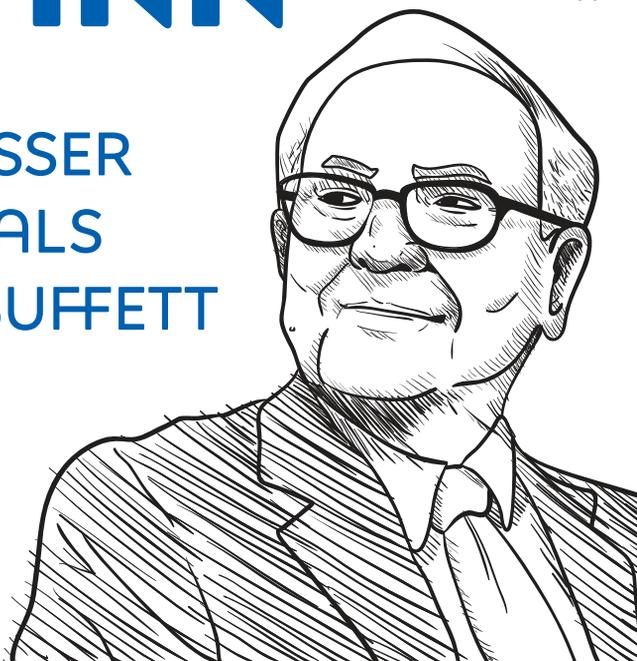


TOBIAS E. CARLISLE

Die
Anlagemethode
für den modernen
Value-
Investor

IM EINKAUF LIEGT DER (BÖRSEN-) GEWINN

WIE SIE BESSER
ANLEGEN ALS
WARREN BUFFETT



Börsenbuchverlag

Tobias E. Carlisle
Im Einkauf liegt der (Börsen-)Gewinn

TOBIAS E. CARLISLE

**IM EINKAUF
LIEGT DER
(BÖRSEN-)
GEWINN**

börsenbuch  verlag

WIE SIE BESSER
ANLEGEN ALS
WARREN BUFFETT



Die Originalausgabe erschien unter dem Titel
The Acquirer's Multiple: How the Billionaire Contrarians of Deep Value Beat the Market
ISBN 978-0692928851

Copyright der Originalausgabe 2017:
Copyright © 2017 Tobias E. Carlisle.
All rights reserved.

Copyright der deutschen Ausgabe 2020:
© Börsenmedien AG, Kulmbach

Übersetzung: Egbert Neumüller
Coverillustration: Ivan Kristianto / Shutterstock.com
Gestaltung, Satz und Herstellung: Daniela Freitag
Lektorat: Claus Rosenkranz
Druck: GGP Media GmbH, Pößneck

ISBN 978-3-86470-664-6

Alle Rechte der Verbreitung, auch die des auszugsweisen Nachdrucks,
der fotomechanischen Wiedergabe und der Verwertung durch Datenbanken
oder ähnliche Einrichtungen vorbehalten.

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

BÖRSEN  MEDIEN
AKTIENGESELLSCHAFT

Postfach 1449 • 95305 Kulmbach
Tel: +49 9221 9051-0 • Fax: +49 9221 9051-4444
E-Mail: buecher@boersenmedien.de
www.boersenbuchverlag.de
www.facebook.com/boersenbuchverlag

FÜR NICK, STELL, TOM UND OLLY.

VORWORT	9
KAPITEL 1	
So handeln milliardenschwere antizyklische Investoren ..	15
KAPITEL 2	
Der Hedgefonds des jungen Buffett	35
KAPITEL 3	
Der große Berkshire-Hathaway-„Beutezug“	45
KAPITEL 4	
Buffetts wundervolle Unternehmen zu guten Preisen	53
KAPITEL 5	
So schlägt man die Börsen-Zauberformel	67
KAPITEL 6	
Der Übernahmefaktor	75
KAPITEL 7	
Das Geheimrezept: So schlägt man den Markt	87

INHALT

KAPITEL 8

So funktioniert Deep Value 101

KAPITEL 9

Der Piratenkönig 115

KAPITEL 10

Die neuen Gentlemen des Vermögens 125

KAPITEL 11

Die Kunst des Deep-Value-Investings 141

KAPITEL 12

Die acht Deep-Value-Regeln 153

ANHANG: DIE EINZELHEITEN DER SIMULATION 163

ANMERKUNGEN 173

DANKSAGUNG 176

VORWORT

„Es ist besser, wenn man Glück hat. Aber lieber noch bin ich exakt. Wenn dann das Glück kommt, ist man parat.“

– Ernest Hemingway, „Der alte Mann und das Meer“ (1952)

Dieses Buch ist eine kurze, einfach gehaltene Erklärung einer der leistungsfähigsten Ideen im Bereich der Geldanlage: hü!

Hü?

„Hü“ sagen, wenn die Masse „hott“ sagt. Hü mit den Value-Anlegern. Hü mit den antizyklischen Anlegern.

Und zwar aus folgendem Grund: Einen guten Preis bekommt man nur, wenn man das kauft, was die Masse verkaufen will, und das verkauft, was die Masse kaufen will. Das bedeutet nämlich einen niedrigen Preis. Und es kann bedeuten, dass die Aktie unterbewertet ist. Und das ist gut. Es heißt nämlich, dass das Verlustrisiko geringer ist als die Gewinnchance. Wenn man sich irrt, verliert man nicht viel. Liegt man richtig, kann man viel verdienen.

Wenn man unterbewertete Aktien findet, stellt man oft fest, dass sie aus gutem Grund so billig sind: Die Geschäfte gehen schlecht. Warum sollte man eine unterbewertete Aktie kaufen, deren Geschäfte anscheinend schlecht laufen? Weil die Märkte von einer mächtigen Kraft beherrscht werden, die als *Rückkehr zum Mittelwert* oder *Mittelwertrückkehr* bezeichnet wird: von der Idee, dass die Dinge zum Normalzustand zurückkehren.

Die Rückkehr zum Mittelwert befördert unterbewertete Aktien hinauf und teure Aktien hinunter. Sie befördert schnell wachsende,

profitable Unternehmen hinunter und schrumpfende Verlustmacher hinauf. Das funktioniert bei Aktienmärkten, Branchen und ganzen Volkswirtschaften. Auch beim Konjunkturzyklus: nach dem Abschwung der Aufschwung, nach dem Aufschwung der Abschwung.

Die besten Anleger wissen das. Sie warten auf die Wende der Geschichte einer Aktie. Während die Masse annimmt, dass der Trend ewig anhält, sagen Deep-Value-Anleger und Antizykliker hü, bevor die Wende kommt.

Die Rückkehr zum Mittelwert hat für Anleger zwei bedeutsame Konsequenzen:

1. Unterbewertete, in Ungnade gefallene Aktien schlagen meistens den Markt, glamouröse, teure Aktien nicht.
2. Schnell wachsende Unternehmen werden meistens irgendwann langsamer. Hochprofitable Unternehmen werden meist irgendwann weniger profitabel. Auch das Gegenteil trifft zu. Stagnierende oder schrumpfende Unternehmen vollziehen meist irgendwann eine Wende und beginnen wieder zu wachsen. Unprofitable Unternehmen werden meist irgendwann profitabler.

Wenn Sie die Art und Weise kennen, wie der Milliardär Warren Buffett investiert, mag Sie das überraschen. Als Value-Investor kauft er unterbewertete Aktien – allerdings nur eine spezielle Gruppe mit nachhaltigen hohen Gewinnen. Er nennt sie „wundervolle Unternehmen zu guten Preisen“. Und diese zieht er „guten Unternehmen zu wundervollen Preisen“ vor, also solchen, die zwar unterbewertet, deren Profitabilität jedoch durchgewachsen ist.

Der milliardenschwere Fondsmanager Joel Greenblatt hat Buffetts Idee von den wundervollen Unternehmen zu guten Preisen einmal überprüft. Dabei stellte er fest, dass sie den Markt schlägt, und schrieb

darüber im Jahr 2006 ein tolles Buch mit dem Titel „Die Börsen-Zauberformel“. Es ist eines der erfolgreichsten Bücher aller Zeiten über Geldanlage.

Wir haben nun Greenblatts Buch einem Test unterzogen und festgestellt, dass er recht hat. Buffetts wundervolle Unternehmen zu guten Preisen schlagen den Markt. Aber hier nun die Überraschung: Gute Unternehmen zu wundervollen Preisen laufen noch besser.

In diesem Buch werde ich vorführen, wie man solche guten Unternehmen zu wundervollen Preisen findet. Und ich erkläre in klaren, einfachen Worten, weshalb sie Buffetts wundervolle Unternehmen zu guten Preisen übertreffen.

Über den erwähnten Test habe ich 2012 und dann wieder in meinem Buch „Deep Value“ aus dem Jahr 2014 geschrieben. Für ein teures, gewissermaßen wissenschaftliches Lehrbuch über Bewertung und Unternehmensführung verkaufte es sich ziemlich gut – aber ich wollte ein Buch, das auch von nichtprofessionellen Anlegern gelesen werden könnte.

Das vorliegende Buch ist als Wanderführer im Taschenformat für den Weg zu guten Unternehmen zu wundervollen Preisen gedacht. Seine Aufgabe ist es, zur Verbreitung der antizyklischen Botschaft beizutragen. Es ist eine Sammlung der besten Gedanken aus meinen Büchern „Deep Value“, „Quantitative Value“ und „Concentrated Investing“. Im vorliegenden Buch werden die dort dargestellten Ideen vereinfacht, zusammengefasst und weiter ausgeführt.

Es basiert auf Vorträgen, die ich in Harvard, an der Caltech, bei Google, vor der New York Society of Security Analysts (NYSSA), vor der Chartered Financial Analysts Association of Los Angeles (CFA LA) und andernorts gehalten habe.

Meine Arbeiten wurden in *Forbes*, *The Harvard Business Review*, *The Journal of Applied Corporate Finance*, in zwei Ausgaben von „Introduction to Corporate Finance“ von Booth und Cleary sowie im *Manual of Ideas* veröffentlicht. Über die darin enthaltenen Ideen habe ich unter

anderem in den Fernseh- und Radioprogrammen von *Bloomberg*, bei *Yahoo Finance*, *Sky Business* und *NPR* gesprochen.

Die überwältigende Mehrheit reagiert darauf ungläubig. Warum? Viele finden diese Ideen nicht einleuchtend – sie widersprechen unserer intuitiven Vermutung, wie die Welt funktioniert. Manche Menschen finden sie aber vollkommen einleuchtend.

Um dieses Buch zu verstehen, braucht man weder Anwalt, geprüfter Finanzanalyst noch ein technisches Genie oder Harvard-Absolvent zu sein. Buffett schrieb 1984: „Es erstaunt mich, dass die Vorstellung, Dollarscheine für 40 Cent zu kaufen, bei den Menschen entweder sofort anschlägt oder überhaupt nicht.“¹

„Ein Kollege ... der keine formale wirtschaftliche Ausbildung genossen hat, versteht die Value-Methode der Geldanlage sofort und wendet sie schon nach fünf Minuten an.“

In diesem Buch lege ich die Zahlen und meine Überlegungen vor. Wir schauen uns die von milliardenschweren Deep-Value-Anlegern ausgewählten Aktien detailliert an:

- Warren Buffett
- Carl Icahn
- Daniel Loeb
- David Einhorn

Wir schauen uns die Strategien von Buffett und seinem Lehrer Benjamin Graham sowie die anderer Antizykliker an, darunter:

- Paul Tudor Jones, milliardenschwerer *Trader*
- Peter Thiel, milliardenschwerer *Wagniskapitalgeber*
- Michael Steinhardt, milliardenschwerer *Global-Macro-Investor*

Ich habe dieses Buch so geschrieben, dass man es in wenigen Stunden durchlesen kann. Es ist für meine Kinder und meine Familie geschrieben, für meine Freunde, für Menschen, die zwar klug sind, aber keine *Börsenmenschen*. Das heißt, es ist in einfachem Englisch verfasst – und liegt hier nun auf Deutsch vor. Wenn ich einen Börsenbegriff erklären musste, versuchte ich das so einfach wie möglich zu tun. Und dieses Buch ist vollgepackt mit Tabellen und Zeichnungen, die erklären, warum es so wichtig ist, hü zu sagen, wenn die Masse hott sagt. Sie werden erfahren, weshalb gute Aktien zu wundervollen Preisen den Markt *und* wundervolle Aktien zu guten Preisen schlagen. Fangen wir an!

KAPITEL 1

SO HANDELN MILLIARDENSCHWERE ANTIZYKLISCHE INVESTOREN

„Um den Markt zu schlagen, muss man etwas anders machen als der Markt.“

– Joel Greenblatt,
Talks at Google, 4. April 2017

„Hü oder hott“ – Grundbedeutung: Zurufe an ein Zugtier, „vorwärts“ und „halt“, im übertragenen Sinne für gegensätzliche Entscheidungen gebraucht, vor allem bei Wankelmut: „Einmal hü und einmal hott sagen“.

Die antizyklischen Deep-Value-Anleger, die Milliarden verdient haben, sagen hü, wenn die Masse hott sagt.

Sie kaufen *das*, *was* die Masse verkaufen will. Sie verkaufen, *wenn* die Masse kaufen will.

Sie kaufen Aktien mit fallenden Kursen ...

... mit schrumpfenden Gewinnen ...

... die Verlust machen ...

... die bankrottgehen ...

... die bankrottgegangen sind.

Aber das tun sie nur, wenn die Aktie stark unterbewertet ist.

Der milliardenschwere Value-Investor Warren Buffett ist für die Aussage bekannt, er versuche „ängstlich zu sein, wenn die anderen gierig sind, und gierig zu sein, wenn die anderen ängstlich sind“. Anders ausgedrückt sagt Buffett hü, wenn die Masse hott sagt.

Der milliarden schwere Heuschrecken-Investor Carl Icahn ist wie Buffett Value-Anleger. Er wurde einmal als der „Antizykliker, der allen Antizyklikern ein Ende macht“, bezeichnet.² Ken Moelis, ehemaliger Leiter des Investmentbankings bei UBS, sagte über Icahn: „Er kauft im schlechtesten denkbaren Moment, wenn es keinen Grund gibt, einen Lichtstreif zu sehen, und wenn niemand seiner Meinung ist.“³ Icahn erklärt, warum:⁴

„Die herrschende Meinung ist meistens falsch. Wenn man mit einem Trend geht, zerrinnt einem das Momentum immer zwischen den Fingern. Deshalb kaufe ich unglamouröse Unternehmen, die meistens in Ungnade gefallen sind. Noch besser ist es, wenn die ganze Branche die Anlegergunst verloren hat.“

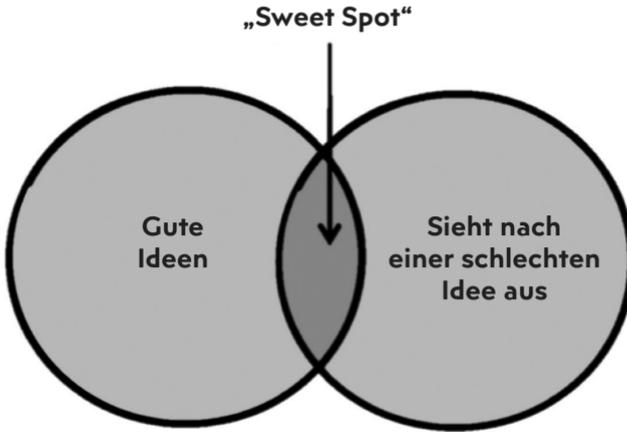
Icahn sagt hü, wenn die Masse hott sagt.

Der milliarden schwere Trader Paul Tudor Jones ist als Antizykliker bekannt. In dem Buch „Magier der Märkte“ von Jack D. Schwager aus dem Jahr 1989 sagte er:

„Ich habe gelernt, dass Märkte zwar dann am besten aussehen, wenn sie neue Hochs erreichen, aber dass das häufig auch der beste Zeitpunkt ist, zu verkaufen. Um ein guter Trader zu sein, muss man in gewissem Maße antizyklisch handeln.“

Paul Tudor Jones sagt hü, wenn der Markt hott sagt.

Der milliarden schwere Investor Peter Thiel zeichnet ein Diagramm, um den idealen Bereich, den „Sweet Spot“, der von ihm ausgewählten Aktien zu beschreiben:



**Der Sweet Spot:
Eine gute Idee, die nach einer schlechten aussieht**

Quelle: Paul Graham, „Black Swan Farming“, September 2012,
verfügbar unter <http://www.paulgraham.com/swan.html>

Thiels „Sweet Spot“ ist eine gute Idee, die für die Masse nach einer schlechten Idee aussieht. Aber Thiel hält sie für eine möglicherweise gute Idee. Thiel sagt hü, während die Masse hott sagt.

Der milliardenschwere Global-Macro-Investor Michael Steinhardt verwandelte das Geld seiner Anleger in den 30 Jahren bis 1995 in den 500-fachen Betrag. In seiner Autobiografie beschreibt Steinhardt, wie er einem Praktikanten erklärte, worauf er achtet: ⁵

„Ich erklärte ihm, im Idealfall müsse er mir in zwei Minuten vier Dinge sagen können: (1) die Idee, (2) die herrschende Ansicht, (3) seine davon abweichende Wahrnehmung und (4) ein auslösendes Ereignis. Keine kleine Leistung. In Fällen, in denen keine abweichende Wahrnehmung vorlag ... hatte ich meistens kein Interesse und riet von der Investition ab.“

KAPITEL 1

Steinhardts „abweichende Wahrnehmung“ ist eine Ansicht, die sich von derjenigen der Masse unterscheidet. Steinhardt versucht, hü zu sagen, wenn die Masse hott sagt.

Der milliarden schwere Global-Macro-Investor Ray Dalio schreibt:⁶

„Man muss eigenständig denken, wenn man an den Märkten erfolgreich sein will, denn die herrschende Meinung ist bereits eingepreist. Man muss eine Ansicht haben, die sich von der Konsensmeinung unterscheidet.“

Dalio sagt also, dass man den Markt nur dann schlägt, wenn man hü sagt.

Der Milliardär Howard Marks, der in notleidende Schuldpapiere investiert, schreibt: „Um überlegene Investmentergebnisse zu erzielen, muss man vom Konsens abweichende Ansichten über den Wert haben und diese müssen zutreffen.“⁷ Laut dem Wagniskapitalgeber Andy Rachleff stellt sich Marks für Investments ein Raster mit vier Feldern vor, das so aussieht:

	Konsens	Vom Konsens abweichend
Richtig	X	✓
Falsch	X	X

Überdimensionale Renditen: Richtig und vom Konsens abweichend

Quelle: Andy Rachleff, „Demystifying Venture Capital Economics, Part 1“, verfügbar unter <https://blog.wealthfront.com/venture-capital-economics/>

Auf der einen Seite kann man entweder mit dem Konsens – mit der Masse – gehen oder davon abweichen – *hü*. Auf der anderen Seite kann man *richtig-* oder *falschliegen*. Rachleff erläutert sein Raster:⁸

„Natürlich verdient man kein Geld, wenn man falschliegt. Überdimensionale Gewinne kann man als Anleger und als Unternehmer nur erwirtschaften, wenn man richtigliegt und vom Konsens abweicht.“

Man schlägt den Markt nicht, wenn man falschliegt oder mit der Masse hott sagt.

Dieser letzte Punkt überrascht viele Anlageneulinge. Man schlägt den Markt nicht, wenn man richtigliegt und mit der Masse hott sagt? Nein. Man schlägt den Markt nicht, wenn man richtigliegt und die Masse schon zu dem Schluss gekommen ist, dass die Aktie gut ist. Der Grund? Wie wir noch sehen werden, zahlt man einen hohen Preis, der die Hoffnungen der Masse für die Aktie widerspiegelt. Die Aktie schlägt den Markt selbst dann nicht, wenn sie diese großen Hoffnungen erfüllt.

Man kann den Markt nicht schlagen, wenn man mit ihm hott sagt. Um ihn zu schlagen, muss man *hü* sagen, wenn die Masse hott sagt. Und zwar aus folgendem Grund: Einen niedrigen Preis bekommt man nur dann, wenn man das kauft, was die Masse verkaufen will, und dann verkauft, wenn die Masse kaufen will.

Ein *niedriger* Preis ist ein Preis, der unter dem Wert der Aktie liegt. Das bedeutet eine unfaire, einseitige Wette: geringe Verlustmöglichkeit und hohe Gewinnmöglichkeit. Die geringe Verlustmöglichkeit bedeutet, dass der Preis das Worst-Case-Szenario bereits enthält. Das bietet uns Spielraum für Irrtümer. Wenn wir falschliegen, verlieren wir nicht viel. Wenn wir richtigliegen, verdienen wir viel. Die größere Gewinnmöglichkeit bedeutet, dass wir auch dann auf null