkeit neue Aktien anzubieten, wenn der Aktienmarkt kurz vor einem Höchststand steht. Für eine technische Diskussion dieser Themen siehe Lamonts „Evaluating Value Weighting: Corporate Events and Market Timing“ und Schultzs „Pseudo Market Timing and the Long-Run Performance of IPOs“ unter <http://papers.ssrn.com>.

den gängigen Kurs für vergleichbare Ausgaben erfüllen und leistungsstark sind Verkaufstalent hatte wenig Einfluss auf das Ergebnis. Als die Zinsen fielen immer tiefer zahlten die Käufer schließlich einen zu hohen Preis diese Probleme, und viele von ihnen gingen später merklich zurück Markt. Dies ist ein Aspekt der allgemeinen Tendenz, neue Wertpapiere aller Art dann zu verkaufen, wenn die Bedingungen für den Emittenten am günstigsten sind; aber im Fall von Ausgaben erster Qualität die negativen Auswirkungen auf den Käufer sind wahrscheinlich eher unangenehm als ernst.

Etwas anders verhält es sich beim Studium der minderwertige Anleihen und Vorzugsaktien, die zwischen 1945 und 1946 verkauft wurden und Perioden von 1960 bis 1961. Hier ist der Effekt der Verkaufsanstrengungen größer offensichtlich, weil die meisten dieser Probleme wahrscheinlich mit platziert wurden einzelne und unerfahrene Anleger. Es war charakteristisch für diese Angebote, dass sie wann keine angemessene Darstellung gemacht haben gemessen an der Leistung der Unternehmen über eine ausreichende Anzahl von Jahren. Sie sahen zum größten Teil sicher genug aus, wenn es so war könnte davon ausgegangen werden, dass die jüngsten Gewinne ohne fortfahren würden ein herber Rückschlag. Die Investmentbanker, die diese herausgebracht haben Ausgaben akzeptierten vermutlich diese Annahme und ihre Verkäufer hatten wenig Mühe, sich und ihre Kunden zu überzeugen zu einem ähnlichen Effekt. Dennoch war es ein unsolider Investitionsansatz, der sich wahrscheinlich als kostspielig erweisen würde.

Bullenmarktphasen sind in der Regel durch die Umwandlung einer großen Zahl von Unternehmen in Privatbesitz in Unternehmen mit börsennotierten Aktien gekennzeichnet. Dies war 1945–46 und erneut der Fall ab 1960. Der Prozess nahm dann außergewöhnliche Ausmaße an, bis er im Mai 1962 zu einem katastrophalen Ende kam Neben der üblichen „Abschwörungs“-Periode von mehreren Jahren wurde die ganze Tragikomödie 1967–1969 Schritt für Schritt wiederholt.*

* In den zwei Jahren von Juni 1960 bis Mai 1962 verkauften mehr als 850 Unternehmen erstmals ihre Aktien an die Öffentlichkeit – im Durchschnitt mehr als Eine pro Tag. Ende 1967 heizte sich der IPO-Markt wieder auf; 1969 wurden erstaunliche 781 neue Aktien geboren. Dieses Überangebot hat dazu beigetragen, den Bären zu erschaffen Märkte von 1969 und 1973–1974. 1974 war der IPO-Markt so tot, dass nur neun neue Bestände wurden das ganze Jahr über angelegt; 1975 wurden nur 14 Aktien geboren. Diese Unterversorgung wiederum trug dazu bei, den Bullenmarkt der 1980er Jahre zu nähren Rund 4.000 neue Aktien überschwemmten den Markt und trugen dazu bei, die Über-

Neue Stammaktienangebote

Die folgenden Absätze werden unverändert gegenüber der Ausgabe von 1959 wiedergegeben und kommentiert:

Die Finanzierung durch Stammaktien erfolgt in zwei verschiedenen Formen. Bei bereits börsennotierten Unternehmen werden zusätzliche Aktien anteilig den bestehenden Aktionären angeboten. Der Zeichnungspreis wird unter dem aktuellen Markt festgesetzt, und die „Rechte“ zur Zeichnung haben einen anfänglichen Geldwert.* Der Verkauf der neuen Aktien wird fast immer von einem oder mehreren Investmentbanking-Häusern gezeichnet, aber es ist die allgemeine Hoffnung und erwartet, dass alle neuen Aktien durch Ausübung der Bezugsrechte gezogen werden. Daher erfordert der Verkauf zusätzlicher Stammaktien börsennotierter Unternehmen normalerweise keine aktiven Verkaufsanstrengungen seitens der Vertriebsunternehmen.

Die zweite Art ist die Platzierung von Stammaktien von ehemals in Privatbesitz befindlichen Unternehmen bei der Öffentlichkeit. Der größte Teil dieser Aktien wird für Rechnung der Mehrheitsbeteiligungen verkauft, um ihnen zu ermöglichen, an einem günstigen Markt Geld zu verdienen und ihre Aktien zu diversifizieren

Enthusiasmus, der 1987 zum Absturz führte. Dann drehte sich der Zyklus wieder in die andere Richtung, als die Börsengänge 1988–1990 versiegten. Dieser Mangel trug zum Bullenmarkt der 1990er Jahre bei – und wie aufs Stichwort kam die Wall Street wieder ins Geschäft, neue Aktien zu schaffen, und brachte fast 5.000 Börsengänge auf den Markt. Dann, nach dem Platzen der Blase im Jahr 2000, wurden 2001 nur 88 Börsengänge durchgeführt – die niedrigste Jahressumme seit 1979. In jedem Fall hat sich die Öffentlichkeit an Börsengängen verbrannt, ist mindestens zwei Jahre weggeblieben, aber immer wieder zurückgekehrt eine weitere Verbrüfung. Seit es Aktienmärkte gibt, durchlaufen Anleger diesen manisch-depressiven Zyklus. Bei Amerikas erstem großen IPO-Boom im Jahr 1825 soll ein Mann im Ansturm von Spekulanten, die versuchten, Aktien der neuen Bank of Southwark zu kaufen, zu Tode gequetscht worden sein; Die reichsten Käufer heuerten Schläger an, um sich ihren Weg an die Spitze der Schlange zu bahnen. Tatsächlich hatten Aktien bis 1829 etwa 25 % ihres Wertes verloren.

* Hier beschreibt Graham Bezugsrechtsangebote, bei denen Anleger, die bereits eine Aktie besitzen, gebeten werden, noch mehr Geld aufzubringen, um den gleichen proportionalen Anteil am Unternehmen aufrechtzuerhalten. Diese in Europa noch weit verbreitete Finanzierungsform ist in den USA außer bei geschlossenen Fonds selten geworden.

eigene Finanzen. (Wenn neues Geld für das Unternehmen aufgebracht wird, erfolgt dies häufig über den Verkauf von Vorzugsaktien, wie bereits erwähnt.) Diese Aktivität folgt einem genau definierten Muster, das der Öffentlichkeit aufgrund der Natur der Wertpapiermärkte viele Verluste und Enttäuschungen bringen muss. Die Gefahren ergeben sich sowohl aus der Art der finanzierten Unternehmen als auch aus den Marktbedingungen, die die Finanzierung ermöglichen.

Zu Beginn des Jahrhunderts wurde ein großer Teil unserer führenden Unternehmen in den öffentlichen Handel eingeführt. Im Laufe der Zeit nahm die Zahl der Unternehmen ersten Ranges, die in engem Besitz blieben, stetig ab; Daher konzentrierten sich die ursprünglichen Börsengänge von Stammaktien immer mehr auf relativ kleine Unternehmen. Durch eine unglückliche Korrelation hat das Publikum, das Aktien kauft, im gleichen Zeitraum eine tief verwurzelte Präferenz für die großen Unternehmen und ein ähnliches Vorurteil gegenüber den kleineren Unternehmen entwickelt. Dieses Vorurteil wird, wie viele andere auch, tendenziell schwächer, wenn Bullenmärkte aufgebaut werden; die großen und schnellen Gewinne der Stammaktien als Ganzes reichen aus, um die Kritikfähigkeit des Publikums abzustumpfen, ebenso wie sie seinen Erwerbsinstinkt schärfen. Auch in diesen Perioden gibt es eine ganze Reihe von Unternehmen in Privatbesitz, die sich hervorragender Ergebnisse erfreuen – obwohl die meisten von ihnen keine allzu beeindruckende Bilanz abgeben würden, wenn die Zahlen, sagen wir, zehn Jahre oder mehr zurückgetragen würden.

Setzt man diese Faktoren zusammen, ergeben sich folgende Konsequenzen: Irgendwo in der Mitte des Bullenmarktes tauchen die ersten Börsengänge der Stammaktien auf. Diese sind preislich nicht unattraktiv, und die Käufer der frühen Ausgaben machen einige große Gewinne. Da der Markt weiter steigt, wird diese Art der Finanzierung immer häufiger; die Qualität der Betriebe wird immer schlechter; die geforderten und erzielten Preise grenzen ans Exorbitante. Ein ziemlich zuverlässiges Zeichen für das nahende Ende eines Bullenschwungs ist die Tatsache, dass neue Stammaktien kleiner und unscheinbarer Unternehmen zu Preisen angeboten werden, die für viele mittelständische Unternehmen mit langer Markthistorie etwas höher sind als das aktuelle Niveau. (Es sollte hinzugefügt werden, dass sehr wenig dieser Stammaktienfinanzierung normalerweise von Bankhäusern von erstklassiger Größe und Reputation durchgeführt wird.)*

* Zu Grahams Zeiten hielten sich die renommiertesten Investmentbanken im Allgemeinen vom IPO-Geschäft fern, das als unwürdige Ausbeutung angesehen wurde.

Portfoliopolitik für den unternehmerischen Anleger: Negativer Ansatz 143

Die Achtlosigkeit der Öffentlichkeit und die Bereitschaft der Verkaufsorganisationen, alles zu verkaufen, was sich gewinnbringend verkaufen lässt, kann nur ein Ergebnis haben – den Preisverfall. In vielen Fällen verlieren die Neuemissionen 75 % und mehr ihres Ausgabepreises. Verschärft wird die Situation durch die erwähnte Tatsache, dass das Publikum im Grunde eine regelrechte Abneigung gegen gerade so kleine Ausgaben hat, die es in seinen sorglosen Momenten so gerne gekauft hat. Viele dieser Emissionen fallen proportional so weit unter ihren wahren Wert, wie sie früher über ihm verkauft wurden.

Eine elementare Voraussetzung für den intelligenten Anleger ist die Fähigkeit, den Schmeicheleien von Verkäufern zu widerstehen, die in Bullenmärkten neue Stammaktien anbieten. Selbst wenn ein oder zwei gefunden werden können, die strenge Qualitäts- und Wertprüfungen bestehen, ist es wahrscheinlich eine schlechte Politik, sich in diese Art von Geschäft einzumischen. Natürlich wird der Verkäufer auf viele solcher Emissionen hinweisen, die beachtliche Fortschritte auf dem Markt gemacht haben – einschließlich einiger, die am Tag ihres Verkaufs spektakulär steigen. Aber all das ist Teil der spekulativen Atmosphäre. Es ist leichtes Geld. Für jeden Dollar, den Sie auf diese Weise verdienen, haben Sie Glück, wenn Sie am Ende nur zwei verlieren.

Einige dieser Ausgaben können sich als ausgezeichnete Käufe erweisen – ein paar Jahre später, wenn niemand sie haben will und sie zu einem kleinen Bruchteil ihres wahren Wertes zu haben sind.

In der Ausgabe von 1965 haben wir unsere Erörterung dieses Themas wie folgt fortgesetzt:

Während sich die breiteren Aspekte des Verhaltens der Aktienmärkte seit 1949 für eine Analyse auf der Grundlage langer Erfahrung nicht gut eigneten, verlief die Entwicklung neuer Börsengänge von Stammaktien genau nach altem Rezept. Es ist fraglich, ob wir jemals zuvor so viele Neuemissionen in so geringer Qualität und mit so extremen Kurseinbrüchen angeboten bekommen haben wie wir

naiven Anlegern. Auf dem Höhepunkt des IPO-Booms Ende 1999 und Anfang 2000 sprangen jedoch die größten Investmentbanken der Wall Street mit beiden Beinen ein. Ehrwürdige Firmen legten ihre traditionelle Vorsicht ab und benahmen sich wie betrunkenen Schlamwrestler, die sich bemühten, einem verzweifelt eifrigen Publikum lächerlich überbewertete Aktien aufzuzwingen. Grahams Beschreibung, wie der IPO-Prozess funktioniert, ist ein Klassiker, der Pflichtlektüre im Ethikunterricht im Investmentbanking sein sollte, falls es einen gibt.

1960–1962 erlebt.⁴ Die Fähigkeit des Aktienmarktes als Ganzes, sich schnell von dieser Katastrophe zu lösen, ist in der Tat ein außergewöhnliches Phänomen, das lange verschüttete Erinnerungen an die ähnliche Unverwundbarkeit weckt, die er beim großen Immobilienkollaps in Florida im Jahr 1925 gezeigt hat.

Muss der Wahnsinn mit neuen Aktienangeboten zurückkehren, bevor der gegenwärtige Bullenmarkt sein endgültiges Ende finden kann? Wer weiß? Aber wir wissen, dass ein intelligenter Investor nicht vergessen wird, was 1962 passiert ist, und andere die nächsten schnellen Gewinne in diesem Bereich erzielen lässt und die daraus resultierenden erschütternden Verluste erleiden wird.

Wir folgten diesen Abschnitten in der Ausgabe von 1965, indem wir „Ein schreckliches Beispiel“ zitierten, nämlich den Verkauf von Aktien der Aetna Maintenance Co. für 9 \$ im November 1961. In typischer Weise stiegen die Aktien prompt auf 15 \$; im nächsten Jahr fielen sie auf 23 ¢ und 1964 auf 10 ¢. Die spätere Geschichte dieses Unternehmens war außergewöhnlich und illustriert einige der seltsamen Metamorphosen, die in den letzten Jahren im amerikanischen Geschäft, im Großen und im Kleinen, stattgefunden haben. Die ältere und neuere Geschichte dieses Unternehmens findet der neugierige Leser in Anhang 5.

Es ist keineswegs schwierig, noch erschütterndere Beispiele aus der neueren Version „derselben alten Geschichte“ zu liefern, die die Jahre 1967–1970 abdeckte. Nichts eignet sich besser für unsere Zwecke als der Fall von AAA Enterprises, das zufällig das erste Unternehmen war, das damals in *Stock Guide von Standard & Poor's* gelistet wurde. Die Aktien wurden 1968 für 14 Dollar an die Öffentlichkeit verkauft, stiegen prompt auf 28, wurden aber Anfang 1971 mit düsteren 25 ¢ notiert. (Sogar dieser Preis stellte eine grobe Überbewertung des Unternehmens dar, da es gerade in einem hoffnungslosen Zustand vor das Konkursgericht gegangen war.) Aus der Geschichte dieses Börsengangs lassen sich so viel lernen und so wichtige Warnungen entnehmen, dass wir haben es für eine ausführliche Behandlung unten in Kapitel 17 reserviert.

KOMMENTAR ZU KAPITEL 6

Die Schläge, die Sie verpassen, sind diejenigen, die Sie erschöpfen.

– Boxtrainer Angelo Dundee

Für den aggressiven sowie den defensiven Investor, was Sie nicht tun
Tun ist für Ihren Erfolg genauso wichtig wie das, was Sie tun. In diesem Kapitel listet
Graham seine „Don'ts“ für aggressive Anleger auf. Hier ist eine Liste für heute.

JUN KYAR DD OG S?

Hochverzinsliche Anleihen – die Graham „zweitklassig“ oder „minderwertig“ nennt
und heute „Junk Bonds“ genannt wird – erhalten von Graham eine lebhaftete Ablehnung.
Zu seiner Zeit war es für einen einzelnen Anleger zu kostspielig und umständlich, die
Ausfallrisiken zu diversifizieren.¹ siehe Seitenleiste auf S. 146.)

Heute sind jedoch mehr als 130 Investmentfonds auf Junk Bonds spezialisiert.
Diese Fonds kaufen karrenweise Schrott; Sie halten Dutzende verschiedener
Anleihen. Das mildert Grahams Beschwerden über die Schwierigkeit der
Diversifizierung. (Allerdings bleibt seine Voreingenommenheit gegenüber
hochverzinslichen Vorzugsaktien gültig, da es keine billige und allgemein verfügbare
Möglichkeit gibt, ihre Risiken zu streuen.)

Seit 1978 sind im Jahresdurchschnitt 4,4 % des Junk-Bond-Marktes in Verzug
geraten – aber selbst nach diesen Ausfällen sind Junk-Bonds in Zahlungsverzug geraten

¹ In den frühen 1970er Jahren, als Graham schrieb, gab es weniger als ein Dutzend
Junk-Bond-Fonds, von denen fast alle Verkaufsprovisionen von bis zu 8,5 % verlangten;
einige verlangten von Anlegern sogar eine Gebühr für das Privileg, ihre monatlichen
Dividenden wieder in den Fonds zu reinvestieren.

EINE WELT DER VERLETZUNG FÜR WORLDCOM-ANLEIHEN

Eine Anleihe nur wegen ihrer Rendite zu kaufen ist, als würde man nur wegen des Sex heiraten. Wenn das, was Sie ursprünglich angezogen hat, versiegt, werden Sie sich fragen: „Was gibt es sonst noch?“ Wenn die Antwort „Nichts“ lautet, enden Ehepartner und Anleihegläubiger gleichermaßen mit gebrochenen Herzen.

Am 9. Mai 2001 verkaufte WorldCom, Inc. das größte Angebot an Anleihen in der US-Unternehmensgeschichte – im Wert von 11,9 Milliarden US-Dollar. Zu den eifrigen Biebern, die von den Renditen von bis zu 8,3 % angezogen wurden, gehörte das California Public Employees' Retirement System, einer der größten Pensionsfonds der Welt; Retirement Systems of Alabama, dessen Manager später erklärten, dass „die höheren Renditen“ „für uns zum Zeitpunkt ihres Kaufs sehr attraktiv“ waren; und der Strong Corporate Bond Fund, dessen Co-Manager die satte Rendite von WorldCom so sehr schätzte, dass er prahlte: „Wir bekommen mehr als genug zusätzliches Einkommen für das Risiko.“¹ Aber selbst ein 30-sekündiger

Blick auf den Anleiheprospekt von WorldCom hätte gezeigt, dass diese Anleihen nichts zu bieten hatten als ihre Rendite – und alles zu verlieren. In zwei der vorangegangenen fünf Jahre blieben die Vorsteuereinnahmen von WorldCom (die Gewinne des Unternehmens, bevor es seine Beiträge an die IRS zahlte) um 4,1 Milliarden US-Dollar hinter den Fixkosten (den Kosten für die Zahlung von Zinsen an seine Anleihegläubiger) zurück. WorldCom könnte diese Anleihezahlungen nur decken, indem es mehr Geld von Banken leiht. Und jetzt, mit dieser gewaltigen neuen Portion Anleihen, erhöhte WorldCom seine Zinskosten um weitere 900 Millionen Dollar pro Jahr!² Wie Mr.

Kreosot in Monty Pythons The Meaning of Life, WorldCom hat sich bis zum Bersten vollgestopft.

Keine Rendite könnte jemals hoch genug sein, um einen Investor dafür zu entschädigen, dass er eine solche Explosion riskiert. Die WorldCom-Anleihen brachten einige Monate satte Renditen von bis zu 8 %. Dann bot die Ausbeute, wie Graham vorhergesagt hätte, plötzlich keinen Schutz mehr:

- WorldCom meldete im Juli 2002 Konkurs an. •

WorldCom gab im August 2002 zu, zu viel angegeben zu haben

seine Einnahmen um mehr als 7 Milliarden US-Dollar.³

- Die Anleihen von WorldCom gerieten in Verzug, als das Unternehmen seine Zinskosten nicht mehr decken konnte; die Anleihen verloren mehr als 80 % ihres ursprünglichen Wertes.

1 Siehe www.calpers.ca.gov/whatshap/hottopic/worldcom_faqs.htm und www.calpers.ca.gov/whatsnew/press/2002/0716a.htm; Retirement Systems of Alabama Quarterly Investment Report für den 31. Mai 2001 unter www.rsa.state.al.us/Investments/quarterlybericht.htm; und John Bender, Co-Manager des Strong Corporate Bond Fund, zitiert in www.businessweek.com/magazine/content/01_22/b3734118.htm.

2 Diese Zahlen stammen alle aus dem Prospekt oder Verkaufsdokument von WorldCom für das Anleiheangebot. Es wurde am 11. Mai 2001 eingereicht und kann unter www.sec.gov/edgar/searchedgar/companysearch.html eingesehen werden (im Fenster „Firmenname“ „WorldCom“ eingeben). Selbst ohne das heutige 20/20-Wissen im Nachhinein, dass die Gewinne von WorldCom in betrügerischer Absicht überbewertet wurden, hätte das Anleiheangebot von WorldCom Graham entsetzt.

3 Dokumentation zum Zusammenbruch von WorldCom finden Sie unter www.worldcom.com/infodesk.

brachten immer noch eine annualisierte Rendite von 10,5 %, gegenüber 8,6 % für 10-jährige US-Staatsanleihen.² Leider verlangen die meisten Junk-Bond-Fonds hohe Gebühren und sind schlecht darin, den ursprünglichen Kapitalbetrag Ihrer Anlage zu bewahren. Ein Junk-Fonds könnte angemessen sein, wenn Sie im Ruhestand sind, nach einem zusätzlichen monatlichen Einkommen suchen, um Ihre Rente zu ergänzen, und vorübergehende Wertverluste tolerieren können. Wenn Sie bei einer Bank oder einem anderen Finanzunternehmen arbeiten, könnte ein starker Zinsanstieg Ihre Gehaltserhöhung einschränken oder sogar Ihre Arbeitsplatzsicherheit gefährden – daher könnte ein Junk-Fonds, der bei steigenden Zinsen tendenziell besser abschneidet als die meisten anderen Rentenfonds, sinnvoll sein als Gegengewicht in Ihrem 401(k). Ein Junk-Bond-Fonds ist jedoch nur eine untergeordnete Option – keine Verpflichtung – für den intelligenten

² Edward I. Altman und Gaurav Bana, „Defaults and Returns on High Yield Bonds“, Forschungsbericht, Stern School of Business, New York University, 2002.

DAS WODKA-UND-B URRITO-P ORTFOLIO

Graham betrachtete Auslandsanleihen als keine bessere Wette als Junk-Bonds.³ Heutzutage mag jedoch eine Variante ausländischer Anleihen für Anleger attraktiv sein, die ein hohes Maß an Risiko aushalten können. Etwa ein Dutzend Investmentfonds sind auf Anleihen spezialisiert, die in Schwellenländern (oder sogenannten „Dritte-Welt-Ländern“) wie Brasilien, Mexiko, Nigeria, Russland und Venezuela begeben werden. Kein vernünftiger Investor würde mehr als 10 % eines gesamten Anleihenportfolios in pikante Bestände wie diese investieren. Aber Emerging Markets-Anleihenfonds bewegen sich selten synchron mit dem US-Aktienmarkt, daher gehören sie zu den seltenen Anlagen, die wahrscheinlich nicht fallen werden, nur weil der Dow fällt. Das kann Ihnen eine kleine Ecke des Komforts in Ihrem Portfolio geben, gerade wenn Sie es am meisten brauchen.⁴

DEN TOD EINES TRADERS STERBEN

Wie wir bereits in Kapitel 1 gesehen haben, ist Daytrading – das Halten von Aktien für ein paar Stunden am Stück – eine der besten Waffen, die je erfunden wurde, um finanziellen Selbstmord zu begehen. Einige Ihrer Trades können Geld verdienen, die meisten Ihrer Trades werden Geld verlieren, aber Ihr Broker wird immer Geld verdienen.

Und Ihr eigener Eifer, eine Aktie zu kaufen oder zu verkaufen, kann Ihre Rendite schmälern. Jemand, der unbedingt eine Aktie kaufen möchte, muss am Ende leicht 10 Cent über dem letzten Aktienkurs bieten, bevor Verkäufer bereit sind, sich davon zu trennen. Diese zusätzlichen Kosten, die als „Marktauswirkungen“ bezeichnet werden, erscheinen nie auf Ihrer Maklerabrechnung, sind aber real. Wenn Sie übereifrig sind, 1.000 Aktien einer Aktie zu kaufen, und Sie ihren Preis treiben

3 Graham kritisierte Auslandsanleihen nicht leichtfertig, da er zu Beginn seiner Karriere mehrere Jahre damit verbrachte, als in New York ansässiger Anleiheagent für Kreditnehmer in Japan zu fungieren.

4 Zwei kostengünstige, gut geführte Emerging-Markets-Anleihenfonds sind der Fidelity New Markets Income Fund und der T. Rowe Price Emerging Markets Bond Fund; Weitere Informationen finden Sie unter www.fidelity.com, www.troweprice.com und www.morgenstern.com. Kaufen Sie keine Emerging-Markets-Anleihenfonds mit jährlichen Betriebskosten von mehr als 1,25 %, und seien Sie gewarnt, dass einige dieser Fonds kurzfristige Rücknahmegebühren erheben, um Anleger davon abzuhalten, sie weniger als drei Monate zu halten.

um nur fünf Cent erhöht, haben Sie sich gerade unsichtbare, aber sehr reale 50 Dollar gekostet. Auf der anderen Seite, wenn panische Anleger verzweifelt versuchen, eine Aktie zu verkaufen, und sie sie für weniger als den letzten Preis abstoßen, schlagen die Auswirkungen auf den Markt erneut zu.

Die Kosten des Handels verschleißten Ihre Erträge wie so viele Schleifpapiere. Der Kauf oder Verkauf einer heißen kleinen Aktie kann 2 % bis 4 % kosten (oder 4 % bis 8 % für eine „Roundtrip“-Kauf- und Verkaufstransaktion) . rund 40 \$, bevor Sie überhaupt anfangen. Verkaufen Sie die Aktie, und Sie könnten weitere 4 % an Handelskosten bezahlen.

Oh ja – da ist noch etwas. Wenn Sie handeln, anstatt zu investieren, verwandeln Sie langfristige Gewinne (mit einem maximalen Kapitalertragssatz von 20 % besteuert) in ordentliches Einkommen (mit einem maximalen Steuersatz von 38,6 % besteuert).

Wenn man alles zusammenzählt, muss ein Aktienhändler mindestens 10 % gewinnen, nur um beim Kauf und Verkauf einer Aktie die Gewinnschwelle zu erreichen.⁶ Jeder kann das einmal schaffen, allein durch Glück. Es oft genug zu tun, um die zwanghafte Aufmerksamkeit zu rechtfertigen, die es erfordert – plus den alptraumhaften Stress, den es erzeugt – ist unmöglich.

Tausende von Menschen haben es versucht, und die Beweise sind eindeutig: Die Je mehr Sie handeln, desto weniger behalten Sie.

Die Finanzprofessoren Brad Barber und Terrance Odean von der University of California untersuchten die Handelsaufzeichnungen von mehr als 66.000 Kunden eines großen Discount-Maklerunternehmens. Von 1991 bis 1996 haben diese Kunden mehr als 1,9 Millionen Trades getätigt. Bevor die Kosten für den Handel auf ihre Renditen geschmiegelt wurden, übertrafen die Personen in der Studie den Markt tatsächlich um durchschnittlich mindestens einen halben Prozentpunkt pro Jahr. Aber nach Handelskosten sind die aktivsten dieser Händler – die mehr als 20 % ihrer Aktienbestände pro verschoben haben

5 Die maßgebliche Quelle für Maklergebühren ist die Plexus Group in Santa Monica, Kalifornien, und ihre Website www.plexusgroup.com. Plexus argumentiert überzeugend, dass, ebenso wie der größte Teil der Masse eines Eisbergs unter der Meeresoberfläche liegt, der Großteil der Maklerkosten unsichtbar ist – was die Anleger zu der Annahme verleitet, dass ihre Handelskosten unbedeutend sind, wenn die Provisionskosten niedrig sind. Die Kosten für den Handel mit NASDAQ-Aktien sind für Einzelpersonen erheblich höher als die Kosten für den Handel mit an der NYSE notierten Aktien (siehe Seite 128, Fußnote 5).

6 Die realen Bedingungen sind noch härter, da wir in diesem Beispiel die staatlichen Einkommensteuern ignorieren.

Monat – vom Schlagen des Marktes hin zu einer Underperformance von miserablen 6,4 Prozentpunkten pro Jahr. Die geduldigsten Anleger jedoch – die in einem durchschnittlichen Monat mit winzigen 0,2 % ihrer gesamten Bestände handelten – schafften es, den Markt sogar nach Abzug ihrer Handelskosten um ein Haar zu übertreffen. Anstatt einen großen Teil ihrer Gewinne an ihre Makler und die IRS zu verschenken, durften sie fast alles behalten.⁷ Einen Blick auf diese Ergebnisse werfen Sie bitte in Abbildung 6-1 ein.

Die Lektion ist klar: Tu nicht einfach etwas, steh da. Es ist an der Zeit, dass jeder anerkennt, dass der Begriff „langfristiger Investor“ überflüssig ist. Ein langfristiger Investor ist die einzige Art von Investor, die es gibt. Wer Aktien nicht länger als ein paar Monate am Stück halten kann, ist dazu verdammt, nicht als Sieger, sondern als Opfer zu enden.

DER FRÜHVOGEL ETS WO RMED

Unter den Toxinen, die in den 1990er Jahren das Bewusstsein der Anleger vergifteten, um schnell reich zu werden, war die Idee, dass man durch den Kauf von Börsengängen Vermögen aufbauen kann, eine der tödlichsten. Ein Börsengang ist ein „Börsengang“ oder der erste Verkauf von Aktien eines Unternehmens an die Öffentlichkeit. Auf den ersten Blick klingt die Investition in IPOs nach einer großartigen Idee – wenn Sie schließlich 100 Aktien von Microsoft gekauft hätten, als es am 13. März 1986 an die Börse ging, wäre Ihre Investition von 2.100 US-Dollar bis Anfang 2003 auf 720.000 US-Dollar angewachsen.⁸ Und Finanzprofessor Jay Ritter und William Schwert haben gezeigt, dass, wenn Sie im Januar 1960 bei jedem IPO zum Ausgabepreis insgesamt nur 1.000 Dollar verteilt hätten, am Ende des Monats ausverkauft, dann in jedem folgenden Monat neu in die IPO-Ernte investiert hätten Portfolio bis Ende 2001 mehr als 533 Dezillionen Dollar wert gewesen wäre.

(Auf der gedruckten Seite sieht das so aus:

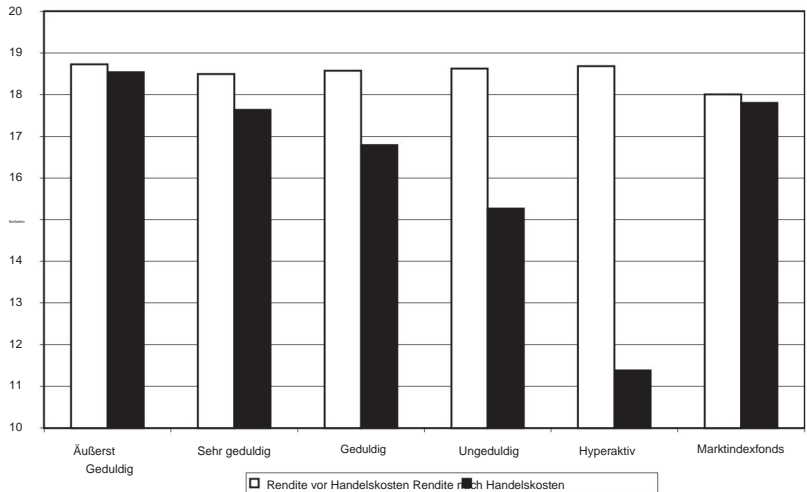
533.000.000.000.000.000.000.000.000.000.000.000.000.000 \$.)

⁷ Die Ergebnisse von Barber und Odean sind unter <http://faculty.haas.berkeley.edu/odean/Current%20Research.htm> und <http://faculty.gsm.ucdavis.edu/~bmbarber/research/default.html>. Zahlreiche Studien haben übrigens nahezu identische Ergebnisse bei professionellen Vermögensverwaltern gefunden – das Problem ist also nicht auf „naive“ Personen beschränkt.

⁸ Siehe www.microsoft.com/msft/stock.htm, „IPO-Investitionerergebnisse“.

ABBILDUNG 6-1

Je schneller du läufst, desto hinterher kommst du



Die Forscher Brad Barber und Terrance Odean teilten Tausende von Händlern ein fünf Stufen, je nachdem, wie oft sie ihre Bestände umgetauscht haben. Diejenigen, die gehandelt haben die wenigsten (auf der linken Seite) behielten den größten Teil ihrer Gewinne. Aber die Ungeduldigen und Hyperaktiven Trader machten ihre Makler reich, nicht sich selbst. (Die Balken ganz rechts zeigen a Marktindexfonds zum Vergleich.)

Quelle: Profs. Brad Barber, University of California at Davis, und Terrance Odean, University of California at Berkeley

Leider entpuppt sich das für jeden Börsengang wie Microsoft als ganz groß Gewinner, es gibt Tausende von Verlierern. Die Psychologen Daniel Kahneman und Amos Tversky haben gezeigt, dass wir, wenn Menschen die Wahrscheinlichkeit oder Häufigkeit eines Ereignisses schätzen, dieses Urteil nicht auf der Grundlage treffen wie oft das Ereignis tatsächlich stattgefunden hat, sondern wie lebendig die Vergangenheit ist Beispiele sind. Wir alle wollen „das nächste Microsoft“ kaufen – genau weil wir wissen, dass wir es verpasst haben, das erste Microsoft zu kaufen. Aber wir übersehen bequemerweise die Tatsache, dass die meisten anderen IPOs schlechte Investitionen waren. Sie hätten diesen Gewinn von 533 Dezillionen Dollar nur verdienen können, wenn Sie nie einen einzigen der seltenen Gewinner des IPO-Marktes verpasst – eine Praxis

kalische Unmöglichkeit. Schließlich werden die meisten der hohen Renditen bei Börsengängen von Mitgliedern eines exklusiven privaten Clubs erzielt – den großen Investmentbanken und Fondshäusern, die Aktien zum ursprünglichen (oder „übertragenen“) Preis erhalten, bevor die Aktien in den öffentlichen Handel aufgenommen werden. Die größten „Run-Ups“ treten oft bei Aktien auf, die so klein sind, dass selbst viele große Investoren keine Aktien bekommen können; es gibt einfach nicht genug um herumzukommen.

Wenn Sie, wie fast jeder Investor, erst Zugang zu Börsengängen erhalten, nachdem ihre Aktien über den exklusiven Anfangspreis geschossen sind, werden Ihre Ergebnisse schrecklich sein. Wenn Sie von 1980 bis 2001 den durchschnittlichen Börsengang zu seinem ersten öffentlichen Schlusskurs gekauft und drei Jahre lang gehalten hätten, hätten Sie den Markt jährlich um mehr als 23 Prozentpunkte untertroffen.⁹ Vielleicht verkörpert keine Aktie den Wunschtraum, reich zu werden von Börsengängen besser als VA Linux. „LINUX THE

NEXT MSFT“, frohlockte ein früher Besitzer; „KAUFEN SIE JETZT UND GEHEN SIE IN FÜNF JAHREN ZURÜCK.“ 10 Am 9. Dezember 1999 wurde die Aktie zu einem Erstausgabepreis von 30 \$ platziert. Aber die Nachfrage nach den Aktien war so heftig, dass bei der Eröffnung der NASDAQ an diesem Morgen keiner der ursprünglichen Besitzer von VA Linux irgendwelche Aktien abgeben würde, bis der Preis 299 \$ erreichte. Die Aktie erreichte ihren Höchststand bei 320 \$ und schloss bei 239,25 \$, ein Gewinn von 697,5 % an einem einzigen Tag. Aber dieser Gewinn wurde nur von einer Handvoll institutioneller Trader erzielt; Einzelanleger wurden fast vollständig eingefroren.

Noch wichtiger ist, dass der Kauf von Börsengängen eine schlechte Idee ist, weil er offenkundig gegen eine der grundlegendsten Regeln von Graham verstößt: Egal, wie viele andere Leute eine Aktie kaufen wollen, Sie sollten nur kaufen, wenn die Aktie eine billige Möglichkeit ist, ein begehrenswertes Unternehmen zu besitzen. Zum Höchstkurs am ersten Tag bewerteten Investoren die Aktien von VA Linux mit insgesamt 12,7 Milliarden US-Dollar. Was war das Geschäft des Unternehmens wert? Weniger als fünf Jahre alt, hatte VA Linux seine Software und Dienste im Gesamtwert von 44 Millionen US-Dollar verkauft – dabei aber 25 Millionen US-Dollar verloren. In seinem letzten Geschäftsquartal hatte VA Linux jedoch einen Umsatz von 15 Millionen US-Dollar erwirtschaftet

9 Jay R. Ritter und Ivo Welch, „A Review of IPO Activity, Pricing, and Allocations“, Journal of Finance, August 2002, p. 1797. Website von Ritter unter <http://bear.cba.ufl.edu/ritter/> und Homepage von Welch unter <http://welch.som.yale.edu/>, sind Goldminen an Daten für alle, die an Börsengängen interessiert sind.

10 Nachricht Nr. 9, gepostet von „GoldFingers69“, auf dem VA Linux (LINUX) Message Board unter messages.yahoo.com, datiert vom 16. Dezember 1999. MSFT ist das Tickersymbol für Microsoft Corp.

hatte 10 Millionen Dollar an ihnen verloren. Dieses Unternehmen verlor also fast 70 Cent für jeden Dollar, den es einnahm. Das kumulierte Defizit von VA Linux (der Betrag, um den seine Gesamtausgaben seine Einnahmen überstiegen hatten) betrug 30 Millionen Dollar.

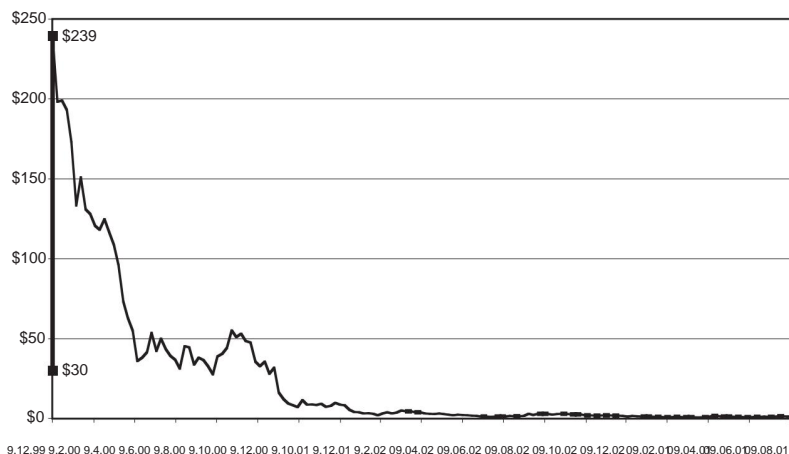
Wenn VA Linux ein privates Unternehmen wäre, das dem Typen gehört, der nebenan wohnt, und er sich über den Lattenzaun beugen und Sie fragen würde, wie viel Sie zahlen würden, um ihm sein angeschlagenes kleines Geschäft aus den Händen zu nehmen, würden Sie antworten: „Oh, 12,7 Milliarden Dollar klingt ungefähr richtig für mich“? Oder würden Sie stattdessen höflich lächeln, sich wieder Ihrem Grill zuwenden und sich fragen, was um alles in der Welt Ihr Nachbar geraucht hat? Wenn wir uns ausschließlich auf unser eigenes Urteilsvermögen verlassen, würde keiner von uns dabei erwischt werden, fast 13 Milliarden US-Dollar für einen Geldverlierer zu zahlen, der bereits 30 Millionen US-Dollar im Loch war.

Aber wenn wir öffentlich statt privat sind, wenn die Bewertung plötzlich zu einem Popularitätswettbewerb wird, scheint der Kurs einer Aktie wichtiger zu sein als der Wert des Unternehmens, das sie repräsentiert. Solange jemand anderes noch mehr für eine Aktie bezahlt als Sie, warum spielt der Wert des Unternehmens eine Rolle?

Dieses Diagramm zeigt, warum es wichtig ist.

ABBILDUNG 6-2

Die Legende von VA Linux



Nachdem VA Linux an diesem ersten Handelstag wie eine Flaschenrakete aufgestiegen war, stürzte es wie ein gebutterter Ziegelstein ab. Am 9. Dezember 2002, auf den Tag genau drei Jahre nachdem die Aktie bei 239,50 \$ stand, schloss VA Linux bei 1,19 \$ pro Aktie.

Bei objektiver Abwägung der Beweise sollte der intelligente Investor zu dem Schluss kommen, dass IPO nicht nur für „Börsengang“ steht. Genauer gesagt ist es auch eine Abkürzung für:

Es ist wahrscheinlich
übersteuert, nur imaginäre
Gewinne, die private Gelegenheit von
Insidern oder idiotisch, absurd und unverschämt.

KAPITEL 7

Portfoliopolitik für Unternehmer

Investor: Die positive Seite

Der unternehmungslustige Investor wird definitionsgemäß einen beträchtlichen Teil seiner Aufmerksamkeit und Bemühungen darauf verwenden, ein besseres als das 08/15-Anlageergebnis zu erzielen. In unserer Erörterung der allgemeinen Anlagepolitik haben wir einige Vorschläge zu *Anleihenanlagen* gemacht, die sich hauptsächlich an den unternehmerischen Anleger richten. Er könnte an besonderen Gelegenheiten der folgenden Art interessiert sein:

- (1) Steuerfreie Anleihen der New Housing Authority, effektiv garantiert von der Regierung der Vereinigten Staaten.
- (2) Steuerpflichtige, aber hochverzinsliche Anleihen der Neuen Gemeinschaft, die ebenfalls von der Regierung der Vereinigten Staaten garantiert werden.
- (3) Steuerfreie Industriefinanzen, die von Kommunen ausgegeben, aber durch Pachtzahlungen von starken Unternehmen bedient werden.

Auf diese ungewöhnlichen Arten von Anleiheemissionen wurde in Kapitel 4 verwiesen.* Am anderen Ende des Spektrums können Anleihen geringerer Qualität zu so niedrigen Preisen erhältlich sein, dass sie echte Schnäppchenchancen darstellen. Diese würden jedoch in den Bereich „Sondersituationen“ gehören, in dem keine wirkliche Unterscheidung zwischen Anleihen und Stammaktien besteht.†

* Wie bereits erwähnt (siehe S. 96, Fußnote †), werden die Anleihen New Housing Authority und New Community nicht mehr ausgegeben. † Heute werden diese „Anleihen geringerer Qualität“ im Bereich „Sondersituation“ als Distressed oder Defaulted Bonds bezeichnet. Wenn ein Unternehmen in (bzw

Operationen in Stammaktien

Die für den unternehmerischen Investor besonders charakteristischen Aktivitäten im Stammaktienbereich kann in vier Kategorien eingeteilt werden:

1. Kaufen in niedrigen Märkten und Verkaufen in hohen Märkten 2. Kauf sorgfältig ausgewählter „Wachstumsaktien“
3. Schnäppchenkäufe verschiedener Art 4. Einkaufen in „Sondersituationen“

Allgemeine Marktpolitik – Formel-Timing

Wir behalten uns für das nächste Kapitel unsere Erörterung der Möglichkeiten und Grenzen einer Politik vor, in den Markt einzutreten, wenn er depressiv ist und in den fortgeschrittenen Stadien eines Booms ausverkauft. In der Vergangenheit erschien diese gute Idee viele Jahre lang sowohl einfach als auch machbar, zumindest bei der ersten Betrachtung eines Marktdiagramms, das seine periodischen Schwankungen abdeckt. Wir haben bereits reuevoll zugegeben, dass sich das Marktgeschehen in den letzten 20 Jahren auf mathematischer Grundlage nicht für Operationen dieser Art eignet. Die aufgetretenen Schwankungen sind zwar nicht unerheblich, hätten aber ein besonderes Talent oder „Gefühl“ für den Handel erfordert, um sie auszunutzen. Das ist etwas ganz anderes als die Intelligenz, die wir bei unseren Lesern annehmen, und wir müssen Operationen, die auf solchen Fähigkeiten beruhen, aus unserem Aufgabenbereich ausschließen.

Der 50-50-Plan, den wir dem defensiven Investor vorgeschlagen und auf S. 90, ist ungefähr die beste spezifische oder automatische Formel, die wir allen Anlegern unter den Bedingungen von 1972 empfehlen können. Aber wir haben uns einen großen Spielraum zwischen den 25 % Mini bewahrt

nahenden) Konkurs, werden seine Stammaktien im Wesentlichen wertlos, da das US-Konkursrecht den Anleihegläubigern einen viel stärkeren Rechtsanspruch einräumt als den Aktionären. Wenn sich das Unternehmen jedoch erfolgreich reorganisiert und aus der Insolvenz herauskommt, erhalten die Anleihegläubiger häufig Aktien der neuen Firma, und der Wert der Anleihen erholt sich normalerweise, sobald das Unternehmen wieder in der Lage ist, Zinsen zu zahlen. Daher können die Anleihen eines angeschlagenen Unternehmens fast so gut abschneiden wie die Stammaktien eines gesunden Unternehmens. In diesen besonderen Situationen besteht, wie Graham es ausdrückt, „keine wirkliche Unterscheidung zwischen Anleihen und Stammaktien“.

Mutter und das Maximum von 75 % in Stammaktien, das wir jenen Anlegern zugestehen, die entweder von der Gefahr oder der Attraktivität des allgemeinen Marktniveaus fest überzeugt sind. Vor etwa 20 Jahren war es möglich, eine Reihe klar umrissener Formeln zum Variieren des Prozentsatzes, der in Stammaktien gehalten wird, ausführlich zu diskutieren, in der Zuversicht, dass diese Pläne von praktischem Nutzen waren.¹ Die Zeiten solcher Ansätze scheinen vorbei zu sein, und so weiter. Es wäre wenig sinnvoll, neue Niveaus für Käufe und Verkäufe aus den Marktmustern seit 1949 zu bestimmen. Das ist ein zu kurzer Zeitraum, um einen zuverlässigen Leitfaden für die Zukunft zu liefern.*

Growth-Stock-Ansatz

Jeder Anleger möchte die Aktien von Unternehmen auswählen, die sich über einen Zeitraum von Jahren besser entwickeln als der Durchschnitt. Eine Wachstumsaktie kann als eine definiert werden, die dies in der Vergangenheit getan hat und dies voraussichtlich auch in Zukunft tun wird.² Daher erscheint es nur logisch, dass sich der intelligente Anleger auf die Auswahl von Wachstumsaktien konzentrieren sollte. Tatsächlich ist die Sache komplizierter, wie wir zu zeigen versuchen werden.

Es ist eine reine statistische Pflicht, Unternehmen zu identifizieren, die in der Vergangenheit „den Durchschnitt übertroffen“ haben. Eine Liste mit 50 oder 100 solcher Unternehmen kann der Investor bei seinem Makler erhalten.† Warum sollte er sich dann nicht einfach die 15 oder 20 wahrscheinlichsten Emissionen dieser Gruppe herausuchen und siehe da! er hat ein garantiert erfolgreiches aktienportfolio?

* Beachten Sie sehr sorgfältig, was Graham hier sagt. Als er 1972 schrieb, behauptet er, dass der Zeitraum seit 1949 – eine Zeitspanne von mehr als 22 Jahren – ein zu kurzer Zeitraum ist, um verlässliche Schlussfolgerungen zu ziehen! Mit seiner Beherrschung der Mathematik vergisst Graham nie, dass objektive Schlussfolgerungen sehr lange Stichproben aus großen Datenmengen erfordern. Die Scharlatane, die mit „zeiterproben“ Spielereien bei der Aktienauswahl hausieren gehen, stützen ihre Erkenntnisse fast immer auf kleinere Stichproben, als Graham jemals akzeptieren würde. (Graham verwendete oft 50-Jahres-Zeiträume, um vergangene Daten zu analysieren.) † Heute kann der unternehmungslustige Investor eine solche Liste über das Internet zusammenstellen, indem er Websites wie www.morningstar.com (probieren Sie das Stock Quickrank-Tool) oder www.quicken.com/investments/stocks/search/full und <http://yahoo.marketguide.com>.

Diese einfache Idee hat zwei Haken. Erstens werden Stammaktien mit guter Bilanz und scheinbar guten Aussichten zu entsprechend hohen Kursen verkauft. Der Anleger kann mit seiner Einschätzung seiner Aussichten richtig liegen und dennoch nicht besonders gut abschneiden, nur weil er den erwarteten Wohlstand vollständig (und vielleicht zu viel) bezahlt hat. Zweitens könnte sich sein Urteil über die Zukunft als falsch erweisen. Ein ungewöhnlich schnelles Wachstum kann nicht ewig mithalten; wenn ein Unternehmen bereits eine fulminante Expansion verzeichnet hat, erschwert schon seine Größenzunahme eine Wiederholung des Erfolgs. Irgendwann flacht die Wachstumskurve ab und zeigt in vielen Fällen nach unten.

Es ist offensichtlich, dass man, wenn man sich auf einige ausgewählte Beispiele beschränkt, im Nachhinein zeigen könnte, dass man im Bereich der Wachstumsaktien leicht Vermögen machen oder verlieren kann. Wie kann man die hier erhältlichen Gesamtergebnisse fair beurteilen? Aus einer Untersuchung der Ergebnisse der auf den Growth-Aktien-Ansatz spezialisierten Anlagefonds lassen sich unseres Erachtens einigermaßen fundierte Schlussfolgerungen ziehen. Das maßgebliche Handbuch mit dem Titel „*Investment Companies*“, das jährlich von Arthur Wiesenberger & Company, Mitgliedern der New York Stock Exchange, herausgegeben wird, berechnet die jährliche Wertentwicklung von etwa 120 solcher „Wachstumsfonds“ über einen Zeitraum von Jahren. Davon haben 45 Aufzeichnungen über zehn Jahre oder mehr. Der durchschnittliche Gesamtgewinn für diese Unternehmen – ungewichtet nach Fondsgröße – beläuft sich für das Jahrzehnt 1961–1970 auf 108 %, verglichen mit 105 % für den S & P Composite und 83 % für den DJIA.³ In den zwei Jahren 1969 und 1970 schnitt die Mehrheit der 126 „Wachstumsfonds“ schlechter ab als jeder Index. Ähnliche Ergebnisse wurden in unseren früheren Studien gefunden. Die Implikation hier ist, dass diversifizierte Investitionen in Wachstumsunternehmen im Vergleich zu Stammaktien im Allgemeinen keine herausragende

* In den 10 Jahren bis zum 31. Dezember 2002 verdienten Fonds, die in große Wachstumsunternehmen investierten – das heutige Äquivalent zu dem, was Graham „Wachstumsfonds“ nennt – jährlich durchschnittlich 5,6 % und schnitten damit durchschnittlich 3,7 Prozentpunkte schlechter ab als der gesamte Aktienmarkt Jahr. Allerdings schnitten „großwertige“ Fonds, die in preiswertere große Unternehmen investieren, im gleichen Zeitraum ebenfalls schlechter ab als der Markt (um einen vollen Prozentpunkt pro Jahr). Ist das Problem lediglich, dass Wachstumsfonds nicht verlässlich selektieren?

Es besteht keinerlei Grund zu der Annahme, dass der durchschnittliche intelligente Anleger selbst mit viel Hingabe über die Jahre hinweg bessere Ergebnisse mit dem Kauf von Wachstumsaktien erzielen kann als die darauf spezialisierten Investmentgesellschaften. Sicherlich verfügen diese Organisationen über mehr Verstand und bessere Forschungseinrichtungen als Sie. Von der üblichen Form des Wachstumsaktien-Engagements für den unternehmerischen Investor* ist daher abzuraten.* Bei diesem Engagement werden die hervorragenden Aussichten am Markt voll anerkannt und spiegeln sich bereits in einem aktuellen Kurs-Gewinn-Verhältnis von beispielsweise über 20 wider (Für den defensiven Investor haben wir als Obergrenze für den Kaufpreis das 25-fache des durchschnittlichen Einkommens der letzten sieben Jahre vorgeschlagen. Die beiden Kriterien wären in den meisten Fällen etwa gleichwertig.)†

Aktien, die in Zukunft besser abschneiden als der Markt? Oder übersteigen die hohen Kosten für den Betrieb eines durchschnittlichen Fonds (egal, ob er Wachstums- oder „Value“-Unternehmen kauft) jede zusätzliche Rendite, die die Manager mit ihrer Aktienauswahl erzielen können?

Um die Fondsperformance nach Typ zu aktualisieren, siehe www.morningstar.com, „Category Returns“. Eine aufschlussreiche Erinnerung daran, wie vergänglich die Wertentwicklung verschiedener Anlagestile sein kann, finden Sie unter www.callan.com/resource/periodic_table/pertable.pdf.

* Graham macht diesen Punkt, um Sie daran zu erinnern, dass ein „unternehmungslustiger“ Investor nicht derjenige ist, der überdurchschnittlich riskiert oder „aggressiv wachsende“ Aktien kauft; Ein unternehmungslustiger Investor ist einfach jemand, der bereit ist, zusätzliche Zeit und Mühe in die Recherche seines oder ihres Portfolios zu investieren. † Beachten Sie, dass Graham darauf besteht, das Kurs-Gewinn-Verhältnis auf der Grundlage eines mehrjährigen Durchschnitts früherer Gewinne zu berechnen. Auf diese Weise verringern Sie die Wahrscheinlichkeit, dass Sie den Wert eines Unternehmens aufgrund eines vorübergehend hohen Profitabilitätsschubs überschätzen. Stellen Sie sich vor, ein Unternehmen hat in den letzten 12 Monaten 3 US-Dollar pro Aktie verdient, aber in den letzten sechs Jahren durchschnittlich nur 50 Cent pro Aktie. Welche Zahl – die plötzlichen 3 \$ oder die konstanten 50 Cent – repräsentiert eher einen nachhaltigen Trend? Beim 25-fachen der 3 US-Dollar, die es im letzten Jahr verdient hat, würde die Aktie 75 US-Dollar kosten. Aber beim 25-fachen des durchschnittlichen Gewinns der letzten sieben Jahre (6 US-Dollar Gesamtgewinn geteilt durch sieben entspricht 85,7 Cent pro Aktie des durchschnittlichen Jahresgewinns) würde die Aktie nur 21,43 US-Dollar kosten. Welche Zahl Sie wählen, macht einen großen Unterschied.

Schließlich ist es erwähnenswert, dass die heute an der Wall Street vorherrschende Methode – die Kurs-Gewinn-Verhältnisse hauptsächlich auf den „Gewinnen des nächsten Jahres“ basieren – so wäre

Das Auffallende an den Wachstumsaktien als Klasse ist ihre Tendenz zu starken Schwankungen des Marktpreises. Dies gilt für die größten und am längsten etablierten Unternehmen – wie General Electric und International Business Machines – und noch mehr

neuere und kleinere erfolgreiche Unternehmen. Sie illustrieren unsere These dass das Hauptmerkmal des Aktienmarktes seit 1949 gewesen ist

die Injektion eines hochspekulativen Elements in die Aktien der Unternehmen, die die glänzendsten Erfolge erzielt haben, und welche selbst hätten Anspruch auf ein hohes Investment-Rating. (Ihr Die Bonität ist am besten und sie zahlen die niedrigsten Zinsen auf ihre Kredite.) Das Investitionskaliber eines solchen *Unternehmens* kann sich über einen langen Zeitraum von Jahren nicht ändern, aber die Risikoeigenschaften seiner *Aktie* werden davon abhängen, was mit ihm auf dem Aktienmarkt passiert. Je mehr Begeisterung die Öffentlichkeit dafür entwickelt und desto schneller sein Fortschritt im Vergleich zum tatsächlichen Wachstum seines Einkommens, der Je riskanter es wird, desto riskanter wird es.*

Aber ist es nicht wahr, mag sich der Leser fragen, dass die wirklich großen Vermögen sind aus Stammaktien wurden von denen gesammelt, die gemacht haben erhebliches Engagement in den Anfangsjahren eines Unternehmens, in dessen Zukunft hatten sie großes Vertrauen, und die hielten ihr Original Aktien unerschütterlich, während sie um das 100-fache oder mehr anstiegen Wert? Die Antwort ist ja." Aber die großen Vermögen aus Investitionen einzelner Unternehmen werden fast immer von Personen realisiert, die

Gräuel für Graham. Wie kann man ein Unternehmen anhand des Gewinns bewerten?

noch gar nicht generiert? Das ist wie das Festlegen von Hauspreisen auf der Grundlage von a Gerüchten zufolge baut Cinderella gleich um die Ecke ihr neues Schloss.

* Jüngste Beispiele hämmern Grahams Punkt nach Hause. Am 21.09.

2000 gab Intel Corp., der Hersteller von Computerchips, bekannt, dass er erwartet seine Einnahmen sollen im nächsten Quartal um bis zu 5 % wachsen. Auf den ersten Blick erröten, das klingt gut; Die meisten großen Unternehmen würden sich freuen, ihre zu erhöhen Umsatz um 5 % in nur drei Monaten. Aber als Reaktion darauf fiel die Aktie von Intel 22 %, ein Ein-Tages-Verlust von fast 91 Milliarden US-Dollar Gesamtwert. Wieso den? Die der Wall Street Analysten hatten erwartet, dass der Umsatz von Intel um bis zu 10 % steigen würde. Ebenso weiter Am 21. Februar 2001 gab EMC Corp., ein Datenspeicherunternehmen, bekannt, dass es für 2001 mit einem Umsatzwachstum von mindestens 25 % gerechnet hatte – aber dass eine neue Zurückhaltung der Kunden „zu längeren Verkaufszyklen führen könnte“. Bei diesem Hauch von Zögern verloren die EMC-Aktien an einem einzigen Tag 12,8 % ihres Wertes.

