

1. KAPITEL

Investieren Sie schon, oder spekulieren Sie noch?

»[T]he investor should feel sure of himself and of his advisors [...] as to whether they have a clear concept of the differences between investment and speculation and between market price and underlying value.«

BENJAMIN GRAHAM

Wenn Sie, liebe Leserin, lieber Leser, darüber nachdenken, wie Sie bislang Ihre Geldanlageentscheidungen getroffen haben: Würden Sie dann sagen, dass Sie investiert oder eher spekuliert haben? Vermutlich werden Sie antworten: Es kommt darauf an, wie man Investieren und Spekulieren definiert. Recht haben Sie. In der Tat können die Begriffe Investieren und Spekulieren für unterschiedliche Personen zu unterschiedlichen Zeiten durchaus unterschiedliche Bedeutung haben.

Etwas flapsig könnte man sagen: Investieren ist erfolgreiches Spekulieren, und Spekulieren ist erfolgloses Investieren. Doch ganz so einfach sollte man es sich nicht machen. Benjamin Graham (1894–1976) – akademischer Lehrer, Investor und Autor der in Fachkreisen bekannten und eifrig rezipierten Bestseller *Security Analysis* (1934, dt.: *Die Geheimnisse der Wertpapieranalyse*), den er gemeinsam mit David L. Dodd (1885–1988) verfasst hat, und *The Intelligent Investor* (1949; dt.: *Intelligent investieren*) – hat sich eingehend mit der Frage auseinandergesetzt, was Investieren und was Spekulieren eigentlich ausmacht. Seine Überlegungen dazu sind zeitlos, sind heute noch hilfreich für jeden, der investieren – und nicht spekulieren – will.

Graham verdeutlicht den Unterschied zwischen Investieren und Spekulieren mit dem Konzept der *Sicherheitsmarge* (»Margin of Safety«). Die Sicherheitsmarge bezeichnet die Differenz zwischen dem fundamentalen (oder: intrinsischen) Wert eines Wertpapiers und seinem Kaufpreis. Kostet beispielsweise eine Aktie an der Börse 40 US-Dollar, und beträgt ihr Wert (den Sie als Investor nach aufwendiger Analyse ermittelt haben) 100 US-Dollar, so beträgt die Sicherheitsmarge 60 US-Dollar oder 60 Prozent: Um diesen Betrag beziehungsweise Prozentsatz kann der Wert der Aktie fallen, ohne dass Ihr investiertes Kapital verloren geht.

Eine hohe Sicherheitsmarge stellt dem Investor zum einen erhöhte Renditechancen in Aussicht, in unserem Beispiel von 150 Prozent (wenn die Aktie, die man zu 40 US-Dollar gekauft hat, nachfolgend auf ihren Wert von 100 US-Dollar steigt). Eine hohe Sicherheitsmarge schützt den Investor zum anderen davor, die Erfolgsaussichten – und damit den Wert der Aktie – zu überschätzen und einen zu hohen Preis zu bezahlen. Wir können damit festhalten: Je höher (niedriger) die Sicherheitsmarge ausfällt, desto höher (niedriger) ist die Renditechance, und desto niedriger (höher) das Risiko für den Investor. Doch gibt es überhaupt Phasen, in denen die Preise an der Börse von ihrem Wert abweichen und in denen ein umsichtiger Graham-Investor das Prinzip der Sicherheitsmarge ausnutzen kann?

Vertreter der modernen Finanzmarkttheorie verneinen das. Sie sind der Auffassung, die Börsenkurse entsprächen stets ihrem fundamentalen (intrinsischen) Wert und dass es deswegen für den Anleger nicht möglich sei, durch gezielte Auswahl von Aktien eine Rendite zu erzielen, die höher ist als die Rendite des Gesamtmarktes. Auf diesen Glaubenssätzen ist die heutige Finanzbranche, ist das Verhalten der Mehrheit der Finanzmarktakteure aufgebaut. Doch ist das, was die moderne Finanzmarkttheorie sagt, überzeugend?

Man darf durchaus Zweifel anmelden. Logische Gründe sprechen gegen die moderne Finanzmarkttheorie: Würden die Börsenkurse stets ihrem Wert entsprechen, würde es gar keinen Handel, keine Transaktionen geben (können). Denn dann hätte niemand einen Grund zu kaufen oder zu verkaufen. Und das entspricht natürlich nicht der Wirklichkeit: Auf den Finanzmärkten wird vielmehr fortwährend gehandelt, eben weil unterschiedliche Markt-

akteure unterschiedliche Einschätzungen über den richtigen Wert von Aktien, Anleihen und Devisen haben.

Die Erfahrung zeigt, dass es immer wieder Phasen gibt, in denen Sorge, Furcht und Panik den Börsenkurs der Aktie weit unter ihren Wert treiben können. Ein Beispiel ist die Finanz- und Wirtschaftskrise 2008/2009. Die Aktienkurse fielen extrem stark und viele rutschten unter ihren Wert, auch die von Unternehmen, die erfolgreiche Geschäftsmodelle hatten und die weiterhin in der Lage waren, Gewinne zu erzielen. Gerade in der Zeit der großen Krise boten sich ausgezeichnete Kaufgelegenheiten: Denn nach Graham investiert man dann beherzt, wenn die Sicherheitsmarge hinreichend hoch ausfällt.

Aus diesem Blickwinkel betrachtet, wird auch deutlich, dass Aktieninvestments nicht per se spekulative und Anleiheinvestments nicht per se nicht-spekulative, sichere Investments sind. Es kommt vielmehr auf die Sicherheitsmarge an. Graham berichtet in diesem Zusammenhang, dass in den 1920er-Jahren Anleihen von US-amerikanischen Eisenbahngesellschaften als risikoarme Papiere heiß begehrt waren und problemlos bei Privatanlegern platziert wurden. Dann jedoch, in der »Großen Depression« Ende der 1920er-/Anfang der 1930er-Jahre, fielen die Kurse dieser Papiere um bis zu 90 Prozent – das Papier, das zuvor 1 US-Dollar an der Börse kostete, war nun für 0,1 US-Dollar zu haben.

Die gleichen Anleihen, die vor dem Kurssturz als sicher gegolten hatten, wurden, nachdem die Kurse gefallen waren, als risikoreich angesehen, und viele Anleger machten einen großen Bogen um sie. Einige kundige Investoren erkannten jedoch, dass die Eisenbahngesellschaften noch über ausreichende finanzielle Mittel verfügten, um die Anleihen zumindest teilweise zu bedienen. Sie schätzten den Wert der Anleihen auf 0,4 US-Dollar – und kauften. Schließlich betrug die Sicherheitsmarge für die Anleihen aufgrund des Kursrutsches 300 Prozent! Damit wird deutlich: Der intrinsische Wert im Vergleich zum Marktpreis entscheidet darüber, ob ein Wertpapier eine sinnvolle Investition oder eine (unvertretbare) Spekulation ist.

In der Regel notieren Aktien großer und bekannter Unternehmen (»Blue Chips«) relativ teuer an der Börse. Denn viele Anleger neigen dazu, Aktien bekannter Namen zu kaufen. Auf diese Weise glauben sie, ihr Investitionsrisiko zu begrenzen. Aus Sicht eines

Graham-Investors ist dieses Vorgehen allerdings nicht überzeugend. Übersehen wird, dass der Preis, den man für die Aktien der Großen und Bekannten zu bezahlen hat, häufig keine attraktive Sicherheitsmarge bietet. Nicht nur fällt die Investitionsrendite gering(er) aus, der Investor geht auch ein erhöhtes Kapitalverlustrisiko ein (wenn der Wert der Aktien nahe am Kaufpreis oder gar darunter liegt).

Damit wird deutlich, was Spekulieren ist: Man spekuliert, wenn man den Wert eines Wertpapiers, das man erwirbt, nicht kennt. Und wenn man den Wert nicht (annähernd) kennt, lässt sich auch die Sicherheitsmarge nicht mit hinreichender Gewissheit abschätzen. Der Spekulant kann Glück haben, dass das Papier, das er kauft, tatsächlich einen deutlich höheren Wert hat als der Preis, den er bezahlt. Wenn das aber nicht der Fall ist – wenn also die Sicherheitsmarge gering ausfällt oder gar negativ ist (der Wert des Papiers unter dem Kaufpreis liegt) –, läuft er Gefahr, eine geringe oder gar negative Rendite einzufahren.

Mit Graham lässt sich sagen: Der Investor trägt ein geringeres Risiko als der Spekulant, weil der Investor, anders als der Spekulant, mit dem Prinzip »Preis-versus-Wert« arbeitet. Damit kommen wir zu einer ganz entscheidenden Frage: Wie lässt sich der Wert eines Wertpapiers ermitteln? Betrachten wir dazu ein Unternehmen beziehungsweise seine Aktie. Zur Wertbestimmung gibt es eine feste Formel: Der Wert der Aktie ist die Summe aller *abgezinsten* künftigen Gewinne.

Wie man Aktien bewertet

Nehmen wir an, Sie analysieren ein Unternehmen und kommen zum Schluss, dass es Ihnen einen Gewinn von 100 Euro pro Jahr für die kommenden 10 Jahre beschert. Welchen Preis sind Sie maximal bereit, für das Unternehmen beziehungsweise für seine Aktie zu zahlen? Zunächst werden Sie in Erfahrung bringen, wie hoch der Marktzins ist. Nehmen wir an, er beträgt 5 Prozent pro Jahr. Das heißt, wenn Sie zu 5 Prozent pro Jahr 100 Euro anlegen, haben Sie am Ende eines Jahres 105 Euro (vor Steuern, wohlgemerkt). Daraufhin werden Sie die *erwarteten* Gewinne des Unternehmens abzinsen auf die

Gegenwart, also ihren *Barwert* ermitteln: Der Wert des Unternehmens entspricht der *Summe aller abgezinster Gewinne*. In unserem Beispiel ergibt sich ein Barwert in Höhe von 772,20 Euro.

Abb. 1: Wie man den Wert eines Unternehmens ermittelt
Gewinne, Barwert der Gewinne und Unternehmenswert – ein Beispiel

Jahr	Gewinn pro Jahr	Abgezinster Gewinn auf das Jahr ⁽¹⁾	Barwert der Investition*
0			772,2
1	100	95,2	...
2	100	90,7	...
3	100	86,4	...
4	100	82,3	...
5	100	78,4	...
6	100	74,6	...
7	100	71,1	...
8	100	67,7	...
9	100	64,5	...
10	100	61,4	...

Quelle: Eigene Berechnungen. Annahme: Marktzins beträgt 5 Prozent pro Jahr.

⁽¹⁾ Beispielsweise beträgt der Barwert der Zahlung im Jahr 2: $100 / ((1+0,5)^2) = 90,7$, der der Zahlung in Jahr 8: $100 / ((1+0,5)^8) = 67,7$.

*Summe der Beträge in Spalte 3.

Wenn die Aktie der Firma an der Börse 772,20 Euro kostet, können Sie entweder Ihr Geld zu 5 Prozent anlegen oder die Aktie kaufen. Beides erzielt die gleiche Rendite. Liegt der Börsenkurs *über* 772,20 Euro, ist es vorteilhafter für Sie, wenn Sie Ihr Geld zu 5 Prozent anlegen. Denn die Aktie, wenn sie für mehr als 772,20 Euro gekauft wird, bringt Ihnen eine Rendite von weniger als 5 Prozent. Liegt der Börsenkurs *unter* 772,20 Euro, ist es hingegen vorteilhafter für Sie, die Aktie zu erwerben anstatt das Geld zu 5 Prozent pro Jahr anzulegen.