

haben eine enge Beziehung zu dem jeweiligen Unternehmen – durch Beruf, Familienanschluss etc. – was sie rechtfertigt, einen großen Teil ihrer Ressourcen in ein Medium zu stecken und trotz zahlreicher Wechselfälle an diesem Engagement festzuhalten
Versuchungen, unterwegs zu scheinbar hohen Preisen ausverkauft zu werden.
Ein Anleger ohne einen so engen persönlichen Kontakt wird ständig mit der Frage konfrontiert, ob ein zu großer Teil seiner Gelder in diesem einen Medium steckt.
und

interner und externer Druck werden ihn wahrscheinlich zwingen, was zu nehmen scheint ein guter Gewinn zu sein, aber einer weit weniger als der ultimative Bonanza.⁴

Drei empfohlene Bereiche für „Unternehmensinvestitionen“

Um über einen langen Zug überdurchschnittliche Anlageergebnisse zu erzielen erfordert eine Politik der Auswahl oder Operation, die eine Doppelfunktion besitzt Verdienst: (1) Es muss objektive oder rationale Tests des Basiswertes bestehen Solidität; und (2) sie muss sich von der Richtlinie unterscheiden, der gefolgt wird die meisten Investoren oder Spekulanten. Unsere Erfahrung und unser Studium führen uns drei Anlageansätze zu empfehlen, die diese Kriterien erfüllen. Sie unterscheiden sich ziemlich stark voneinander, und jeder kann erfordern eine andere Art von Wissen und Temperament auf der Seite von denen, die es testen.

* Das heutige Äquivalent zu Investoren, „die eine enge Beziehung zu dem jeweiligen Unternehmen haben“, sind sogenannte Kontrollpersonen – leitende Manager oder Direktoren, die helfen, das Unternehmen zu führen und riesige Aktienpakete besitzen. Führungskräfte wie Bill Gates von Microsoft oder Warren Buffett von Berkshire Hathaway haben direkte Kontrolle über das Schicksal eines Unternehmens – und externe Investoren wollen sehen Diese Vorstandsvorsitzenden halten ihre großen Aktienbestände als Vertrauensbeweis aufrecht. Aber weniger hochrangige Manager und einfache Arbeiter können keinen Einfluss darauf nehmen der Aktienkurs des Unternehmens mit ihren individuellen Entscheidungen; so sollten sie nicht mehr als einen kleinen Prozentsatz ihres Vermögens in das des eigenen Arbeitgebers investieren Lager. Was externe Investoren betrifft, egal wie gut sie glauben, dass sie dies wissen Unternehmen gilt der gleiche Einwand.

Das relativ unbeliebte Großunternehmen

Wenn wir davon ausgehen, dass es die Gewohnheit des Marktes ist, Stammaktien, die ein hervorragendes Wachstum aufweisen oder aus anderen Gründen glamourös sind, zu überbewerten, ist es logisch zu erwarten, dass er Unternehmen, die aus dem Markt aussteigen, – zumindest relativ – unterbewerten wird Begünstigung wegen unbefriedigender Entwicklungen vorübergehender Natur. Dies lässt sich als Grundgesetz der Börse festschreiben und suggeriert einen Anlageansatz, der sich als konservativ und erfolgsversprechend erweisen sollte.

Die wichtigste Anforderung dabei ist, dass sich der unternehmerische Investor auf die größeren Unternehmen konzentriert, die eine Zeit der Unbeliebtheit durchlaufen. Auch kleine Unternehmen können aus ähnlichen Gründen unterbewertet sein und in vielen Fällen später ihre Gewinne und ihren Aktienkurs steigern, bergen aber das Risiko eines endgültigen Rentabilitätsverlusts und auch einer langanhaltenden Vernachlässigung durch den Markt trotz besserer Gewinne. Die großen Unternehmen haben also einen doppelten Vorteil gegenüber den anderen. Erstens haben sie die Ressourcen an Kapital und Intelligenz, um sie durch Widrigkeiten und zurück zu einer zufriedenstellenden Einkommensbasis zu tragen. Zweitens wird der Markt wahrscheinlich mit angemessener Geschwindigkeit auf jede sich zeigende Verbesserung reagieren.

Ein bemerkenswerter Beweis für die Stichhaltigkeit dieser These findet sich in Studien zum Preisverhalten der ungeliebten Werte im Dow Jones Industrial Average. Dabei wurde davon ausgegangen, dass jedes Jahr entweder in die sechs oder die zehn Emissionen des DJIA investiert wurde, die mit den niedrigsten Multiplikatoren ihrer aktuellen oder Vorjahresgewinne verkauft wurden. Diese könnten als die „billigsten“ Aktien in der Liste bezeichnet werden, und ihre Billigkeit spiegelte offensichtlich die relative Unbeliebtheit bei Anlegern oder Händlern wider. Weiterhin wurde davon ausgegangen, dass diese Käufe am Ende von Haltefristen zwischen einem und fünf Jahren ausverkauft waren. Die Ergebnisse dieser Anlagen wurden dann mit den Ergebnissen verglichen, die entweder im DJIA insgesamt oder in der Gruppe mit dem höchsten Multiplikator (dh der beliebtesten) angezeigt werden.

Das detaillierte Material, das uns zur Verfügung steht, umfasst die Ergebnisse der jährlichen Käufe, die in jedem der letzten 53 Jahre angenommen wurden.⁵ In der frühen Periode, 1917–1933, erwies sich dieser Ansatz als unrentabel. Aber seit 1933 hat die Methode sehr erfolgreiche Ergebnisse gezeigt. In 34 Prüfungen

TABELLE 7-2 Durchschnittlicher jährlicher prozentualer Gewinn oder Verlust im Test Ausgaben, 1937–1969

Zeitraum	10 Niedrig-	10 Hoch	30 DJIA
	Multiplikator Ausgaben	Multiplikator Ausgaben	Vorräte
1937–1942	– 2.2	–10.0	– 6.3
1943–1947	17.3	8.3	14.9
1948–1952	16.4	4.6	9.9
1953–1957	20.9	10.0	13.7
1958–1962	10.2	– 3.3	3.6
1963–1969 (8 Jahre)	8.0	4.6	4.0

hergestellt von Drexel & Company (jetzt Drexel Firestone)* von einem Jahr Halten – von 1937 bis 1969 – die billigen Aktien taten es definitiv schlechter als der DJIA in nur drei Fällen; Die Ergebnisse waren ca das gleiche in sechs Fällen; und die billigen Aktien schnitten deutlich besser ab der Durchschnitt in 25 Jahren. Die durchweg bessere Performance des Aktien mit niedrigem Multiplikator werden durch die Durchschnittsergebnisse gezeigt (Tabelle 7-2). für aufeinanderfolgende Fünfjahreszeiträume, im Vergleich zu denen der DJIA und der zehn High-Multiplikatoren.

Die Drexel-Berechnung zeigt ferner, dass eine ursprüngliche Investition von 10.000 Dollar in die Emissionen mit niedrigem Multiplikator im Jahr 1936 getätigt wurde, und jedes Jahr nach dem Grundsatz geschaltet hätte bis 1962 auf 66.900 \$ angewachsen. Die gleichen Operationen mit hohem Multiplikator Aktien hätten mit einem Wert von nur 25.300 \$ geendet; während ein Betrieb in allen dreißig Beständen hätte das Original erhöht Fonds auf 44.000 \$.†

Das Konzept des Kaufs „unbeliebter großer Unternehmen“ und seiner

* Drexel Firestone, eine Investmentbank in Philadelphia, fusionierte 1973 mit Burnham & Co. und wurde später zu Drexel Burnham Lambert, berühmt für seine Junk-Bond-Finanzierung des Übernahmebooms der 1980er Jahre.

† Diese Strategie, die billigsten Aktien des Dow Jones Industrial zu kaufen Der Durchschnitt wird jetzt als „Dogs of the Dow“-Ansatz bezeichnet. Informationen zu der „Dow 10“ ist unter www.djindexes.com/jsp/dow510Faq.jsp verfügbar.

Ausführung auf Gruppenbasis, wie oben beschrieben, sind beide recht einfach. Aber bei der Betrachtung einzelner Unternehmen kommt ein besonderer Faktor hinzu: gegenteiliger Import muss manchmal berücksichtigt werden. Unternehmen, die aufgrund starker Schwankungen von Natur aus spekulativ sind

Gewinne werden in guten Jahren tendenziell sowohl zu einem relativ hohen Preis als auch zu einem relativ niedrigen Multiplikator und umgekehrt zu einem niedrigen Preis verkauft. Preise und hohe Multiplikatoren in ihren schlechten Jahren. Diese Beziehungen sind in Tabelle 7-3 dargestellt und decken Schwankungen von Chrysler Corp. gemeinsames. In diesen Fällen ist der Markt ausreichend skeptisch gegenüber der Fortsetzung der ungewöhnlich hohen Gewinne, um sie konservativ zu bewerten, und umgekehrt, wenn die Gewinne niedrig oder nicht vorhanden sind.

(Beachten Sie, dass, nach der Arithmetik, wenn ein Unternehmen „fast nichts“ verdient, seine Aktien müssen zu einem hohen Multiplikator dieser winzigen Gewinne verkauft werden.)

Zufällig war Chrysler im DJIA ziemlich außergewöhnlich

Liste der führenden Unternehmen, und daher hatte es keinen großen Einfluss auf die Berechnungen mit niedrigen Multiplikatoren. Es wäre ziemlich einfach, die Aufnahme solcher anomaler Probleme in eine Liste mit niedrigen Multiplikatoren zu vermeiden, indem man sie verlangt auch, dass der Preis im Verhältnis zu früheren *Durchschnittsverdiensten* oder um niedrig ist ein ähnlicher Test.

Während wir diese Überarbeitung schrieben, testeten wir die Ergebnisse der DJIA-Low-Multiplikatormethode, die auf eine Gruppe angewendet wurde, bei der angenommen wurde, dass sie gekauft wird

TABELLE 7-3 Gemeinsame Preise und Verdienste von Chrysler, 1952–1970

<i>Jahr</i>	<i>Gewinn je Aktie</i>	<i>Hoher oder niedriger Preis</i>	<i>KGV</i>
1952	\$ 9,04	H98	10.8
1954	2.13	L56	26.2
1955	11.49	H 1011 ½	8.8
1956	2.29	L 52 (1957)	22.9
1957	13.75	H82	6.7
1958	(Def.) 3,88	L44a	—
1968	24,92b	H294b	11.8
1970	def.	L65b	—

ein Tief von 1962 war 371 ½.

^b Bereinigt um Aktiensplits. Def.: Nettoverlust.

Ende 1968 und neu bewertet am 30. Juni 1971. Diesmal die Zahlen erwies sich als ziemlich enttäuschend und zeigte einen deutlichen Verlust für die Auswahlen mit niedrigem Multiplikator sechs oder zehn und einen guten Gewinn für die Auswahlen mit hohem Multiplikator. Diese eine schlechte Instanz sollte nicht zu Schlussfolgerungen führen an rund 30 Experimenten, aber sein jüngstes Ereignis gibt ihm etwas Besonderes nachteiliges Gewicht. Vielleicht sollte der aggressive Investor damit beginnen die „Low-Multiplikator“-Idee, sondern fügt weitere quantitative und qualitative Anforderungen bei der Zusammenstellung seines Portfolios hinzu.

Kauf von Schnäppchenausgaben

Wir definieren ein Schnäppchenproblem als eines, das auf der Grundlage von Fakten durch Analyse festgestellt, scheint erheblich mehr wert zu sein als es verkauft wird. Die Gattung umfasst Anleihen und Vorzugsaktien get unter pari verkaufen, sowie Stammaktien. So konkret sein Lassen Sie uns nach Möglichkeit suggerieren, dass eine Ausgabe kein echtes „Schnäppchen“ ist es sei denn, der angegebene Wert liegt mindestens 50 % über dem Preis. Was Welche Tatsachen würden den Schluss rechtfertigen, dass eine so große Diskrepanz besteht? Wie kommen Schnäppchen zustande, und wie entsteht Profitieren die Anleger davon?

Es gibt zwei Tests, nach denen eine Stammaktie ein Schnäppchen ist erkannt. Die erste ist die Bewertungsmethode. Dies hängt weitgehend darauf, künftige Erträge zu schätzen und diese dann mit einem der jeweiligen Emission angemessenen Faktor zu multiplizieren. Wenn der resultierende Wert ausreichend über dem Marktpreis liegt – und wenn der Anleger Vertrauen hat in der angewandten Technik – er kann die Aktie als Schnäppchen kennzeichnen. Das Der zweite Test ist der Wert des Unternehmens für einen privaten Eigentümer. Dies Auch der Wert wird oft hauptsächlich durch erwartete künftige Erträge bestimmt – in diesem Fall kann das Ergebnis mit dem ersten identisch sein. Aber in Beim zweiten Test dürfte eher auf das Realisierbare geachtet werden Wert der *Vermögenswerte*, mit besonderem Schwerpunkt auf dem Nettostrom Vermögen oder Betriebskapital.

An Tiefpunkten des allgemeinen Marktes ist ein großer Teil der Stammaktien, gemessen an diesen Maßstäben, Schnäppchenemissionen. (EIN Ein typisches Beispiel war General Motors, als es für weniger als 30 Zoll verkauft wurde 1941, was nur 5 für die Aktien von 1971 entspricht. Es hatte verdient über 4 \$ und die Zahlung von 3,50 \$ oder mehr an Dividenden.) Es ist wahr dass die aktuellen Einnahmen und die unmittelbaren Aussichten beides sein können schlecht, aber eine besonnene Einschätzung der durchschnittlichen zukünftigen Bedingungen

würde Werte anzeigen, die weit über den geltenden Preisen liegen. Daher wird die Weisheit, Mut in depressiven Märkten zu haben, nicht nur durch die Stimme der Erfahrung bestätigt, sondern auch durch die Anwendung plausibler Techniken der Wertanalyse.

Dieselben Launen des Marktplatzes, die immer wieder eine Schnäppchenbedingung in der allgemeinen Liste etablieren, erklären die Existenz vieler individueller Schnäppchen auf fast allen Marktebenen. Der Markt macht gerne Berge aus Maulwurfshügeln und übertreibt gewöhnliche Wechselfälle zu großen Rückschlägen.* Selbst ein bloßer Mangel an Interesse oder Enthusiasmus kann zu einem Kursrückgang auf absurd niedrige Niveaus führen. Wir haben also scheinbar zwei Hauptquellen für Unterbewertung: (1) derzeit enttäuschende Ergebnisse und (2) anhaltende Vernachlässigung oder Unbeliebtheit.

Keine dieser Ursachen kann jedoch, wenn man sie für sich allein betrachtet, als Anhaltspunkt für eine erfolgreiche Anlage in Stammaktien herangezogen werden. Wie können wir sicher sein, dass die derzeit enttäuschenden Ergebnisse tatsächlich nur vorübergehend sind? Wir können zwar hervorragende Beispiele dafür liefern. Früher waren die Stahlaktien berühmt für ihre zyklische Qualität, und der schlaue Käufer konnte sie bei niedrigen Gewinnen günstig erwerben und in Boomjahren mit schönem Gewinn wieder verkaufen. Ein spektakuläres Beispiel liefert die Chrysler Corporation, wie die Daten in Tabelle 7-3 zeigen.

Wäre dies das *Standardverhalten* von Aktien mit schwankenden Gewinnen, dann wäre es ein Leichtes, an der Börse Gewinne zu machen. Leider könnten wir viele Beispiele für Rückgänge anführen

* Unter den steilsten Bergen, die kürzlich aus Maulwurfshügeln entstanden sind: Im Mai 1998 gaben Pfizer Inc. und die US-amerikanische Food and Drug Administration bekannt, dass sechs Männer, die Pfizers Medikament gegen Impotenz Viagra eingenommen hatten, beim Sex an Herzinfarkt gestorben waren. Die Aktie von Pfizer wurde sofort schwächer und verlor aufgrund des starken Handels an einem einzigen Tag 3,4 %. Aber die Aktien von Pfizer schossen in die Höhe, als Untersuchungen später zeigten, dass es keinen Grund zur Beunruhigung gab; Die Aktie legte in den nächsten zwei Jahren um etwa ein Drittel zu. Ende 1997 fielen die Aktien von Warner-Lambert Co. an einem Tag um 19 %, als der Verkauf seines neuen Diabetes-Medikaments in England vorübergehend gestoppt wurde; innerhalb von sechs Monaten hatte sich die Aktie fast verdoppelt. Ende 2002 verlor die Carnival Corp., die Kreuzfahrtschiffe betreibt, rund 10 % ihres Wertes, nachdem Touristen auf Schiffen anderer Unternehmen an schwerem Durchfall und Erbrechen erkrankten.

Gewinn und Preis, denen nicht automatisch eine stattliche Erholung beider folgte. Eines davon war Anaconda Wire and Cable, das bis 1956 große Gewinne erzielte, mit einem hohen Preis von 85 in diesem Jahr. Sechs Jahre lang ging der Verdienst dann unregelmäßig zurück; der Preis fiel 1962 auf 231 $\frac{1}{2}$ und wurde im folgenden Jahr von der Muttergesellschaft (Anaconda Corporation) zum Gegenwert von nur 33 übernommen.

Die vielen Erfahrungen dieser Art legen nahe, dass der Anleger mehr als nur einen Rückgang von Gewinn und Kurs benötigen würde, um eine solide Kaufgrundlage zu haben. Er sollte einen Hinweis auf eine zumindest angemessene Ertragsstabilität in den letzten zehn oder mehr Jahren – dh kein Jahr mit Ertragsdefiziten – sowie eine ausreichende Größe und Finanzkraft verlangen, um mögliche Rückschläge in der Zukunft zu bewältigen.

Die ideale Kombination ist hier also die eines großen und prominenten Unternehmens, das sowohl deutlich unter seinem vergangenen Durchschnittspreis als auch unter seinem vergangenen durchschnittlichen Kurs-Gewinn-Multiplikator verkauft. Dies hätte zweifellos die meisten profitablen Gelegenheiten in Unternehmen wie Chrysler ausgeschlossen, da ihre Niedrigpreisjahre im Allgemeinen von hohen Kurs-Gewinn-Verhältnissen begleitet werden. Aber lassen Sie uns dem Leser jetzt versichern – und zweifellos werden wir es noch einmal tun –, dass es einen himmelweiten Unterschied zwischen „Rückblickgewinnen“ und „Echtgeldgewinnen“ gibt. Wir bezweifeln ernsthaft, ob die Achterbahn vom Typ Chrysler ein geeignetes Medium für den Betrieb unseres unternehmungslustigen Investors ist.

Wir haben langwierige Vernachlässigung oder Unbeliebtheit als zweite Ursache für den Preisrückgang auf ein übermäßig niedriges Niveau erwähnt. Ein aktueller Fall dieser Art scheint National Presto Industries zu sein. In der Hausse von 1968 wurde es zu einem Höchststand von 45 verkauft, was nur dem 8-fachen des Gewinns von 5,61 \$ für dieses Jahr entsprach. Die Gewinne pro Aktie stiegen sowohl 1969 als auch 1970, aber der Preis fiel 1970 auf nur noch 21. Dies war weniger als das Vierfache des (Rekord-)Gewinns in diesem Jahr und weniger als der aktuelle Nettoinventarwert. Im März 1972 wurde es zu 34 verkauft, immer noch nur zum 51 $\frac{1}{2}$ -fachen des zuletzt gemeldeten Gewinns und zu etwa seinem erhöhten Netto-Umlaufvermögenswert.

Ein weiteres Beispiel dieser Art wird derzeit von Standard Oil of California geliefert, einem Unternehmen von großer Bedeutung. Anfang 1972 wurde es zu ungefähr dem gleichen Preis verkauft wie vor 13 Jahren, sagen wir 56. Seine Gewinne waren bemerkenswert stabil gewesen, mit relativ geringem Wachstum, aber mit nur einem kleinen Rückgang über den gesamten Zeitraum. Sein Buchwert entsprach etwa dem Marktpreis. Damit konservativ

günstige Bilanz von 1958–71 Das Unternehmen hat noch nie einen Jahresdurchschnittspreis erzielt, der das 15-fache des aktuellen Gewinns übersteigt. Anfang 1972 betrug das Kurs-Gewinn-Verhältnis nur etwa 10.

Ein dritter Grund für einen unangemessen niedrigen Kurs einer Stammaktie kann das Versäumnis des Marktes sein, das wahre Ertragsbild zu erkennen. Unser klassisches Beispiel hier ist die Northern Pacific Railway, die 1946–47 von 36 auf 131 $\frac{1}{2}$ zurückging. Die wahren Einnahmen der Straße im Jahr 1947 betrugen fast 10 US-Dollar pro Aktie. Der Kurs der Aktie wurde zum großen Teil durch die Dividende von 1 US-Dollar niedrig gehalten. Sie wurde auch deshalb vernachlässigt, weil ein Großteil ihrer Ertragskraft durch eisenbahnspezifische Rechnungslegungsmethoden verschleiert wurde.

Die Art von Schnäppchen, die am leichtesten identifiziert werden kann, sind Stammaktien, die nach Abzug aller früheren Verpflichtungen für weniger als das Nettoumlaufvermögen des Unternehmens verkauft werden.* Dies würde bedeuten, dass der Käufer überhaupt nichts für das Anlagevermögen zahlen würde – Gebäude, Maschinen usw. oder eventuell vorhandene Goodwill-Gegenstände. Es stellt sich heraus, dass nur sehr wenige Unternehmen einen geringeren Endwert haben als das Betriebskapital allein, obwohl vereinzelte Fälle zu finden sind. Das Überraschende ist vielmehr, dass so viele Unternehmen erhältlich waren, die auf dieser Schnäppchenbasis am Markt bewertet wurden. Eine Zusammenstellung aus dem Jahr 1957, als das Marktniveau keineswegs niedrig war, weist etwa 150 solcher Stammaktien aus. In Tabelle 7-4 fassen wir das Ergebnis des Kaufs einer Aktie von jedem der 85 Unternehmen in dieser Liste, für die Daten im *Monthly Stock Guide von Standard & Poor's erschienen*, und dem Halten dieser zwei Jahre am 31. Dezember 1957 zusammen.

Durch einen Zufall ist jede der Gruppen in den zwei Jahren in die Nähe des aggregierten Nettoumlaufvermögenswerts vorgerückt. Der Gewinn für das gesamte „Portfolio“ betrug in diesem Zeitraum 75 %, gegenüber 50 % für Standard & Poor's 425 Industrials.

Bemerkenswerter ist, dass keine der Emissionen signifikante Verluste verzeichnete, sieben ungefähr ausgeglichen blieben und 78 nennenswerte Gewinne aufwiesen.

Unsere Erfahrung mit dieser Art der Anlageauswahl – auf a

* Unter „Nettoumlaufvermögen“ versteht Graham das Umlaufvermögen eines Unternehmens (z. B. Barmittel, marktgängige Wertpapiere und Vorräte) abzüglich seiner gesamten Verbindlichkeiten (einschließlich Vorzugsaktien und langfristige Verbindlichkeiten).

**TABELLE 7-4 Gewinnverlauf unterbewerteter Aktien,
1957–1959**

Position von Markt	Aggregat Netto Aggregat Aggregat			
	Anzahl der Umlaufvermögenspreis		Preis	
	Unternehmen pro	Aktie	Dez. 1957	Dez. 1959
New York SE	35	748 \$	419 \$	838 \$
Amerikanische SE	25	495	289	492
Mittlerer Westen SE	5	163	87	141
Über den Ladentisch	<u>20</u>	<u>425</u>	<u>288</u>	<u>433</u>
Gesamt	85	1.831 \$	1.083 \$	1.904 \$

diversifizierter Basis – war zuvor viele Jahre lang konstant gut 1957. Es kann wahrscheinlich ohne Zögern bestätigt werden, dass es sich um eine sichere und rentable Methode zur Bestimmung und Entnahme handelt Vorteil von unterbewerteten Situationen. Allerdings während der allgemeinen Marktvorsprung nach 1957 die Zahl solcher Möglichkeiten wurden extrem begrenzt, und viele der verfügbaren wiesen geringe Betriebsgewinne oder sogar Verluste auf. Der Marktrückgang von 1969–70 produzierte eine neue Ernte dieser „Sub-Working-Capital“ Vorräte. Wir diskutieren diese Gruppe in Kapitel 15 über die Aktienauswahl für der unternehmerische Investor.

Schnäppchenmuster in Sekundärunternehmen. Wir haben definierte ein sekundäres Unternehmen als eines, das nicht führend in einer Messe ist wichtiger Wirtschaftszweig. Somit ist es meist eines der kleineren Anliegen auf seinem Gebiet, aber es kann genauso gut die Haupteinheit in einer unbedeutenden Linie sein. Ausnahmsweise jedes Unternehmen, das sich niedergelassen hat selbst als Wachstumsaktie wird normalerweise nicht als „sekundär“ betrachtet.

In der großen Hausse der 1920er Jahre war relativ wenig Unterschied wurde zwischen Branchenführern und anderen börsennotierten Emissionen gezogen, sofern letztere von respektabler Größe waren. Die Öffentlichkeit empfand ein mittelständisches Unternehmen als stark genug, um Stürme und Stürme zu überstehen dass es eine bessere Chance für eine wirklich spektakuläre Expansion hatte als eine das hatte schon gewaltige Dimensionen. Die Depressionsjahre 1931–32 hatte jedoch besonders verheerende Auswirkungen auf die Unternehmen unterhalb des ersten Ranges entweder in Größe oder inhärenter Stabilität. Als Ergebnis dieser Erfahrung haben Investoren seitdem einen Profi entwickelt

angekündigte Präferenz für Branchenführer und einen entsprechenden Mangel von Interesse die meiste Zeit in der gewöhnlichen Gesellschaft der Sekundarstufe Bedeutung. Dies hat dazu geführt, dass die letztere Gruppe normalerweise verkauft hat zu viel niedrigeren Preisen im Verhältnis zu Einkommen und Vermögen als bisher das Vorherige. Es hat ferner bedeutet, dass in vielen Fällen der Preis so tief gefallen, dass sich die Emission in der Schnäppchenklasse etabliert.

Als die Anleger die Aktien von Sekundärunternehmen ablehnten, obwohl diese zu relativ niedrigen Preisen verkauft wurden, drückten sie die Überzeugung oder Befürchtung aus, dass solchen Unternehmen eine düstere Zukunft bevorstand. Im Tatsächlich, zumindest unterbewusst, berechneten sie, dass *jeder* Preis zu hoch war hoch für sie, weil sie auf das Aussterben zusteuerten – genau wie in 1929 war die begleitende Theorie für die „Blue Chips“, dass kein Preis war für sie zu hoch, weil ihre zukünftigen Möglichkeiten weniger grenzenlos waren. Beide Ansichten waren Übertreibungen und produktiv von schwerwiegenden Anlagefehlern. Eigentlich die typische Mittelklasse Ein börsennotiertes Unternehmen ist im Vergleich zum durchschnittlichen Unternehmen in Privatbesitz ein großes Unternehmen. Es gibt keinen triftigen Grund, warum solche Unternehmen ihren Betrieb nicht auf unbestimmte Zeit fortsetzen sollten, wenn sie sich dem unterziehen Wechselfälle, die für unsere Wirtschaft charakteristisch sind, aber auf der verdienen insgesamt eine faire Rendite auf ihr investiertes Kapital.

Dieser kurze Rückblick zeigt, dass die Haltung der Börse gegenüber Zweitunternehmen tendenziell unrealistisch ist und folglich in normalen Zeiten unzählige Instanzen von Major hervorruft Unterbewertung. Wie es passiert, die Zeit des Zweiten Weltkriegs und die Nachkriegsboom waren den kleineren Konzernen eher zuträglich als zu die größeren, denn dann war die normale Konkurrenz um den Verkauf ausgesetzt und erstere könnten Umsatz und Gewinnmargen steigern spektakulärer. So hatte sich das Muster des Marktes bis 1946 gegenüber dem vor dem Krieg vollständig umgekehrt. Wohingegen die führenden Aktien im Dow Jones Industrial Average nur gestiegen waren 40 % von Ende 1938 bis zum Hoch von 1946, Standard & Poor's Index der niedrigpreisigen Aktien waren dabei um nicht weniger als 280 % in die Höhe geschossen Zeitraum. Spekulanten und viele selbsternannte Investoren – mit der sprichwörtlich kurze Erinnerungen von Menschen an der Börse – waren eifrig, sowohl alte als auch neue Ausgaben von unwichtigen Unternehmen zu kaufen überhöhte Niveaus. Damit war das Pendel deutlich zum entgegengesetzten Extrem ausgeschlagen. Die sehr Klasse von sekundären Ausgaben, die früher hatte der mit Abstand größte Anteil an Schnäppchenmöglichkeiten geliefert wurde jetzt die größte Anzahl von Beispielen für Überbegeisterung

Asm und Überbewertung. Auf andere Weise wiederholte sich dieses Phänomen in den Jahren 1961 und 1968 – der Schwerpunkt lag nun auf neuen Angeboten von Aktien kleiner Unternehmen mit weniger als zweitrangigem Charakter und auf fast allen Unternehmen in bestimmten bevorzugten Bereichen wie „Elektronik“, Computer“, „Franchise“-Konzerne und andere.* Wie zu erwarten war, waren die folgenden Marktrückgänge am stärksten auf diese Überbewertungen

zurückzuführen. In manchen Fällen mag der Pendelschlag sogar bis zur deutlichen Unterbewertung gegangen sein.

Wenn die meisten Sekundäremissionen normalerweise unterbewertet sind, welchen Grund hat der Anleger dann zu glauben, dass er von einer solchen Situation profitieren kann? Denn wenn es auf unbestimmte Zeit fortbesteht, wird er nicht immer in der gleichen Marktposition sein, in der er die Emission gekauft hat? Die Antwort hier ist etwas kompliziert. Erhebliche Gewinne aus dem Kauf von Zweitunternehmen zu Schnäppchenpreisen entstehen auf vielfältige Weise. Erstens ist die Dividendenrendite relativ hoch. Zweitens sind die reinvestierten Gewinne im Verhältnis zum gezahlten Preis erheblich und wirken sich letztendlich auf den Preis aus. In einem Zeitraum von fünf bis sieben Jahren können diese Vorteile in einer gut ausgewählten Liste ziemlich groß sein. Drittens ist ein Bullenmarkt normalerweise sehr großzügig gegenüber niedrigpreisigen Emissionen; daher tendiert es dazu, das typische Schnäppchenproblem auf ein zumindest vernünftiges Niveau zu heben. Viertens findet auch in relativ strukturlosen Marktphasen ein kontinuierlicher Kursanpassungsprozess statt, bei dem unterbewertete Sekundäremissionen zumindest auf das für ihre Wertpapiergattung übliche Niveau steigen können. Fünftens, die spezifischen Faktoren, die in vielen

* Von 1975 bis 1983 übertrafen kleine („sekundäre“) Aktien große Aktien um erstaunliche durchschnittlich 17,6 Prozentpunkte pro Jahr. Die Anlegeröffentlichkeit begrüßte eifrig kleine Aktien, Investmentfondsgesellschaften legten Hunderte neuer Fonds auf, die sich darauf spezialisierten, und kleine Aktien, die gezwungen waren, große Aktien in den nächsten zehn Jahren um fünf Prozentpunkte pro Jahr zu unterbieten. Der Zyklus wiederholte sich 1999, als kleine Aktien große Aktien um fast neun Prozentpunkte schlugen, was Investmentbanker dazu inspirierte, zum ersten Mal Hunderte von heißen kleinen Hightech-Aktien an die Öffentlichkeit zu verkaufen. Statt „Elektronik“, „Computer“ oder „Franchise“ im Namen hießen die neuen Schlagworte „.com“, „optisch“, „drahtlos“ und sogar Präfixe wie „e-“ und „i-“. Schlagworte zum Investieren verwandeln sich immer in Kreissägen, die jeden in Stücke reißen, der an sie glaubt.

Fälle einer enttäuschenden Ertragsbilanz können durch das Aufkommen neuer Bedingungen, die Annahme neuer Richtlinien oder durch einen Wechsel im Management korrigiert werden.

Ein wichtiger neuer Faktor in den letzten Jahren war die Übernahme kleinerer Unternehmen durch größere, meist im Rahmen eines Diversifikationsprogramms. In diesen Fällen war die gezahlte Gegenleistung fast immer relativ großzügig und weit über den noch nicht lange zurückliegenden Schnäppchenniveaus.

Als die Zinssätze viel niedriger waren als 1970, erstreckte sich das Feld der Schnäppchenemissionen auf Anleihen und Vorzugsaktien, die mit großen Abschlägen von der Höhe ihrer Forderung verkauft wurden. Derzeit haben wir eine andere Situation, in der selbst gut besicherte Emissionen mit Kuponraten von beispielsweise 41 $\frac{1}{2}$ % oder weniger mit hohen Abschlägen verkauft werden. Beispiel: American Telephone & Telegraph 25 $\frac{1}{8}$ s, fällig 1986, 1970 nur für 51 verkauft; Deere & Co. 41 $\frac{1}{2}$, fällig 1983, verkaufte sich für nur 62. Diese könnten sich schon bald als Schnäppchen herausstellen – falls die herrschenden Zinssätze erheblich sinken sollten. Für eine Schnäppchenanleihe im traditionelleren Sinne müssen wir uns vielleicht noch einmal an die Hypothekenanleihen von Eisenbahnen wenden, die sich jetzt in finanziellen Schwierigkeiten befinden und in den 20er oder 30er Jahren verkauft werden. Solche Situationen sind nichts für den unerfahrenen Anleger; Da ihm in diesem Bereich ein echtes Wertebewusstsein fehlt, verbrennt er sich womöglich die Finger. Aber es gibt eine zugrunde liegende Tendenz, dass der Marktrückgang in diesem Bereich übertrieben wird; folglich bietet die Gruppe als Ganzes eine besonders lohnende Einladung zu sorgfältiger und mutiger Analyse. In dem Jahrzehnt bis 1948 bot die milliardenschwere Gruppe der notleidenden Eisenbahnanleihen zahlreiche und spektakuläre Gelegenheiten in diesem Bereich. Solche Gelegenheiten waren seitdem ziemlich rar; aber sie scheinen wahrscheinlich in den 1970er Jahren zurückzukehren.*

* Ausgefallene Eisenbahnanleihen bieten heute keine nennenswerten Chancen. Wie bereits erwähnt, könnten notleidende und ausgefallene Junk-Bonds sowie Wandelanleihen von Hightech-Unternehmen nach dem Marktcrash von 2000–2002 einen echten Mehrwert bieten. Aber Diversifikation in diesem Bereich ist

unabdingbar – und unpraktisch ohne mindestens 100.000 US-Dollar, die allein notleidenden Wertpapieren gewidmet werden können. Sofern Sie nicht mehrfacher Millionär sind, ist diese Art der Diversifikation keine Option.

Besondere Situationen oder „Workouts“

Vor nicht allzu langer Zeit war dies ein Bereich, der fast garantiert werden konnte eine attraktive Rendite für diejenigen, die sich darin auskennen es; und das galt für fast jede allgemeine Marktsituation. Es war nicht wirklich verbotenes Territorium für Mitglieder der allgemeinen Öffentlichkeit. Einige, die ein Gespür für solche Dinge hatten, konnten es lernen die Seile und werden ziemlich fähige Praktizierende ohne die Notwendigkeit eines langen akademischen Studiums oder einer Ausbildung. Andere haben war scharf genug, die zugrunde liegende Solidität davon zu erkennen Herangehensweise und sich an kluge junge Männer zu binden, die Gelder verwalteten, die hauptsächlich für diese „besonderen Situationen“ bestimmt waren. Aber in den letzten Jahren wurde der Bereich „Arbitrages and Workouts“ aus Gründen, die wir später erläutern werden, riskanter und weniger profitabel. Es kann sein, dass in den kommenden Jahren die Bedingungen in diesem Bereich noch mehr werden günstig. Es lohnt sich in jedem Fall, das Allgemeine zu skizzieren Art und Ursprung dieser Operationen, mit ein oder zwei illustrativen Beispiele.

Aus dem Zunehmen ist die typische „Sondersituation“ erwachsen Zahl der Übernahmen kleinerer Unternehmen durch große, wie das Evangelium der Diversifizierung der Produkte wurde von immer mehr angenommen Verwaltungen. Für ein solches Unternehmen scheint es oft ein gutes Geschäft zu sein, ein bestehendes Unternehmen in dem Bereich zu erwerben, in den es einsteigen möchte anstatt ein neues Unternehmen von Grund auf neu zu starten. Damit einen solchen Erwerb möglich machen und die Annahme des Geschäfts durch erwirken die erforderliche große Mehrheit der Gesellschafter der kleineren Gesellschaft, es ist fast immer notwendig, einen deutlich über dem aktuellen Niveau liegenden Preis anzubieten. Solche Unternehmensbewegungen haben interessante Gewinnmöglichkeiten für diejenigen hervorgebracht, die eine gemacht haben Studieren Sie dieses Gebiet und haben Sie ein gutes Urteilsvermögen, das durch reichlich gestärkt wird Erfahrung.

Viel Geld wurde von schlaunen Investoren nicht so gemacht vor vielen Jahren durch den Ankauf von Anleihen der Eisenbahnen in Bankrott – Anleihen, von denen sie wussten, dass sie viel mehr wert wären als ihre Kosten bei der endgültigen Reorganisation der Eisenbahnen. Nach Veröffentlichung der Reorganisationspläne ein „When Issued“-Markt für die neuen Wertpapiere erschien. Das können fast immer sein für erheblich mehr als die Kosten der alten Ausgaben verkauft, die müssten dafür ausgetauscht werden. Es bestand die Gefahr von Nonconsumma

Umsetzung der Pläne oder unerwarteter Verzögerungen, sondern im Großen und Ganzen solche „Arbitrage-Operationen“ erwiesen sich als hoch profitabel.

Es gab ähnliche Möglichkeiten, die aus der Trennung von hervorgingen öffentlich-rechtliche Holdinggesellschaften nach dem Gesetz von 1935. Fast alle diese Unternehmungen erwiesen sich als erheblich mehr wert bei Umwandlung von Holdinggesellschaften in eine Gruppe von Einzelunternehmen operative Unternehmen.

Dahinter steht die Tendenz der Wertpapiermärkte, Sachverhalte, die Gegenstand komplizierter Gerichtsverfahren sind, unterzubewerten. Ein altes Wall-Street-Motto lautet: „Niemand kauft in eine Klage.“ Dies mag ein guter Rat für den Spekulanten sein auf der Suche nach schnellen Maßnahmen für seine Bestände. Aber die Übernahme dieser Haltung durch die breite Öffentlichkeit wird zwangsläufig Gelegenheiten zum Schnäppchenpreis schaffen in den davon betroffenen Wertpapieren, seit dem Schaden gegen sie hält ihre Preise auf einem unangemessen niedrigen Niveau.*

Die Ausnutzung von Sondersituationen ist ein technischer Zweig von Investition, die eine etwas ungewöhnliche Mentalität erfordert und Ausrüstung. Wahrscheinlich nur ein kleiner Prozentsatz unserer unternehmungslustigen Anleger werden sich wahrscheinlich darauf einlassen, und dieses Buch ist nicht das geeignete Medium, um seine Komplikationen darzulegen.⁶

Breitere Auswirkungen unserer Anlageregeln

Die Anlagepolitik, wie sie hier entwickelt wurde, hängt von der ersten Platz bei der Entscheidung des Investors für die defensive (passive) oder aggressive (unternehmungslustige) Rolle. Der aggressive Investor muss ein beträchtliches Wissen über Sicherheitswerte haben - genug, in der Tat, um zu rechtfertigen, seine Sicherheitsoperationen als gleichwertig anzusehen ein Wirtschaftsunternehmen. In dieser Philosophie ist kein Platz für a

* Ein klassisches Beispiel aus jüngster Zeit ist Philip Morris, dessen Aktie in zwei Fällen 23 % verlor Tage, nachdem ein Gericht in Florida die Geschworenen ermächtigt hatte, Strafschadensersatz in Betracht zu ziehen bis zu 200 Milliarden Dollar gegen das Unternehmen, das endlich zugegeben hatte, dass Zigaretten Krebs verursachen können. Innerhalb eines Jahres hatte sich die Aktie von Philip Morris verdoppelt – nur um nach einem späteren Multimilliarden-Dollar-Urteil in Illinois zurückzufallen. Mehrere andere Bestände wurden praktisch durch Haftungsklagen zerstört, darunter Johns Manville, WR Grace und USG Corp. „Niemand in einen Rechtsstreit einsteigen“ bleibt also eine gültige Regel für alle außer den unerschrockensten Investoren.

Mittelweg oder eine Reihe von Abstufungen zwischen dem Passiv und aggressiver Zustand. Viele, vielleicht die meisten Investoren suchen eine Platzierung sich in einer solchen Zwischenkategorie; unserer Meinung nach ein Kompromiss, der eher zu Enttäuschungen führt als Leistung.

Als Investor kann man nicht „ein halber Geschäftsmann“ werden und dabei erwarten, die Hälfte des normalen Umsatzes zu erzielen Gewinne auf Ihr Geld.

Aus dieser Überlegung folgt, dass die Mehrheit der Wertpapiereigentümer die defensive Einstufung wählen sollte. Die haben sie nicht Zeit oder die Entschlossenheit oder die mentale Ausrüstung, um sich einzuschiffen bei der Investition als Quasi-Unternehmen. Sie sollten daher mit der hervorragenden Rendite zufrieden sein, die jetzt von einer Defensive erzielt werden kann Portfolio (und mit noch weniger), und sie sollten dem standhaft widerstehen wiederkehrende Versuchung, diese Rendite durch Abweichungen von anderen zu steigern Pfade.

Der unternehmungslustige Investor kann ordnungsgemäß mit jeder Sicherheitsoperation beginnen, für die seine Ausbildung und sein Urteilsvermögen angemessen sind und die *gemessen an etablierten Geschäftsstandards* ausreichend erfolgsversprechend erscheint .

In unseren Empfehlungen und Vorbehalten für diese Anlegergruppe Wir haben versucht, solche Geschäftsstandards anzuwenden. In denen für Als defensiver Investor haben wir uns weitgehend von den dreien leiten lassen Erfordernisse der zugrunde liegenden Sicherheit, der Einfachheit der Auswahl und der Aussicht auf zufriedenstellende Ergebnisse, sowohl in psychologischer als auch in arithmetischer Hinsicht. Die Verwendung dieser Kriterien hat uns veranlasst, aus dem Feld auszuschließen der empfohlenen Anlage eine Reihe von Sicherheitsklassen, die sind normalerweise als für verschiedene Arten von Anlegern geeignet angesehen. Diese Verbote wurden in unserem ersten Kapitel auf S. 30.

Betrachten wir etwas ausführlicher als zuvor, was darin enthalten ist diese Ausschlüsse. Vom Kauf bei „full Preise“ von drei wichtigen Kategorien von Wertpapieren: (1) ausländische Anleihen, (2) gewöhnliche Vorzugsaktien und (3) sekundäre Stammaktien Bestände, darunter natürlich auch Originalangebote solcher Ausgaben. Durch „volle Preise“ meinen wir Preise nahe dem Nennwert für Anleihen oder Vorzugspreise Aktien und Preise, die ungefähr den fairen Geschäftswert darstellen bei Stammaktien das Unternehmen. Die größere Zahl defensiver Anleger soll diese Kategorien jedoch meiden Preis; der unternehmungslustige Investor soll sie erst kaufen, wenn er sie erhält

in der Lage zu Schnäppchenpreisen – die wir als Preise definieren, nicht mehr als zwei Drittel des Schätzwertes der Wertpapiere.

Was würde passieren, wenn sich alle Anleger an unserer Beratung orientieren würden in diesen Angelegenheiten? Diese Frage wurde in Bezug auf ausländische Anleihen auf S. 138, und wir haben an dieser Stelle nichts hinzuzufügen.

Investment-Grade-Vorzugsaktien würden ausschließlich von Unternehmen wie Versicherungsgesellschaften gekauft, die davon profitieren würden den besonderen einkommensteuerlichen Status der von ihnen gehaltenen Aktienemissionen.

Die lästigste Folge unserer Ausschlusspolitik ist im Bereich der sekundären Stammaktien. Wenn die Mehrheit von Anleger, die in der defensiven Klasse sind, sollten sie überhaupt nicht kaufen, das Feld möglicher Käufer wird stark eingeschränkt. Darüber hinaus, wenn aggressive Investoren sie nur zu Schnäppchenpreisen kaufen sollen, dann wären diese Ausgaben dazu verdammt, unter ihrem fairen Preis verkauft zu werden Wert, es sei denn, sie wurden unintelligent erworben.

Das mag streng und sogar vage unethisch klingen. Doch in Wahrheit wir erkennen lediglich an, was in diesem Bereich tatsächlich passiert ist für den größten Teil der letzten 40 Jahre. Nebenausgaben, für die schwanken größtenteils um ein zentrales Niveau, das deutlich darunter liegt ihren fairen Wert. Sie erreichen und übertreffen diesen Wert zeitweise sogar; Dies geschieht jedoch im oberen Bereich von Hausmärkten, wenn die Lehren aus der praktischen Erfahrung gegen die Solidität von sprechen würden Zahlung der jeweiligen Preise für Stammaktien.

Daher schlagen wir nur vor, dass der aggressive Investor die Tatsachen des Lebens anerkennt, wie es von sekundären Themen gelebt wird, und dass sie es tun Akzeptieren Sie die für diese Klasse normalen zentralen Marktniveaus als ihr Führer bei der Festlegung ihrer eigenen Niveaus für den Kauf.

Dennoch gibt es hier ein Paradoxon. Der Durchschnitt gut ausgewählt Zweitgesellschaft kann genauso vielversprechend sein wie der Durchschnitt Industrieführer. Was dem kleineren Konzern an inhärenter Stabilität fehlt, kann er leicht durch überlegene Wachstumsmöglichkeiten wettmachen. Folglich mag es vielen Lesern unlogisch erscheinen, diesen Begriff zu verwenden „unintelligenter“ Kauf solcher Nebenemissionen in vollem Umfang "Unternehmenswert." Wir denken, dass die stärkste Logik die der Erfahrung ist. Die Finanzgeschichte sagt deutlich, dass der Anleger damit rechnen darf zufriedenstellende Ergebnisse im Durchschnitt von sekundären gemeinsamen Aktien nur dann, wenn er sie für einen Privatmann unter ihrem Wert kauft Besitzer, das heißt auf Schnäppchenbasis.

Der letzte Satz weist darauf hin, dass sich dieser Grundsatz auf den gewöhnlichen *externen* Investor bezieht. Jeder, der ein Zweitunternehmen *kontrollieren* kann oder Teil einer zusammenhängenden Gruppe mit einer solchen Kontrolle ist, ist voll berechtigt, die Aktien auf der gleichen Grundlage zu kaufen, als würde er in eine „nahe Gesellschaft“ oder ein anderes Privatunternehmen investieren. Die Unterscheidung zwischen der Position und der daraus resultierenden Anlagepolitik von Insider und von Outsidern wird immer wichtiger als das Unternehmen selbst verliert an Bedeutung. Es ist ein grundlegendes Merkmal einer Grundschule oder führenden Unternehmen, das normalerweise eine einzelne freistehende Aktie ist so viel wert wie ein Anteil an einem kontrollierenden Block. Bei Zweitgesellschaften ist der *durchschnittliche* Marktwert einer freistehenden Aktie erheblich weniger als es einem kontrollierenden Eigentümer wert ist. Aufgrund dieser Tatsache ist die Frage der Aktionärs-Management-Beziehungen und der Beziehungen zwischen ihnen interne und externe Aktionäre sind tendenziell viel wichtiger und im Fall der Sekundarstufe umstrittener als im Fall der Primärstufe Firmen.

Am Ende von Kapitel 5 kommentierten wir die Schwierigkeit, eine feste und schnelle Unterscheidung zwischen Primär- und Sekundärbereich zu treffen. Die vielen Stammaktien im Grenzbereich können richtig ein Zwischenpreisverhalten zeigen. Es würde nicht sein unlogisch für einen Anleger, eine solche Emission mit einem *kleinen* Abschlag zu kaufen von seinem angezeigten oder Schätzwert, auf der Theorie, dass es nur a ist kleinen Abstand weg von einer primären Klassifikation und dass es kann in nicht allzu ferner Zukunft uneingeschränkt ein solches Rating erwerben.

Daher die Unterscheidung zwischen primären und sekundären Themen muss nicht zu genau gemacht werden; denn wenn es so wäre, dann ein kleiner Unterschied in der Qualität muss einen großen Unterschied im gerechtfertigten Kauf hervorrufen Preis. Damit geben wir einen Mittelweg in der Klassifizierung von Stammaktien zu, obwohl wir von einem solchen abgeraten haben Mittelweg in der Einstufung von Investoren. Unser Grund dafür Scheinbare Widersprüchlichkeit lautet wie folgt: Es entsteht kein großer Schaden einige Unsicherheit des Standpunkts in Bezug auf ein einzelnes Wertpapier, weil solche Fälle sind Ausnahmen und es steht nicht viel auf dem Spiel Angelegenheit. Aber die Wahl des Anlegers zwischen der Defensive oder der Der aggressive Status ist für ihn von großer Bedeutung, und das sollte er auch sich in dieser Grundsatzentscheidung nicht verwirren oder kompromittieren lassen.

KOMMENTAR ZU KAPITEL 7

Es erfordert viel Kühnheit und viel Vorsicht, um ein großes Vermögen zu machen; und wenn man es hat, braucht man zehnmal so viel Verstand, um es zu behalten.

– Nathan Mayer Rothschild

TIMING IST NICHTS

In einer idealen Welt würde der intelligente Investor Aktien nur dann halten, wenn sie billig sind, und sie verkaufen, wenn sie überteuert sind, und sich dann in den Bunker von Anleihen und Bargeld stürzen, bis die Aktien wieder billig genug sind, um sie zu kaufen. Von 1966 bis Ende 2001, so eine Studie, wäre 1 Dollar, der kontinuierlich in Aktien gehalten wurde, auf 11,71 Dollar angewachsen. Aber wenn Sie kurz vor den fünf schlimmsten Tagen eines jeden Jahres aus den Aktien ausgestiegen wären, wäre Ihr ursprünglicher 1 \$ auf 987,12,1 \$ angewachsen

Wie die meisten magischen Marktideen basiert auch diese auf Fingerfertigkeit. Wie genau würden Sie (oder jemand anderes) herausfinden, welche Tage die schlimmsten Tage sein werden – bevor sie ankommen? Am 7. Januar 1973 veröffentlichte die New York Times ein Interview mit einem der besten Finanzprognostiker des Landes, der die Anleger aufforderte, ohne zu zögern Aktien zu kaufen: „Es ist sehr selten, dass Sie so uneingeschränkt optimistisch sein können wie jetzt.“ Dieser Prognostiker hieß Alan Greenspan, und es ist sehr selten, das

1 „The Truth About Timing“, Barron's, 5. November 2001, p. 20. Die Überschrift dieses Artikels ist eine nützliche Erinnerung an ein dauerhaftes Prinzip für den intelligenten Anleger. Wann immer Sie das Wort „Wahrheit“ in einem Artikel über Investitionen sehen, machen Sie sich bereit; Viele der folgenden Zitate sind wahrscheinlich Lügen. (Zum einen hätte ein Investor, der 1966 Aktien kaufte und sie bis Ende 2001 hielt, am Ende mindestens 40 Dollar und nicht 11,71 Dollar erhalten; die in Barron's zitierte Studie scheint die Reinvestition von Dividenden ignoriert zu haben.)

hat sich noch nie so absolut geirrt wie der zukünftige Vorsitzende der US-Notenbank an jenem Tag: 1973 und 1974 erwiesen sich als die schlimmsten Jahre für das Wirtschaftswachstum und den Aktienmarkt seit der Weltwirtschaftskrise.² Können Fachleute den Markt besser timen als Alan

Green? ? „Ich sehe keinen Grund zu der Annahme, dass der größte Teil des Rückgangs hinter uns liegt“, erklärte Kate Leary Lee, Präsidentin der Market-Timing-Firma RM Leary & Co., am 3. Dezember 2001. „Das ist der Zeitpunkt, an dem Sie es wollen auf dem Markt sein“, fügte sie hinzu und prognostizierte, dass Aktien für das erste Quartal 2002 „gut aussehen“.³ In den nächsten drei Monaten erwirtschafteten Aktien eine magere Rendite von 0,28 % und schnitten damit um 1,5 Prozentpunkte schlechter ab als Bargeld.

Leary ist nicht allein. Eine Studie von zwei Finanzprofessoren an der Duke University ergab, dass Sie von 1991 bis 1995 eine jährliche Rendite von 12,6 % erzielt hätten, wenn Sie die Empfehlungen der besten 10 % aller Market-Timing-Newsletter befolgt hätten. Aber wenn Sie es ignoriert hätten Sie und Ihr Geld in einem Aktienindexfonds angelegt hätten, hätten Sie 16,4 % verdient.⁴ Wie der dänische Philosoph Søren Kierkegaard feststellte, kann das Leben nur rückwärts verstanden werden – aber es muss vorwärts gelebt werden. Rückblickend siehst du immer genau, wann du deine Aktien hättest kaufen und verkaufen sollen. Aber lassen Sie sich davon nicht täuschen, dass Sie in Echtzeit sehen können, wann Sie ein- und aussteigen müssen. Auf den Finanzmärkten ist die Rücksicht für immer 20/20, aber die Voraussicht ist rechtlich blind. Und daher ist Market Timing für die meisten Anleger eine praktische und emotionale Unmöglichkeit.⁵

2 The New York Times, 7. Januar 1973, Sonderteil „Economic Survey“, S. 2, 19, 44.

3 Pressemitteilung „Es ist eine gute Zeit, auf dem Markt zu sein, sagt RM Leary & Company“, 3. Dezember 2001.

4 Sie hätten auch Tausende von Dollar an jährlichen Abonnementgebühren gespart (die nicht von den Berechnungen der Erträge dieser Newsletter abgezogen wurden). Und Maklerkosten und kurzfristige Kapitalertragssteuern sind für Market-Timer in der Regel viel höher als für Buy-and-Hold-Anleger. Zur Duke-Studie siehe John R. Graham und Campbell R. Harvey, „Grading the Performance of Market-Timing Newsletters“, Financial Analysts Journal, November/Dezember 1997, S. 54–66, ebenfalls verfügbar unter www.duke.edu/~charvey/research.htm.

5 Weitere Informationen zu sinnvollen Alternativen zum Market Timing – Rebalancing und Dollar Cost Averaging – finden Sie in den Kapiteln 5 und 8.

WAS GEHT . . .

Wie Raumfahrzeuge, die an Geschwindigkeit gewinnen, wenn sie in die Stratosphäre der Erde aufsteigen, scheinen Wachstumsaktien oft der Schwerkraft zu trotzen. Schauen wir uns die Entwicklung von drei der heißesten Wachstumsaktien der 1990er Jahre an: General Electric, Home Depot und Sun Microsystems. (Siehe Abbildung 7-1.)

In jedem Jahr von 1995 bis 1999 wurde jedes größer und profitabler. Der Umsatz verdoppelte sich bei Sun und mehr als verdoppelte sich bei Home Depot. Laut Value Line stieg der Umsatz von GE um 29 %; seine Einnahmen stiegen um 65 %. Bei Home Depot und Sun hat sich der Gewinn pro Aktie etwa verdreifacht.

Aber etwas anderes passierte – und es hätte Graham kein bisschen überrascht. Je schneller diese Unternehmen wuchsen, desto teurer wurden ihre Aktien. Und wenn Aktien schneller wachsen als Unternehmen, tut es den Anlegern immer leid. Wie Abbildung 7-2 zeigt:

Ein großartiges Unternehmen ist keine großartige Investition, wenn Sie zu viel für die Aktie bezahlen.

Je stärker eine Aktie gestiegen ist, desto wahrscheinlicher scheint es, dass sie weiter steigen wird. Aber dieser instinktive Glaube wird durch ein grundlegendes Gesetz der Finanzphysik rundweg widerlegt: Je größer sie werden, desto langsamer wachsen sie. Ein 1-Milliarden-Dollar-Unternehmen kann seinen Umsatz ziemlich leicht verdoppeln; aber wohin kann sich ein 50-Milliarden-Dollar-Unternehmen wenden, um weitere 50-Milliarden-Dollar-Geschäft zu finden?

Wachstumsaktien sind es wert, gekauft zu werden, wenn ihre Preise angemessen sind, aber wenn ihre Kurs-Gewinn-Verhältnisse weit über 25 oder 30 liegen, stehen die Chancen schlecht:

- Die Journalistin Carol Loomis stellte fest, dass es von 1960 bis 1999 nur acht der 150 größten Unternehmen auf der Fortune-500-Liste gelang, ihre Gewinne zwei Jahrzehnte lang um durchschnittlich mindestens 15 % pro Jahr zu steigern.⁶ • Betrachtet man fünf Jahrzehnte data, das Forschungsunternehmen von Sanford C.

Bernstein & Co. zeigten, dass nur 10 % der großen US-Unternehmen ihre Gewinne in mindestens fünf aufeinanderfolgenden Jahren um 20 % gesteigert hatten; nur 3 % waren über mindestens 10 Jahre in Folge um 20 % gewachsen; und kein einziger hatte es 15 Jahre hintereinander getan.⁷

6 Carol J. Loomis, „The 15% Delusion“, Fortune, 5. Februar 2001, S. 102–108.

7 Siehe Jason Zweig, „A Matter of Expectations“, Money, Januar 2001, S. 49–50.

ABBILDUNG 7-2 Schauen Sie nach unten

	Aktienkurs 31.12.02	Aktienkurs KGV 31.12.99	31.12.99 März 2003	KGV
General Electric	51,58 \$	24,35 \$	48.1	15.7
Heimdepot	68,75 \$	23,96 \$	97.4	14.3
Sonne Mikrosysteme	38,72 \$	38,72 \$	123.3	n / A

n / a nicht anwendbar; Sun hatte 2002 einen Nettoverlust.

Quellen: www.morningstar.com, yahoo.marketguide.com

- Eine wissenschaftliche Studie von Tausenden von US-Aktien aus dem Jahr 1951 bis 1998 festgestellt, dass über alle 10-Jahres-Perioden Nettoeinkommen wuchs jährlich um durchschnittlich 9,7 %. Aber für die größten 20% der Unternehmen wuchsen die Gewinne im Jahresdurchschnitt nur um 9,3 %.⁸

Selbst viele Unternehmensleiter verstehen diese Chancen nicht (siehe Seitenleiste auf S. 184).

Der intelligente Investor interessiert sich jedoch für Großes

Wachstumsaktien nicht dann, wenn sie am beliebtesten sind – sondern wenn etwas schief geht. Im

Juli 2002 gab Johnson & Johnson dies bekannt

Bundesbehörden untersuchten Anschuldigungen wegen falscher Aufzeichnungen in einer ihrer Arzneimittelfabriken, und die Aktie verlor 16 % an einem einzigen Tag.

Dadurch fiel der Aktienkurs von J & J gegenüber dem 24-Fachen der vorangegangenen 12 Monate.

Gewinn auf nur das 20-fache. Auf dieser niedrigeren Ebene könnte Johnson & Johnson

wieder einmal zu einer Wachstumsaktie mit Raum zum Wachsen geworden – was es zu einer macht Beispiel für das, was Graham „das relativ unbeliebte Großunternehmen“ nennt.⁹

Diese Art von vorübergehender Unbeliebtheit kann dauerhaften Wohlstand schaffen, indem sie es ermöglicht Sie, ein großartiges Unternehmen zu einem guten Preis zu kaufen.

⁸ Louis KC Chan, Jason Karceski und Josef Lakonishok, „The Level and Persistenz der Wachstumsraten“, National Bureau of Economic Research, Arbeitspapier Nr. 8282, Mai 2001, verfügbar unter www.nber.org/papers/w8282.

⁹ Fast genau 20 Jahre zuvor, im Oktober 1982, die Aktie von Johnson & Johnson verlor 17,5 % seines Wertes in einer Woche, als mehrere Menschen nach der Einnahme starben Tylenol, das von einem unbekannten Außenstehenden mit Zyanid versetzt worden war. Johnson & Johnson reagierte, indem er Pionierarbeit bei der Verwendung von manipulationssicheren Verpackungen leistete Aktien wurden zu einer der großen Investitionen der 1980er Jahre.

HOHES POTENZIAL FÜR HYPE-POTENZIAL

Investoren sind nicht die einzigen Menschen, die dieser Täuschung erliegen. Hyperwachstum kann ewig weitergehen. Im Februar 2000 wurde der Vorstandsvorsitzende John Roth von Nortel Networks gefragt, wie viel größer es sein sein gigantisches Glasfaserunternehmen bekommen könnte. „Die Branche wächst jährlich um 14 bis 15 %“, antwortete Roth, „und wir werden wachsen sechs Punkte schneller. Für ein Unternehmen unserer Größe ist das hübsch berauschendes Zeug.“ Die Aktie von Nortel, die in den letzten sechs Jahren jährlich um fast 51 % gestiegen war, wurde damals zum 87-Fachen der Wall Street gehandelt. Ich habe vermutet, dass es im Jahr 2000 Gewinne machen könnte. War die Aktie überbeuert? „Da geht es hoch“, zuckte Roth mit den Schultern, „aber es gibt noch genug Spielraum, um unsere Bewertung zu steigern, während wir die Wireless-Strategie umsetzen.“ (Schließlich, fügte er hinzu, notierte Cisco Systems bei 121 multipliziert mit den prognostizierten Einnahmen!)¹

Im November 2000 wurde Cisco von seinem Vorstandsvorsitzenden John Chambers, bestand darauf, dass sein Unternehmen weiter wachsen könne mindestens 50 % jährlich. „Die Logik“, erklärte er, „würde darauf hindeuten, dass dies der Fall ist ein Ausreißer.“ Die Aktien von Cisco waren stark gefallen – das war damals Handel mit nur dem 98-fachen seines Gewinns gegenüber dem Vorjahr— und Chambers drängte Investoren zum Kauf. „Also, auf wen willst du wetten? an?“ er hat gefragt. „Jetzt ist vielleicht die Gelegenheit.“²

Stattdessen schrumpften diese Wachstumsunternehmen – und ihre überbeuerten Aktien schrumpften. Die Einnahmen von Nortel gingen 2001 um 37 % zurück, und das Unternehmen verlor in diesem Jahr mehr als 26 Milliarden Dollar. Ciscos Die Einnahmen stiegen 2001 zwar um 18 %, aber das Unternehmen endete mit einem Nettoverlust von mehr als einer Milliarde US-Dollar. Nortels Aktien, bei 113,50 \$, als Roth sprach, beendete 2002 bei 1,65 \$. Ciscos Aktien, die bei 52 Dollar lagen, als Chambers sein Unternehmen als „Ausreißer“ bezeichnete, brachen auf 13 Dollar zusammen.

Inzwischen sind beide Unternehmen vorsichtiger geworden über die Vorhersage der Zukunft.

¹ Lisa Gibbs, „Optic Uptick“, Money, April 2000, S. 54–55.

² Brooke Southall, „Cisco's Endgame Strategy“, InvestmentNews, November 30, 2000, S. 1, 23.

SOLLTEN SIE ALLE EIER IN EINEN KORB LEGEN?

„Legen Sie alle Ihre Eier in einen Korb und beobachten Sie dann diesen Korb“, behauptete der Profi Andrew Carnegie vor einem Jahrhundert. „Verstreue deinen Schuss nicht. . . . Die großen Erfolge des Lebens werden durch Konzentration erzielt.“ Wie Gra Ham betont, haben „die wirklich großen Vermögen aus Stammaktien“ von Leuten gemacht, die ihr ganzes Geld in eine Investition gepackt haben sie wussten es sehr gut.

Nahezu alle reichsten Menschen in Amerika führen ihren Reichtum auf eine konzentrierte Investition in eine einzelne Branche oder sogar ein einzelnes Unternehmen zurück (denken Sie an Bill Gates und Microsoft, Sam Walton und Wal-Mart oder die Rockefellers und Standard Oil). Die Forbes 400-Liste der Reichsten Die Amerikaner zum Beispiel wurden von undiversifizierten Vermögen dominiert seit der ersten Zusammenstellung im Jahr 1982.

Allerdings wurden auf diese Weise fast keine kleinen Vermögen gemacht – und nicht viele große Vermögen wurden auf diese Weise gehalten. Was Carnegie zu erwähnen vernachlässigt hat, ist, dass Konzentration auch das Beste ausmacht Misserfolge des Lebens. Sehen Sie sich noch einmal die „Rich List“ von Forbes an. Bereits 1982, die Das durchschnittliche Nettovermögen eines Forbes-400-Mitglieds betrug 230 Millionen US-Dollar. Zu schaffen es auf die Forbes 400 von 2002, das durchschnittliche Mitglied von 1982 brauchte, um nur eine durchschnittliche jährliche Rendite von 4,5 % auf sein Vermögen zu erwirtschaften—in einer Zeit, in der sogar Bankkonten weit mehr einbrachten und der Aktienmarkt legte im Jahresdurchschnitt um 13,2 % zu.

Wie viele der Forbes 400-Vermögenswerte von 1982 blieben also bestehen? die Liste 20 Jahre später? Nur 64 der ursprünglichen Mitglieder – ein dürrtiger 16 % – standen 2002 noch auf der Liste. Indem sie alle ihre Eier in einem halten Korb, der sie überhaupt erst auf die Liste gebracht hatte – einst boomende Branchen wie Öl und Gas, Computerhardware oder Grundstoffe Herstellung – alle anderen ursprünglichen Mitglieder fielen weg. Wenn hart Mal getroffen, keiner dieser Leute – trotz all der enormen Vorteile, die das hat großen Reichtum bringen kann – waren richtig vorbereitet. Sie konnten nur steh daneben und zuckte angesichts des ekelerregenden Knirschens zusammen, wenn die sich ständig verändernde Wirtschaft ihren einzigen Korb und all ihre Eier zerquetscht.¹⁰

¹⁰ Für die Beobachtung, dass es erstaunlich schwierig ist, bei Forbes zu bleiben 400, bin ich dem Investmentmanager Kenneth Fisher (selbst ein Forbes Kolumnist).

DIE Schnäppchenkiste

Sie könnten denken, dass es in unserer endlos vernetzten Welt ein Kinderspiel wäre, eine Liste von Aktien zu erstellen und zu kaufen, die Grahams Kriterien für Schnäppchen erfüllen (S. 169). Obwohl das Internet eine Hilfe ist, müssen Sie immer noch einen Großteil der Arbeit von Hand erledigen.

Schnappen Sie sich ein Exemplar des heutigen Wall Street Journal, gehen Sie zum Abschnitt „Geld & Investieren“ und werfen Sie einen Blick auf die NYSE- und NASDAQ-Scorecards, um die Tageslisten der Aktien zu finden, die im vergangenen Jahr neue Tiefststände erreicht haben – schnell und einfach einfache Möglichkeit, nach Unternehmen zu suchen, die Grahams Networking-Capital-Tests bestehen könnten. (Online versuchen Sie es mit <http://quote.morningstar.com/highlow.html?msection=HighLow>.)

Um zu sehen, ob eine Aktie für weniger als den Wert des Nettoumlaufkapitals verkauft wird (was Grahams Anhänger „Netto-Nettos“ nennen), laden Sie den neuesten Quartals- oder Jahresbericht von der Website des Unternehmens oder von der EDGAR-Datenbank unter www.sec.gov. Ziehe vom Umlaufvermögen des Unternehmens seine gesamten Verbindlichkeiten ab, einschließlich aller Vorzugsaktien und langfristigen Schulden. (Oder konsultieren Sie das Exemplar der Value Line Investment Survey in Ihrer örtlichen öffentlichen Bibliothek und sparen Sie sich ein kostspieliges Jahresabonnement. Jede Ausgabe enthält eine Liste von „Schnäppchen-Basisaktien“, die Grahams Definition nahe kommen.) Die meisten dieser Aktien waren in letzter Zeit im Handel ausgebombte Bereiche wie Hightech und Telekommunikation.

Zum 31. Oktober 2002 verfügte Comverse Technology beispielsweise über 2,4 Milliarden US-Dollar Umlaufvermögen und 1,0 Milliarden US-Dollar Gesamtverbindlichkeiten, was ihm ein Nettoumlaufvermögen von 1,4 Milliarden US-Dollar beschert. Mit weniger als 190 Millionen Aktien und einem Aktienkurs von unter 8 US-Dollar pro Aktie hatte Comverse eine Marktkapitalisierung von insgesamt knapp 1,4 Milliarden US-Dollar. Da die Aktien nicht mehr als den Wert der Barmittel und Vorräte von Comverse bewerteten, verkaufte sich das laufende Geschäft des Unternehmens im Wesentlichen umsonst. Wie Graham wusste, kann man mit einer Aktie wie Comverse immer noch Geld verlieren – weshalb man sie nur kaufen sollte, wenn man ein paar Dutzend auf einmal findet und sie geduldig hält. Aber in den sehr seltenen Fällen, in denen Mr. Market so viele echte Schnäppchen generiert, sind Sie so gut wie sicher, dass Sie Geld verdienen.

WAS IST IHRE AUSSENPOLITIK?

Die Investition in ausländische Aktien ist für den intelligenten Anleger vielleicht nicht zwingend erforderlich, aber auf jeden Fall ratsam. Wieso den? Versuchen wir es mit einem kleinen Gedanken