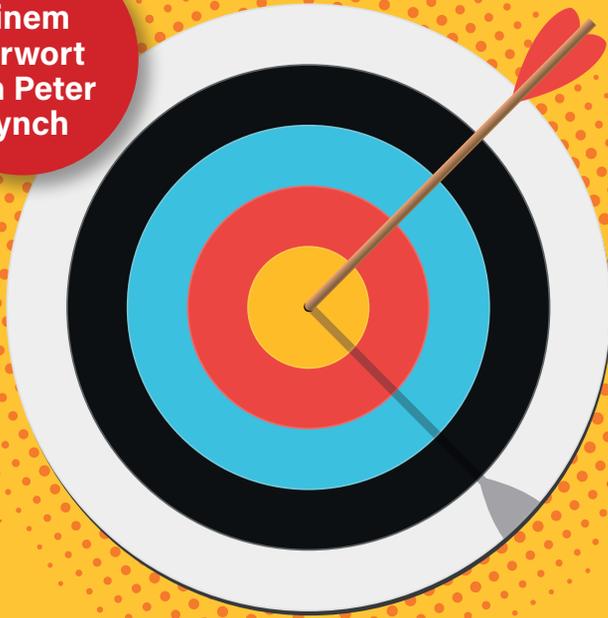


Joel Tillinghast

Mit
einem
Vorwort
von Peter
Lynch



Börsenbuchverlag

Alles, was Sie über Stock-Picking wissen müssen

Die Bausteine
des Anlageerfolgs

Joel Tillinghast

Alles, was Sie über Stock-Picking wissen müssen

Joel Tillinghast



Alles, was Sie über Stock-Picking wissen müssen

Die Bausteine
des Anlageerfolgs

Die Originalausgabe erschien unter dem Titel
Big Money Thinks Small: Biases, Blind Spots, and Smarter Investing
ISBN 978-0-231-17571-5

Copyright der Originalausgabe 2017:
Copyright © 2017 Joel Tillinghast
All rights reserved

Copyright der deutschen Ausgabe 2022:
© Börsenmedien AG, Kulmbach

Übersetzung: Egbert Neumüller
Gestaltung Cover: Daniela Freitag
Gestaltung, Satz und Herstellung: Timo Boethelt
Lektorat: Elke Sabat
Druck: GGP Media GmbH, Pößneck

ISBN 978-3-86470-850-3

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/plassenverlag
www.instagram.com/plassen_buchverlage

INHALT

VORWORT	9
----------------	----------

TEIL I - GEISTIGES GESCHICK

1	Die Welt ist total verrückt	17
2	Dumme menschliche Tricks (Entscheidungsverzerrungen)	35
3	Spieler, Spekulanten und Anleger	51
4	Verstand statt Geld	63

TEIL II - BLINDE FLECKE

5	Muss ich das wissen?	75
6	Für mich das einfache Leben	89
7	Klein denken	103
8	Bullen auf Shoppingtour	125

TEIL III - EHRLICHE, FÄHIGE TREUHÄNDER

9	Habe Mut, großartig zu sein! Oder von ausgeprägtem Charakter	143
10	Gute Ware fürs Geld	153
11	Tragen die Bösen schwarze Hüte?	171
12	Backsteinlieferungen und andere buchhalterische Rätsel	189

TEIL IV - LEBE LANG UND GEDEIHE

13	Ist das Ende nahe?	209
14	Sprudelnde Ölquellen und Ölteppiche	227
15	Technologie-Aktien und Science-Fiction	243
16	Wie viele Schulden sind zu viel?	265

TEIL V - WAS IST SIE WERT?

17	Werden die Letzten die Ersten sein?	281
18	<i>Welche</i> Gewinnzahl?	305
19	Die Kunst der Wertbeurteilung	323
20	Doppelblasen-Ärger	343
21	Zwei Paradigmen	363

DANKSAGUNG

383

VORWORT

PETER LYNCH

Ich war gewissermaßen mein Leben lang aktiver Stock-Picker, und daher schmerzt es mich, wenn Kritiker bequem alle in die gleiche Schublade stecken und sagen: „Aktive Manager können ihre Benchmark-Indizes nicht schlagen.“ Ich sage Ihnen an dieser Stelle, dass das nicht stimmt. Als Anleger muss man wissen, dass nicht alle aktiven Manager gleich sind. Es gibt viele geschickte Anlageprofis, deren Fonds im Laufe der Zeit ihre Benchmarks geschlagen haben – und Joel Tillinghast kann mit allen mithalten. Er managt den Fidelity Low-Priced Stock Fund inzwischen mehr als doppelt so lange, wie ich den Fidelity Magellan gemanagt habe.

Es gibt viele Bücher, die einem angeblich helfen, zum besseren Anleger zu werden. Aber nur wenige von ihnen verflechten die menschlichen Aspekte der Geldanlage und der Geschäftswelt mit dem Zahlenaspekt, und noch weniger tun dies, indem sie von den Erfahrungen eines Menschen zehren, den man mit Fug und Recht als einen der erfolgreichsten Stock-Picker und aktiven Investmentfonds-Manager der letzten drei Jahrzehnte bezeichnen kann. Egal, ob Sie professioneller Investor oder Anfänger sind: „Alles, was Sie über Stock-Picking wissen müssen“ kann Ihnen helfen, besser zu verstehen, wie man die üblichen Tücken, Fallen und Fehler der Geldanlage vermeidet.

Ich lege seit über 50 Jahren Geld an und hatte das Vergnügen, mit einigen der besten Köpfe der Geldanlage zusammenzuarbeiten oder sie kennenzulernen, unter anderem Mario Gabelli, Sir John Temple-

ton, Warren Buffett und Will Danoff. Einfach gesagt kann sich Joel mit ihnen allen messen. Ich kann dies mit großem Zutrauen sagen, weil ich ihn nicht nur seit mehr als 30 Jahren kenne, sondern ihn damals auch bei Fidelity eingestellt habe. Seither bin ich Zeuge von Joels Wachstum als Anlageprofi, und ich bin immer wieder von seiner übermenschlichen Fähigkeit fasziniert, Berge von Informationen über Hunderte von Unternehmen auf einmal aufzunehmen, sie zu analysieren, herunterzudestillieren und zu verwenden, um langfristige Gewinner zu finden sowie viele von den Verlierern zu meiden.

Diese analytische Fähigkeit und seine Einstellung, dass der Kunde an erster Stelle steht, ließen mich vor über 30 Jahren Joels unverlangten Anruf entgegennehmen, als er nach einer neuen beruflichen Herausforderung suchte. Ich weiß noch, dass meine Assistentin Paula Sullivan, mit der er zunächst gesprochen hatte, mir sagte: „Sie müssen mit dem Mann reden. Er ruft immer wieder an und ist echt schnuckelig. Er kommt aus dem Mittleren Westen, und ich finde, er könnte Farmer sein.“ Ich sagte zu Paula: „Ich kann ihm fünf Minuten geben.“ Also hatte ich Joel am Telefon und war sofort von ihm beeindruckt. Er war ein Aktien-Spürhund und hatte zahlreiche tolle Ideen, zum Beispiel Puerto Rican Cement. Dann erzählte er von einer Sparkasse, von der ich noch nie gehört hatte und die mich begeisterte. Wir sprachen noch über einige Unternehmen, darunter Chrysler und Armstrong Rubber. Letztlich sprach ich über eine Stunde lang mit ihm. Als wir aufgehört hatten, rief ich sofort den Chef der Investmentabteilung von Fidelity an und sagte ihm: „Wir müssen diesen Mann einstellen. Er ist unglaublich. So gut wie jemals einer, der mir begegnet ist.“ Das war im September 1986 und der Rest ist Geschichte. Die Performance in der Vergangenheit ist zwar keine Garantie für die künftigen Ergebnisse, aber Joel hat in den fast 28 Jahren seiner Amtszeit den Anteilseignern seines Fonds beeindruckende Ergebnisse geliefert.

In meinen Augen ist Joel einer der großartigsten und erfolgreichsten Stock-Picker aller Zeiten. Er ist ein wahrhaft leuchtendes Beispiel eines aktiven Managers, dem es gelungen ist, die Wall Street zu schlagen. Ich bin dafür, dass in einem Wörterbuch bei dem Eintrag „Alpha“ ein Bild von Joel zu sehen sein sollte. Er ist ein einzigartiger,

einmaliger Anleger, und daher gibt es kein Rezept, um seinen Erfolg nachzuahmen. Dabei verkörpert er eindeutig die Eigenschaften und Merkmale, die meines Erachtens von entscheidender Bedeutung sind, um ein großartiger Anleger zu sein. Er ist geduldig, offen und flexibel. Zudem ist er in der Lage, die Wirren der Welt lange genug zu ignorieren, damit seine Investments zum Erfolg gelangen können. Er ist bereit, eigenständige Recherchen anzustellen, und er ist ebenso bereit, es einzugestehen, wenn er sich geirrt hat, und dann auszusteiern. Er ist beharrlich, aber nicht stur. Gute Investoren haben einige dieser Eigenschaften, großartige Investoren wie Joel haben sie alle.

Eine weitere Eigenschaft, die Joel wirklich vom Rest des professionellen Investmentpulkts abhebt, ist seine Fähigkeit, dort Wert zu finden, wo ihn niemand sonst suchen würde, oder jedenfalls nur sehr wenige. In diesem Buch schreibt Joel über die Aktien von Wasserversorgern. Wasser-Aktien sind langweilig. Und wenn dann noch merkwürdige Namen wie Dwr Cymru (Welsh Water), Severn Trent und Northumbrian Water hinzukommen, versteht es sich fast schon von selbst, dass sich nur sehr wenige Menschen damit befassen ... jedenfalls nicht so viele wie etwa mit Google oder Apple. Und diejenigen, die sich doch solche Aktien ansehen, haben gewöhnlich nicht genug Geduld und Engagement, um die tiefgreifenden fundamentalen Recherchen anzustellen, die erforderlich sind, um die Storys zu verstehen und Gelegenheiten zu finden. Ich weiß noch, wie ich einmal mit Joel über diese Wasserversorger sprach, deren fundamentale Story wirklich reizvoll klang. Wer außer Joel würde sich so etwas anschauen?

Auch beweist Joel immer wieder seine Fähigkeit, langfristig wachsende Aktien zu finden, bevor sie ihren großen Lauf nach oben erleben. Schließlich tun ja diejenigen am meisten weh, die man auf dem Weg nach oben verpasst. In diesem Buch beleuchtet Joel einige der Unternehmen, die er in der Frühphase ihres Wachstumszyklus gefunden hat und die später große Beiträge zu der vergangenen Performance des Fidelity Low-Priced Stock Fund leisteten – Ross Stores, AutoZone, Monster Beverage, Ansys und viele andere. Die meisten Anleger neigen dazu, eine Aktie flüssigzumachen, nachdem sie 10 oder 15 Prozent gestiegen ist, und dann eine andere zu kaufen. Aber

dass eine Aktie um 10 oder 15 Prozent gestiegen ist, heißt ja nicht, dass sie keinen Spielraum mehr für weiteres Wachstum hätte. Ein erfolgreicher Anleger ist einer, der langfristig dabei bleibt und die fundamentale Story weiterhin beobachtet. Bleibt sie, bleibt man dabei, bleibt sie nicht, macht man etwas anderes. Diese Fähigkeit und andere haben Joel in seiner beruflichen Laufbahn zu einem derart unglaublich erfolgreichen Anleger gemacht.

In „Alles, was Sie über Stock-Picking wissen müssen“ nutzt Joel seine Erfahrung als ausgefuchster Manager eines aktiven Aktien-Investmentfonds, um zu veranschaulichen, dass manche Investmenttheorien funktionieren ... oder eben nicht. Er hat im Laufe seiner Karriere zwar eine ausgeprägte Fähigkeit an den Tag gelegt, erfolgreich zu sein, aber ebenso wie alle anderen Anleger ist auch er nicht unfehlbar. Stock-Picking ist harte Arbeit, und im Laufe von fast drei Jahrzehnten machen sogar die besten Investoren – wie Joel – Fehler. Was zählt, ist die Gesamtheit der Arbeit, die man geleistet hat. In diesem Buch untersucht Joel in außerordentlicher Weise einige seiner bedauerlichsten Investments und schlägt Möglichkeiten vor, wie die Leser es womöglich vermeiden können, die gleichen Fehler wie er zu machen.

Er schreibt, man könne zwar nicht lernen, ein großartiger Anleger zu sein, aber man könne lernen, vor Fehlern zurückzuschrecken und ein erfolgreicher Anleger zu sein. Überzeugende Aktienwerber und andere können den Durchschnittsanleger zu Selbstüberschätzung und übereilten Entscheidungen verleiten. Joel schreibt, dass sich vorsichtiges Handeln, Geduld und die Vermeidung von Fehlern mit weitaus größerer Wahrscheinlichkeit auszahlen als wenige gewagte Investments.

In diesem Buch stellt Joel die fünf Grundprinzipien zur Vermeidung von Investment-Missgeschicken vor. Je nachdem, ob man das Glas als halb voll oder als halb leer betrachtet, kann man diese Grundsätze als Dinge formulieren, die man unterlassen oder die man tun sollte. Zum Beispiel:

1. Nicht emotional anhand des Bauchgefühls investieren/
Geduldig und rational investieren

2. Nicht in Dinge investieren, die man nicht versteht, und dabei Wissen verwenden, das man nicht besitzt/In etwas investieren, das man versteht
3. Nicht bei Ganoven oder Idioten anlegen/Bei fähigen, ehrlichen Managern anlegen
4. Nicht in launenhafte, sich schnell verändernde und hoch verschuldete Massenunternehmen investieren/In belastbare Unternehmen mit einer Marktnische und einer starken Bilanz investieren
5. Nicht in brandheiße „Story“-Aktien investieren/In Aktien investieren, die man zum Spottpreis bekommt

„Alles, was Sie über Stock-Picking wissen müssen“ ist kein weiteres Buch darüber, wie man am Markt oder mit dem Markt „spielen“ sollte. Mich stört dieser Begriff schon immer. Im Zusammenhang mit der Geldanlage ist das Verb „spielen“ sehr gefährlich. Die Geldanlage in Aktien ist nicht leicht, sollte aber auch nicht schmerzhaft sein. Sie erfordert schlicht und einfach Arbeit sowie das Verständnis, dass sich Aktienkurse auf lange Sicht meistens so entwickeln wie die Unternehmensgewinne. Diese Korrelation ist unglaublich eng. So ist beispielsweise der Gewinn von Ross Stores in den letzten 24 Jahren auf das 75-Fache gestiegen, und es überrascht nicht, dass der Aktienkurs in diesem Zeitraum auf das 69-Fache gestiegen ist. Der Gewinn von Monster Beverage ist in den letzten 15 Jahren auf das 119-Fache gestiegen, und wenig überraschend ist sein Aktienkurs auf das 495-Fache gestiegen. Dabei muss man beachten, dass die gleiche Korrelation gilt, wenn der Gewinn sinkt. Die Geschichte ist mit Beispielen dafür übersät.

Die allermeisten Aktien sind angemessen („fair“) bewertet. Ich sage schon immer, dass man, wenn man sich zehn Aktien anschaut, eine finden wird, in die zu investieren sich lohnt. Wenn man sich 20 anschaut, findet man zwei, bei 100 sind es zehn ... und so weiter. Es gewinnt derjenige, der die meisten Steine umdreht. Um diese Metapher weiter zu strapazieren: Joel dreht nicht nur die meisten Steine um, sondern ist auch noch ein großartiger Geologe!

Joel hat sein Engagement für diese Arbeit bewiesen. Er versucht nicht, den Markt zu „timen“. Er wendet die nötige Zeit und Mühe auf, über jede einzelne Aktie Recherchen anzustellen, und das nicht nur kurz vor dem Kauf, sondern auch – und das ist genauso wichtig – während er sie besitzt. Ich möchte behaupten, Joel arbeitet so fleißig wie irgendeiner der besten professionellen Anleger, und der Erfolg, den er für die Anteilseigner seines Fonds erzielt, belegt dies.

Viele Menschen haben genug Hirnschmalz, um mit Aktien Geld zu verdienen, aber nicht jeder hat den dafür nötigen Magen. Joel hat beides, und durch kluge Anweisungen geleitet er den Leser meisterhaft durch jeden Schritt seines Anlageprozesses. Er führt vor, wie man die richtigen Fragen stellt und wie man objektiv über die Verfassung seines Portfolios nachdenkt.

Dieses Buch enthält derartig viele großartige Informationen, dass ich jetzt aufhöre und Sie schlicht auffordere, es zu lesen. „Alles, was Sie über Stock-Picking wissen müssen“ ist Pflichtlektüre ... es ist ein Tenbagger!



**GEISTIGES
GESCHICK**

1

DIE WELT IST TOTAL VERRÜCKT

„Überzeugungen werden zu Gedanken, Gedanken werden zu Worten,
Worte werden zu Taten, Taten werden zu Gewohnheiten, Gewohnheiten
werden zu Werten, die Werte werden zum Schicksal.“

- Mahatma Gandhi -

Wollen Sie reich werden? Wirtschaftswissenschaftler finden diese Frage absurd, weil die Antwort so offenkundig „Ja“ lautet. Wenn Sie die Vorstellung, ein Vermögen aufzubauen, nicht reizen würde, bezweifle ich, dass Sie das vorliegende Buch über Anlageentscheidungen lesen würden. Trotzdem wäre es unklug von mir – wie von jedem anderen –, zu viele Annahmen bezüglich Motiven, Überzeugungen und Entscheidungsfindung zu treffen. Ein Schlüsselthema dieses Buches ist, dass in der Welt der Geldanlage die Wirklichkeit nicht so ist, wie sie scheint, und dass sich das Ideal häufig sowohl von dem Anschein als auch von der Wirklichkeit unterscheidet. Auch treffen wir Entscheidungen nicht so rational, wie wir glauben. Und unsere Entscheidungen sind nicht perfekt – wir alle treffen Entscheidungen, die wir später bereuen.

In diesem Buch geht es darum, wie man durch die Vermeidung von Fehlern erfolgreich Geld anlegt. Es besteht aus fünf Teilen, denn man erntet erfreuliche Anlagegewinne, wenn man **(1) Entscheidungs-**

gen rational fällt, (2) in Dinge investiert, die man kennt, (3) mit ehrlichen, vertrauenswürdigen Managern zusammenarbeitet, (4) Unternehmen meidet, die gefährdet sind, zu veralten oder sich zu ruinieren, und (5) Aktien richtig bewertet. Zwar werden diejenigen Leser, die selbst schon Investmentfehler begangen haben, die Geschichten über meine Fehler am besten begreifen, aber ich hoffe, das Buch bietet einer breiteren Leserschaft die Chance, aus den Fehlern anderer zu lernen – und dass es auch ein bisschen unterhaltsam ist.

Ich leite seit 1989 den Fidelity Low-Priced Stock Fund (FLPSX) anhand eines auf den inneren Wert ausgerichteten Ansatzes, und seither übertrifft er sowohl den Russell 2000 als auch den Standard & Poor's 500 um jährlich vier Prozentpunkte. In diesen 27 Jahren wären aus einem Dollar, den man in den FLPSX investiert hätte, 32 Dollar geworden, aus einem in einen Index investierten Dollar nur zwölf Dollar.

Aber die Welt der Unternehmen und der Aktien verändert sich ständig. Was in der Vergangenheit funktioniert hat, funktioniert in Zukunft vielleicht nicht mehr. Und vor allem sind die Anleger unterschiedlich, sie sind emotional unterschiedlich veranlagt, sie haben unterschiedliche Begabungen, Kenntnisse, Motivationen und Ziele. Es gibt entschieden kein Rezept für alle. Und da wir uns gerade erst kennengelernt haben, darf ich nicht gleich Schlüsse über Sie ziehen.

„WAS PASSIERT ALS NÄCHSTES?“ UND „WAS IST SIE WERT?“

Die meisten Anleger wollen, was eine Aktie angeht, zwei Fragen beantworten: „Was passiert als Nächstes?“ und „Was ist sie wert?“ Unser Verstand beantwortet die erste Frage von Natur aus sofort, häufig ohne zu merken, dass er sie überhaupt gestellt hat. Der Aktienkurs ist gestiegen, deshalb wird er jetzt noch weiter steigen – außer natürlich wenn er fällt. Ein Unternehmen meldet katastrophale Zahlen. Dann werden die Ergebnisprognosen zusammengestrichen. Der Aktienkurs taucht ab – außer wenn der Markt bereits wusste, dass es ein

Blutbad geben würde, und nun erleichtert ist, dass die Ausblicke der Unternehmensleitung nicht noch trübseliger ausgefallen sind. Unweigerlich passiert nach dem, was als Nächstes passiert, etwas anderes, auf das man vielleicht nicht vorbereitet ist. Die Frage, was als Nächstes geschieht, ist eine endlose Tretmühle nach dem Motto „Und was dann?“. Dabei werden viele Antworten falsch sein.

Je länger der Zeithorizont, umso wahrscheinlicher ist man den anderen Anlegern einen Schritt voraus. Aufmerksame Anleger betrachten das Geschehen wenigstens ein paar Schritte im Voraus. Die Antwort auf die zweite Stellung der Frage „Was passiert als Nächstes?“ hängt in gewissem Maße von der Antwort auf die erste ab, die dritte von der zweiten und möglicherweise von den ersten beiden. Und so weiter. Nehmen wir einmal an, ein Unternehmen hätte ein fabelhaftes neues Produkt entwickelt. So etwas führt oft zu hohen Umsätzen und Gewinnen. Aber hohe Gewinne locken Konkurrenten an, sodass... Manchmal bleibt das erste Unternehmen, das ein Produkt auf den Markt gebracht hat, der Gewinner und streicht alles ein. In anderen Fällen hat der Pionier ein Messer im Rücken und ist ein warnendes Beispiel, wo man nicht investieren sollte. Ob man die Frage in beiden Fällen nun richtig oder falsch beantwortet, ich wüsste nicht, wie man sie in Anlageentscheidungen umwandeln könnte.

Die Frage „Was ist sie wert?“ ist noch verwickelter. Viele Anleger ignorieren die Frage nach dem Wert, weil sie meinen, ihre Beantwortung sei zu schwierig. Andere stellen sie deshalb nicht, weil sie meinen, der Preis und der Wert einer Aktie seien das Gleiche. Sie nehmen an, eine Aktie sei genau das wert, wofür man sie verkaufen (oder kaufen) kann. Wenn man eilig verkaufen muss, bekommt man den Marktpreis, nicht den Wert. Der Grundgedanke des Value-Investings – das ich verfechte – besagt, dass Preis und Wert nicht immer gleich sind, es aber zu irgendeinem künftigen Zeitpunkt eigentlich sein müssten. Da man diesen Zeitpunkt nicht kennt, ist Geduld zwingend erforderlich.

Der Beweis für den Wert kommt erst nach Jahren, lange nach der Kauf- oder Verkaufsentscheidung. Der Wert lässt sich nur indirekt und niemals präzise angeben, denn er basiert auf Gewinn- und Cash-

flow-Prognosen, die sich auf die unergründliche Zukunft beziehen. Vorhersagen sind immer Ratespiele, niemals Tatsachen. In vielen Fällen hängt das, was sich tatsächlich ergibt, zunehmend vom Geschehen im Laufe der Zeit ab. Wenn die Verluste eines Unternehmens in einem Jahr besonders fürchterlich ausfallen und es untergeht, dann bleibt wirklich nur noch ein Restwert. Die meisten Menschen sind nicht geduldig genug, um sich durch so etwas Langwieriges und Skizzenhaftes wie eine Bewertung zu wursteln.

Um die Frage nach dem Wert zu beantworten, braucht man viel Geduld und wenig Umschlag. Der scheinbar leichtere Weg des ständigen Kaufens und Verkaufens anhand der Frage, was als Nächstes passiert, funktioniert bei den meisten Anlegern nicht, auch nicht bei den Profis. Der Umschlag eines Portfolios ist – je nachdem, was niedriger ist – die Summe der Käufe oder Verkäufe in Prozent des angelegten Vermögens. Ein Umschlag von 100 Prozent würde also bedeuten, dass die Positionen in jedem Jahr komplett ausgetauscht werden. Investmentfonds müssen die Angaben zu ihren Positionen und zu ihrem Umschlag an die Börsenaufsicht U.S. Securities and Exchange Commission (SEC) melden, sodass ihr Geschäftsgebaren öffentlich bekannt ist.

Aus den meisten Studien geht so ungefähr hervor, dass ein Fonds umso schlechter läuft, je höher sein Umschlag ist (siehe Tabelle 1.1). Alle Studien, die ich gesehen habe, zeigen, dass Investmentfonds mit einem Umsatz von mehr als 200 Prozent eine schlechte Performance aufweisen. Diejenigen mit einem Umschlag über 100 Prozent laufen ein bisschen besser, aber nicht viel besser. Die Studien sagen *nicht* übereinstimmend aus, ob das beste Umschlagsniveau mäßig oder so nahe null wie menschenmöglich ist. Investmentfonds mit einem Umsatz unter 50 Prozent setzen wahrscheinlich einen überlegten, gedulden Ansatz ein – wie zum Beispiel Value-Investing.

Tabelle 1.1

Umschlag und Überrendite von Investmentfonds

Quintil des Umschlags	Durchschnittlicher Umschlag	Jährliche Überrendite
1 (hoch)	128 %	-0,24 %
2	81 %	-0,31 %
3	59 %	+0,07 %
4	37 %	+0,33 %
5 (gering)	18 %	+0,10 %

Quelle: Salim Hart (Fidelity), bei Morningstar gelistete aktiv gemanagte Aktienfonds mit einem Anlagevermögen von mehr als 0,5 Milliarden US-Dollar.

FOLKLORE UND MASSEN

Historiker, Psychologen und Volkswirte beschreiben das Verhalten an Börsen unterschiedlich. Jahrhundertlang schilderte die Folklore sie als überfüllten, anonymen Karneval der Massentäuschung mit einem Hauch von Sünde. An einem Ort, an dem Geiz und Neid Konstanten sind, erwartet niemand, dass Entscheidungen moralisch ideal sind. Finanziell gesehen stammen die größten Gefahren aus einem Fehlverständnis der Wirklichkeit, das zu endlosen Zyklen von Aufschwung und Niedergang führt. Dazu zählen die holländische Tulpenmanie, die Südseeblase, der Große Krach, die Blase in Japan und Dutzende mehr – natürlich auch die Technologie- und die Immobilienblase. Die Anleger dachten, sie würden sich an Abenteuern beteiligen, die die Welt neu erfinden würden. Als die Blasen platzten, blieben ihnen vergeudetes Kapital, Betrügereien und erdrückende Schulden.

Das französische Multitalent Gustave Le Bon schrieb 1895 „Psychologie der Massen“ als Hasstirade auf die französische Politik, aber seine Bemerkungen beschreiben auch, wie an Börsen Manien entstehen. Unter dem Einfluss von Massen verhalten sich Menschen bizarr und so, wie sie es allein niemals tun würden. Le Bons Schlüsselthema

ist, dass Massen auf dem kleinsten, barbarischsten Nenner ihres kollektiven Unbewussten geeint sind – Instinkte, Leidenschaften und Gefühle –, niemals aufgrund von Vernunft. Da Massen nicht vernünftig überlegen können, können sie Fakt und Fiktion nicht unterscheiden. Massen lassen sich von Spektakeln, Bildern und Mythen beeindrucken. Fehlinformation und Übertreibung werden dann ansteckend. Wahren Gläubigen, die gemeinsame Überzeugungen bekräftigen, fällt Prestige zu. Massen jagen einem Wahn so lange nach, bis die Erfahrung ihn vernichtet.

Britische Anleger konnten dem Bild von aus Gold gebauten Städten in der Neuen Welt nicht widerstehen und ließen die Südseeblase anschwellen. Heute mag man sich das Eldorado als Bluttests ohne Nadel, Kolonien auf dem Mars oder solarbetriebene selbstfahrende Autos vorstellen. Anleger können Aktien wie Facebook, Amazon, Salesforce.com oder Tesla so glühend anhängen wie Religionen. Professionelle Fondsmanager *sollten* weniger empfänglich für den Druck sein, dazugehören und sich anzupassen, als Privatanleger, aber... Wir bekommen vierteljährliche und jährliche Kritiken unserer relativen Performance und unserer Abweichungen von Benchmarks, und wir haben Kunden, die ihre Depots schließen, wenn wir in diesem Wettrennen zurückliegen.

Die South Sea Company wurde 1711 als Plan zur Privatisierung der britischen Staatsschulden gegründet. Die Krone gewährte der Gesellschaft das Exklusivrecht, mit Südamerika zu handeln. Die Inhaber von Staatsanleihen konnten diese gegen Aktien der South Sea Company eintauschen, und die Gesellschaft sollte die Anleihezinsen kassieren. Die Zinseinnahmen sollten die *einzige* Netto-Einnahmequelle der South Sea Company sein. Der internationale Handel brachte zwar ein spekulatives Knistern mit sich, aber damit erzielte die Gesellschaft nie Gewinn, nicht einmal als sie Sklaven in ihre Fracht aufnahm. Trotzdem verachtfachte sich der Aktienkurs bis zum Juni 1720 innerhalb eines halben Jahres auf 1.000 Pfund. König Georg I. war Ehrengouverneur der Gesellschaft, und viele aus der höheren Londoner Gesellschaft ließen sich in die Manie hineinziehen. Die Aktien wurden ratenweise angeboten. Andere liehen sich Geld, um Aktien zu

kaufen. Innerhalb weniger Monate fielen die Südsee-Aktien auf 150 Pfund, im Jahr danach unter 100 Pfund. Dadurch wurden viele ruiniert, die sich dafür verschuldet hatten.

Während der Südseeblase wurden fünf Arten von Fehlern gemacht, wobei die Anleger das **Gegenteil** der fünf Grundsätze des vorliegenden Buches machten. Der erste Grundsatz besagt, *Entscheidungen rational zu treffen*. Die Entscheidung, in die South Sea Company zu investieren, gab eine gemeinsame Halluzination goldener Städte in Südamerika wieder. Es stimmt, dass der Handel mit dem englischsprachigen Nordamerika lukrativ gewesen war, aber Südamerika war größtenteils spanisches Territorium. Wenn sich Fakten nicht problemlos belegen lassen, hält man sich häufig (und oft irrtümlich) an die Urteile von Autoritäten. Natürlich wurden die Aktienbeteiligung des Königs und seine Position in der South Sea Company als Unterstützung gewertet. Die Angst, etwas zu verpassen (FOMO = Fear Of Missing Out), klingt nur so lange lächerlich, bis man gesehen hat, wie Menschen um einen herum einen unverdienten Geldsegen einstreichen. FOMO kann überwältigend sein! Der berühmte Physiker Sir Isaac Newton soll durch die Südseeblase Geld verloren und danach gesagt haben: „Ich kann die Bewegungen der Himmelskörper berechnen, nicht aber den Wahnsinn der Menschen.“

Zweitens sollte man *in Dinge investieren, die man kennt*. Nichts von den Erfahrungen der meisten Investoren der South Sea Company qualifizierte sie, den Nutzen des Handels mit Südamerika zu quantifizieren. Seefahrten waren lang und langsam, nur wenige Anleger hatten je England verlassen oder sprachen Spanisch. Vielleicht begriffen die Anleger nicht, dass es in Spaniens Interesse lag, den Handel mit seinen Kolonien zu monopolisieren. An der Spitze der gesellschaftlichen Ordnung standen die Königsfamilie und landbesitzende Adlige, bei denen zu viele geschäftliche Kenntnisse als unwürdig galten. Die einzigen Engländer, die eine gewisse Vorstellung davon gehabt haben mögen, wie profitabel Fahrten nach Südamerika sein konnten, waren die Piraten.

Drittens sollte man *mit ehrlichen, fähigen Managern zusammenarbeiten*. Die Werber der South Sea Company hatten keine Erfahrung

damit, Schifffahrtsrouten zu betreiben, und auch kein Interesse daran; sie waren darauf aus, an den Aktionären Geld zu verdienen, nicht für sie. Damals wie heute waren staatlicherseits gewährte Monopole normalerweise lukrativ, aber für manche noch das nach einem kriminellen Aspekt. Aktienbezugsrechte wurden an Angehörige der herrschenden Klasse vergeben, unter anderem an König George I., seine deutsche Geliebte, an den Prince of Wales, den Schatzkanzler und den Finanzminister. Die Werber der South Sea Company gaben Aktien zu überhöhten Preisen aus. Bei der größten Begebung wurden Aktien zum dreifachen Nennwert gegen Staatsanleihen getauscht. Danach wurden Schatzkanzler John Aislabie und andere abgesetzt und inhaftiert, Dutzende fielen in Ungnade.

Viertens sollte man *wettbewerbsintensive Branchen meiden und stabile Finanzstrukturen anstreben*. Der Charakter des Handels mit Südamerika und die finanzielle Struktur der Aktienpositionen machten einen Bankrott nach einer gewissen Zeit unvermeidlich. Die britische Krone war gar nicht in der Lage, das Monopol zu gewähren, denn es lag in Spaniens Interesse, die Kontrolle über den Handel mit seinen Kolonien zu behalten, und England war kein Verbündeter. Auch Frankreich hatte Ambitionen, sodass die langfristigen Aussichten für Seefahrtslinien in die Südsee trübe waren. Außerdem wurden Käufe von Südsee-Aktien auf Arten und Weisen finanziert, die nicht auf Dauer ausgelegt waren. Viele Beamte bekamen ohne Anzahlung Aktien, was man als Optionen betrachten könnte, aber auch als Bestechung, denn sie steckten einfach den Nettogewinn ein. Die Aktien wurden der Allgemeinheit auf Raten angeboten, gegen eine Anzahlung und zwei spätere Zahlungen, während andere sich Geld liehen, um Aktien zu kaufen. Als die Rechnungen fällig wurden, verkauften viele ihre Aktien, um sich das nötige Bargeld zu beschaffen.

Und schließlich sollte man *Aktienkurse mit dem inneren Wert vergleichen*. Der Börsenkurs der Südsee-Aktien war vollständig von jeglichen realistischen Einschätzungen des Wertes abgekoppelt. **Der innere Wert ist der „wahre“ Wert einer Aktie anhand der Dividenden, die sie den Erwartungen zufolge über ihre gesamte restliche Lebensdauer ausschütten wird.** Archibald Hutcheson, ein Parlaments-