



**HOWARD MARKS**

»Endlich ein richtig nützliches Buch.«

Warren Buffett

**DER  
FINANZ  
CODE**



Die Erfolgs-  
philosophie  
des großen  
Investors



**FBV**

HOWARD MARKS

»Endlich ein richtig nützliches Buch.«

Warren Buffett

DER  
FINANZ  
CODE

Die Erfolgs-  
philosophie  
des großen  
Investors

FBV

Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek

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

**Für Fragen und Anregungen:**

[info@finanzbuchverlag.de](mailto:info@finanzbuchverlag.de)

3. Auflage 2018

© 2012 FinanzBuch Verlag,  
ein Imprint der Münchner Verlagsgruppe GmbH  
Nymphenburger Straße 86  
D-80636 München  
Tel.: 089 651285-0  
Fax: 089 652096

Original edition copyright © 2011 Columbia University Press. All rights reserved.  
Die Originalausgabe erschien 2011 unter dem Titel »THE MOST IMPORTANT THING« bei  
Columbia University Press, New York, NY 10023 USA. All rights reserved.

Alle Rechte, insbesondere das Recht der Vervielfältigung und Verbreitung sowie der Übersetzung, vorbehalten. Kein Teil des Werkes darf in irgendeiner Form (durch Fotokopie, Mikrofilm oder ein anderes Verfahren) ohne schriftliche Genehmigung des Verlages reproduziert oder unter Verwendung elektronischer Systeme gespeichert, verarbeitet, vervielfältigt oder verbreitet werden.

Übersetzung: Horst Fugger  
Lektorat: Marion Reuter  
Satz: HJR, Jürgen Echter, Landsberg am Lech  
Druck: GGP Media GmbH, Pößneck  
Printed in Germany

ISBN Print: 978-3-89879-692-7  
ISBN E-Book (PDF): 978-3-86248-275-7  
ISBN E-Book (EPUB, Mobi): 978-3-86248-276-4

Weitere Informationen zum Verlag finden Sie unter

**[www.finanzbuchverlag.de](http://www.finanzbuchverlag.de)**

Beachten Sie auch unsere weiteren Verlage unter [www.m-vg.de](http://www.m-vg.de)

# Stimmen zu diesem Buch

---

»Wenn Sie ein außergewöhnliches Talent nehmen, das sich dann jahrzehntelang mit Value-Investing beschäftigt, tief über das Wesen dieser Art des Investierens nachdenkt und seine Analysen schriftlich festhält, dann kommt dabei vielleicht ein Buch heraus, das für Value-Investoren so wichtig ist wie dieses hier. Aber verlassen Sie sich nicht darauf.«

*Jeremy Grantham, Mitbegründer und Chefstrategie,  
Grantham Mayo von Otterloo*

»Die regelmäßigen Empfänger von Howard Marks' Investment-Memos warten schon immer begierig auf deren Eintreffen, weil sie essentielle Wahrheiten und einzigartige Einsichten enthalten. Jetzt stehen die Weisheiten und die Erfahrungen dieses großartigen Investors jedem zur Verfügung. *Der Finanz-Code*, Marks' kluge Investmentphilosophie und seine bewährte Methode sind Pflichtlektüre für den Investor.«

*Seth A. Klarman, Präsident, Baupost Group*

»Nur wenige Bücher über Investment erreichen die hohen Standards, die Howard Marks in *Der Finanz-Code* gesetzt hat. Es ist weise, voller Klugheit und steckt voller historischer Perspektiven. Wenn Sie die Fallen des Investierens meiden wollen, müssen Sie dieses Buch lesen.«

*John C. Bogle, Gründer und früherer CEO der Vanguard Group*



Für Nancy, Jane und Andrew

Mit all meiner Liebe



# Inhalt

---

<b>Einführung</b> .....	<b>11</b>
<b>1 Der Finanz-Code – Regel Nr. 1: Auf dem zweiten Niveau denken</b> .....	<b>16</b>
<b>2 Der Finanz-Code – Regel Nr. 2: Die Markteffizienz (und ihre Grenzen) verstehen</b> . . .	<b>24</b>
<b>3 Der Finanz-Code – Regel Nr. 3: Den Wert (Value) beachten</b> .....	<b>36</b>
<b>4 Der Finanz-Code – Regel Nr. 4: Die Relation zwischen Kurs und Wert beachten</b> . . . .	<b>47</b>
<b>5 Der Finanz-Code – Regel Nr. 5: Die Risiken verstehen</b> .....	<b>56</b>
<b>6 Der Finanz-Code – Regel Nr. 6: Die Risiken erkennen</b> .....	<b>77</b>
<b>7 Der Finanz-Code – Regel Nr. 7: Die Risiken kontrollieren</b> .....	<b>91</b>
<b>8 Der Finanz-Code – Regel Nr. 8: Auf Zyklen achten</b> .....	<b>103</b>
<b>9 Der Finanz-Code – Regel Nr. 9: Sich bewusst sein, dass das Pendel existiert</b> .....	<b>112</b>

10	<b>Der Finanz-Code – Regel Nr. 10: Negative Einflüsse bekämpfen . . . . .</b>	<b>121</b>
11	<b>Der Finanz-Code – Regel Nr. 11: Antizyklisch vorgehen . . . . .</b>	<b>136</b>
12	<b>Der Finanz-Code – Regel Nr. 12: Schnäppchen finden. . . . .</b>	<b>148</b>
13	<b>Der Finanz-Code – Regel Nr. 13: Geduldigen Opportunismus zeigen. . . . .</b>	<b>158</b>
14	<b>Der Finanz-Code – Regel Nr. 14: Wissen, was Sie nicht wissen. . . . .</b>	<b>171</b>
15	<b>Der Finanz-Code – Regel Nr. 15: Ein Gespür dafür haben, wo wir stehen. . . . .</b>	<b>182</b>
16	<b>Der Finanz-Code – Regel Nr. 16: Die Rolle des Glücks zu schätzen wissen . . . . .</b>	<b>194</b>
17	<b>Der Finanz-Code – Regel Nr. 17: Defensiv investieren. . . . .</b>	<b>204</b>
18	<b>Der Finanz-Code – Regel Nr. 18: Fallen umgehen. . . . .</b>	<b>220</b>
19	<b>Der Finanz-Code – Regel Nr. 19: Wert hinzufügen. . . . .</b>	<b>238</b>
20	<b>Der Finanz-Code – Regel Nr. 20: Alles zusammenfassen . . . . .</b>	<b>248</b>

# Einführung

---

Seit 20 Jahren schreibe ich meinen Kunden gelegentlich kurze Mitteilungen (Memos) – zunächst bei Trust Company of the West und dann bei Oaktree Capital Management, der Firma, deren Mitgründer ich 1995 war. Ich verwende diese Memos, um meine Investmentphilosophie darzulegen, die Funktionsweisen der Finanzwelt zu erklären und zu aktuellen Ereignissen Stellung zu nehmen. Diese Mitteilungen sind der Kern dieses Buches. Auf den folgenden Seiten werden Sie einzelne Passagen aus vielen von ihnen finden, denn ich bin der Meinung, dass die Lektionen, die man daraus lernen kann, heute ebenso aktuell sind wie früher. Einige Passagen habe ich leicht verändert, hauptsächlich um ihre Botschaft deutlicher werden zu lassen.

»Was genau ist »das Wichtigste?« Im Juli 2003 schrieb ich ein Memo mit diesem Titel. Es fasste die Elemente zusammen, die ich für den Investorfolg als unerlässlich einschätzte. Es begann wie folgt: »Wenn ich mich mit Kunden und Interessenten treffe, höre ich mich immer wieder sagen: ›Das Wichtigste ist X.‹ Zehn Minuten später sage ich: ›Das Wichtigste ist Y.‹ Dann ist es Z – und so weiter.« Letztlich endete das Memo mit einer Erörterung der 18 »wichtigsten Dinge«.

In der Zwischenzeit habe ich einige Anpassungen vorgenommen, was »die wichtigsten Dinge« betrifft, aber am wichtigsten Punkt hat sich nichts geändert: Sie sind alle wichtig. Erfolgreiches Investieren erfordert sorgfältige Konzentration auf viele verschiedene Aspekte zur selben Zeit. Wenn man auch nur einen davon vernachlässigt, ist das Resultat wahrscheinlich unbefriedigend. Daher habe ich die Idee von den wichtigsten Dingen zum Kern dieses Buches gemacht. Jedes davon ist ein Ziegelstein in einer, wie ich hoffe, stabilen Mauer, und keines ist entbehrlich.

Ich habe nicht geplant, ein Investitionshandbuch zu schreiben. Dieses Buch ist eher die Darlegung meiner Investmentphilosophie. Ich nenne sie meinen Glauben, und im Lauf meiner Investmentkarriere hatte sie die Funktion einer Religion. Dies sind die Dinge, an die ich glaube, und die Wegweiser, die mich auf der richtigen Spur halten. Die Botschaften, die ich hier liefere, sind diejenigen, die ich für die dauerhaftesten halte. Ich bin zuversichtlich, dass sie über die Gegenwart hinaus relevant bleiben werden.

Dies ist keine Gebrauchsanweisung. Es gibt kein absolut sicheres Rezept für den Investorfolg. Keine Schritt-für-Schritt-Anleitungen. Keine Bewertungsformeln mit mathematischen Konstanten oder fixen Relationen – sie werden in der Tat nur sehr wenige Zahlen finden. Nur einen Weg, der Ihnen vielleicht dabei hilft, gute Entscheidungen zu treffen und – was vielleicht noch wichtiger ist – die Fallen zu umgehen, in die so viele Investoren tappen.

Ich will die Tätigkeit des Investierens nicht vereinfachen. In der Tat ist es mir am wichtigsten zu verdeutlichen, wie kompliziert sie ist. Wer das Investieren vereinfachen will, erweist seinem Publikum einen Bärenservice. Ich werde mit allgemeinen Gedanken über Rendite, Risiko und Prozesse arbeiten. Immer wenn ich spezielle Assetklassen und Taktiken erörtere, tue ich dies nur, um meine Argumente zu verdeutlichen.

Ein Wort zum Aufbau dieses Buches: Ich habe bereits erwähnt, dass erfolgreiches Investieren sorgfältige und gleichzeitige Konzentration auf viele verschiedene Gebiete beinhaltet. Wenn es möglich wäre, würde ich sie alle sofort erörtern. Aber leider zwingen mich die Begrenzungen der Sprache, ein Thema nach dem anderen abzuhandeln. Daher beginne ich mit einer Erörterung des Marktumfelds, in dem Investitionen stattfinden, um das Spielfeld abzustecken. Dann werde ich über die Investoren selbst sprechen; über die Elemente, die sich auf deren Erfolg oder Misserfolg beim Investieren auswirken und darüber, was sie tun sollten, um ihre Chancen zu verbessern. Die letzten Kapitel sind ein Versuch, beide Ideengruppen zusammenzufassen. Da meine Philosophie aber »aus einem Guss« ist, sind einige Ideen für mehr als ein Kapitel relevant. Sehen Sie es mir nach, wenn ich mich gelegentlich wiederhole.

Ich hoffe, Sie finden in diesem Buch neuartige Inhalte, provozierende und vielleicht sogar kontroverse Gedanken. Sollte mir jemand sagen: »Ich habe Ihr Buch so genossen, es hat alles bestätigt, was ich je gelesen habe«, dann hätte ich das Gefühl, gescheitert zu sein. Ich will Ideen und Denkweisen zu Investmentthemen erörtern, mit denen Sie noch nie in Kontakt gekommen sind. Glücklich machen würde mich die folgende Reaktion: »So habe ich das noch nie gesehen.«

Insbesondere werden Sie feststellen, dass ich Risiken und ihrer Begrenzung mehr Aufmerksamkeit widme als der Erzielung von Renditen. Das Risiko ist für mich der interessanteste, herausforderndste und wichtigste Aspekt des Investierens.

\*\*\*

Wenn potenzielle Kunden die Denkweise von Oaktree verstehen wollen, lautet ihre erste Frage etwa so: »Welche Faktoren waren für Ihren Erfolg entscheidend?« Meine Antwort ist einfach: eine effektive Investmentphilosophie, die mehr als vier Jahrzehnte lang von hochbegabten Menschen mit gemeinsamer Kultur und gemeinsamen Werten entwickelt und verfeinert worden ist.

Woher kommt eine Investmentphilosophie? Ich bin mir sicher, dass niemand eine Karriere als Investor beginnt und bereits über eine voll entwickelte Philosophie verfügt. Eine Philosophie ist die Summe vieler Ideen, die sich über lange Zeit und aus verschiedenen Quellen angesammelt haben. Man kann keine effektive Philosophie entwickeln, ohne die Lektionen des Lebens gelernt zu haben. Ich hatte im Lauf meines Lebens viel Glück, was reichhaltige Erfahrungen und kraftvolle Lektionen betrifft.

Die Zeit, die ich an zwei großartigen Wirtschaftsuniversitäten verbracht habe, lieferte mir eine sehr effektive und provokative Kombination. Die Grundlagen erlernte ich in Wharton, meine Ausbildung in theoretischer und quantitativer Analyse erhielt ich an der Graduate Business School der University of Chicago. Am wichtigsten waren nicht die spezifischen Fakten oder Prozesse, die ich erlernte, sondern der Besuch der beiden wichtigsten Investitionsschulen und das

Nachdenken darüber, wie ich ihre Lehren miteinander verbinden und zu meiner eigenen Methode kombinieren konnte.

Eine Philosophie wie meine erwächst daraus, dass man mit offenen Augen durchs Leben geht. Sie müssen aufmerksam beobachten, was in der Welt vor sich geht und zu welchen Resultaten diese Ereignisse führen. Nur so können Sie die Lektionen umsetzen, wenn es zu ähnlichen Umständen kommt. Dies zu versäumen, verdammt die meisten Investoren mehr als jeder andere Faktor dazu, immer wieder dem Auf und Ab der Konjunkturzyklen zum Opfer zu fallen.

Ich sage gern: »Erfahrung bekommt man, wenn man nicht das erhält, was man wollte.« In guten Zeiten lernt man nur schlechte Lektionen: dass Investieren einfach ist, dass man dessen Geheimnisse kennt und dass man sich über Risiken keine Sorgen zu machen braucht. Die wertvollsten Lektionen lernt man in schweren Zeiten. In diesem Sinn hatten Sie »Glück«, etliche Krisen zu erleben: das arabische Ölembargo, die Stagflation, den Zusammenbruch der Nifty Fifty und den »Tod der Aktien« in den 1970er-Jahren, den Schwarzen Montag 1987, als der Dow Jones Industrial Index an einem einzigen Tag 22,6 Prozent seines Werts verlor, den Zinsanstieg von 1994, der zinsensitive Anleihen in den freien Fall übergehen ließ, die Krise der Emerging Markets, die Staatspleite Russlands und den Kollaps von Long-Term Capital Management 1998, das Platzen der Technologieblase 2000/2001, die Bilanzskandale 2001/2002 und die weltweite Finanzkrise 2007/2008.

Das Erleben der 1970er-Jahre war besonders prägend, weil es so viele Herausforderungen gab. Einen Job in der Investmentbranche zu bekommen war damals so gut wie unmöglich. Um in diesem Jahrzehnt seine Erfahrungen zu machen, musste man also bereits zuvor einen Job ergattert haben. Wie viele Menschen, die in den 1960er-Jahren anfangen, arbeiteten noch in den späten 90er-Jahren, als die Technologieblase entstand? Nicht viele. Die meisten professionellen Investoren waren in den 80er- oder 90er-Jahren in die Branche eingestiegen und wussten gar nicht, dass ein Markt um mehr als 5 Prozent sinken kann, was dem stärksten Einbruch zwischen 1982 und 1999 entsprach.

Wenn Sie viel Fachliteratur lesen, können Sie von Leuten lernen, deren Ideen es wert sind, veröffentlicht zu werden. Mit am wichtigsten für mich waren Charles Ellis' großartiger Artikel »The Loser's Game« (*The Financial Analysts Journal*, Juli/August 1975), *A Short History of Financial Euphoria* von John Kenneth Galbraith (New York: Viking, 1990) und Nassim Nicholas Talebs *Fooled by Randomness* (New York: Texere, 2001). Alle drei haben mein Denken stark beeinflusst.

Und schließlich hatte ich das extreme Glück, direkt von außergewöhnlichen Denkern zu lernen: von John Galbraith über menschliche Schwächen, von Warren Buffett über Geduld und antizyklisches Agieren, von Charlie Munger über die Bedeutung vernünftiger Erwartungen, von Bruce Newberg über »Wahrscheinlichkeit und Ergebnis«, von Michael Milken über kontrollierte Risiken und von Ric Kayne über das Stellen von »Fallen« (unterschätzte Investmentchancen, mit denen man viel verdienen, aber nur wenig verlieren kann). Ich habe auch von meinen Bekanntschaften mit Peter Bernstein, Seth Klarman, Jack Bogle, Jacob Rothschild, Jeremy Grantham, Joel Greenblatt, Tony Pace, Orin Kramer, Jim Grant und Doug Kass profitiert.

Glücklicherweise ist es so, dass ich mit allen diesen Elementen Kontakt hatte und mir dies bewusst genug war, um sie zu derjenigen Investmentphilosophie zu kombinieren, die für meine Firmen – und damit für meine Kunden – seit Jahren funktioniert. Sie ist nicht die einzig wahre Philosophie, aber für uns ist sie die richtige.

Ohne die geschickte Umsetzung meiner Philosophie durch meine unglaublichen Oaktree-Mitbegründer Bruce Karsh, Sheldon Stone, Larry Keele, Richard Masson und Steve Kaplan hätte sie nicht viel bewirkt. Ich hatte das Glück, mich zwischen 1983 und 1993 mit meinen Partnern zusammenzutun. Ich bin überzeugt, dass keine Idee besser sein kann als die Handlung, die sie auslöst, und das gilt ganz besonders für die Welt der Investments. Die Philosophie, die ich hier schildere, hätte ohne die Errungenschaften dieser Partner und meiner anderen Kollegen bei Oaktree keine Aufmerksamkeit erregt.

# 1 Der Finanz-Code – Regel Nr. 1: Auf dem zweiten Niveau denken

---

Die Kunst des Investierens hat eine Eigenschaft, die allgemein nicht genug geschätzt wird. Ein Laie auf diesem Gebiet kann mit einem Minimum an Aufwand eine verlässliche, wenn auch unspektakuläre Rendite erzielen. Aber wenn man diesen leicht erreichbaren Standard übertreffen will, braucht man viel Übung und mehr als nur ein wenig Weisheit.

*Ben Graham, The Intelligent Investor*

Man sollte alles so einfach wie möglich tun, aber nicht noch einfacher.

*Albert Einstein*

Es soll nicht einfach sein. Jeder, der es einfach findet, ist dumm.

*Charlie Munger*

Nur wenige Menschen bringen mit, was man braucht, um ein großartiger Investor zu sein. Manchen kann man es beibringen, aber nicht jedem [...] und denjenigen, denen man es beibringen kann, kann man nicht alles beibringen. Bewährte Methoden funktionieren manchmal, aber nicht immer. Und man kann das Investieren nicht auf einen Al-

gorithmus reduzieren und es einem Computer übertragen. Auch die besten Investoren liegen nicht immer richtig.

Die Gründe sind simpel. Keine Regel funktioniert immer. Das Umfeld ist nicht kontrollierbar, die Umstände wiederholen sich nur selten auf exakt gleiche Weise. Die Psychologie spielt an den Märkten eine bedeutende Rolle, und weil sie höchst variabel ist, sind Ursache-Wirkungs-Zusammenhänge nicht verlässlich. Eine Investmentmethode mag für eine Weile funktionieren, aber letztlich verändern die für sie erforderlichen Handlungen das Umfeld, was bedeutet, dass eine neue Methode erforderlich ist. Und wenn andere eine Methode nachahmen, leidet ihre Effektivität.

Ebenso wie Ökonomie ist Investieren mehr Kunst als Wissenschaft. Und das bedeutet, dass es ein wenig unordentlich sein kann.

Eines der wichtigsten Dinge, die man heute im Gedächtnis behalten muss, ist, dass die Ökonomie keine exakte Wissenschaft ist. Vielleicht ist sie überhaupt keine Wissenschaft in dem Sinne, dass man in den Wissenschaften kontrollierte Experimente durchführen kann. Man kann mit Zuversicht frühere Ergebnisse replizieren und sich auf feste Ursache-Wirkungs-Zusammenhänge verlassen.

*»Will it work?«, 5. März 2009*

Da Investieren zumindest ebenso sehr eine Kunst wie eine Wissenschaft ist, verfolge ich niemals das Ziel – weder in diesem Buch noch anderswo – zu sagen, man könne es routinemäßig durchführen. Im Gegenteil möchte ich ganz besonders betonen, wie wichtig es ist, dass eine Methode intuitiv und anpassungsfähig statt festgelegt und mechanisch ist.

\*\*\*

Letztlich entscheidend ist, was Sie erreichen wollen. Eine mittelmäßige Performance kann jeder erzielen – man braucht nur in einen Indexfonds zu investieren, der ein wenig von allem kauft. Damit be-

kommen Sie das, was man die »Markttrendite« nennt – einfach das, was der Markt erreicht. Aber erfolgreiche Investoren wollen mehr. Sie wollen den Markt schlagen.

Meiner Meinung nach ist dies die Definition erfolgreichen Investierens: besser abschneiden als der Markt und andere Investoren. Um das zu schaffen, brauchen Sie entweder Glück oder überlegenes Wissen. Sich auf sein Glück zu verlassen, kann man kaum als Plan bezeichnen, daher sollten Sie besser auf Ihr Wissen setzen. Beim Basketball sagt man: »Größe kann man sich nicht antrainieren«. Das bedeutet, dass alles Training der Welt einen kleinen Spieler nicht größer machen kann. Wissen ist schwer zu trainieren. Einsicht ist fast ebenso schwierig zu lehren. Es ist so wie bei jeder anderen Kunstform auch: Manche verstehen das Investieren einfach besser als andere. Sie haben dieses notwendige »Stück Weisheit«, das Ben Graham so eloquent fordert.

Jeder will Geld verdienen. Jede Ökonomie basiert auf der Universalität des Gewinnmotivs. So ist der Kapitalismus: Das Gewinnmotiv bringt die Menschen dazu, härter zu arbeiten und ihr Kapital zu riskieren. Das Gewinnstreben hat einen großen Teil des materiellen Fortschritts hervorgebracht, den die Welt genießt.

Aber diese Universalität macht es auch zu einer schweren Aufgabe, den Markt zu schlagen. Millionen von Menschen konkurrieren um jeden verfügbaren Dollar, den man beim Investieren verdienen kann. Wer wird ihn bekommen? Derjenige, der den anderen einen Schritt voraus ist. Auf manchen Gebieten braucht man, um an die Spitze zu gelangen, eine bessere Ausbildung, mehr Zeit im Fitnesscenter oder in der Bibliothek, eine bessere Ernährung, mehr Schweiß, bessere Nerven oder eine bessere Ausrüstung. Doch beim Investieren zählen solche Dinge weniger; es erfordert ein von der Wahrnehmung geprägtes Denken [...] auf dem von mir sogenannten zweiten Niveau.

Aufstrebende Investoren können Kurse in Finanzwissenschaften und Buchhaltung besuchen, viel lesen und – wenn sie Glück haben – von jemandem betreut werden, der ein tiefes Verständnis des Invest-

mentprozesses hat. Doch nur wenige von ihnen werden die überlegene Einsicht, die Intuition, den Sinn für Werte und das Bewusstsein für Psychologie erreichen, die nötig sind, wenn man beständig überdurchschnittliche Resultate erzielen will. Das erfordert Denken auf dem zweiten Niveau.

\*\*\*

Denken Sie daran: Durchschnittliche Renditen sind nicht Ihr Investmentziel. Sie wollen überdurchschnittlich abschneiden. Daher muss Ihr Denken besser sein als das anderer Marktteilnehmer – kraftvoller und auf einem höheren Niveau. Da vielleicht auch andere Investoren intelligent, gut informiert und mit leistungsfähigen Computern ausgestattet sind, müssen Sie einen Vorteil finden, den andere nicht haben. Sie müssen an etwas denken, was die anderen nicht beachtet haben, Dinge sehen, die andere übersehen, oder Einsichten erwerben, die den anderen fehlen. Sie müssen anders reagieren und sich anders verhalten. Kurz gesagt: Recht zu behalten ist vielleicht eine notwendige Bedingung für den Investmenterfolg, aber es ist nicht genug. Sie müssen richtiger liegen als andere [...] was definitionsgemäß bedeutet, dass Sie anders denken müssen.

Was bedeutet Denken auf dem zweiten Niveau?

- Das Denken auf dem ersten Niveau sagt: »Das ist ein gutes Unternehmen. Ich kaufe die Aktie.« Das Denken auf dem zweiten Niveau sagt: »Das ist ein gutes Unternehmen, aber jeder denkt, dass es ein gutes Unternehmen ist, und das ist es eben nicht. Daher ist die Aktie überbewertet und überteuert. Ich verkaufe sie.«
- Das Denken auf dem ersten Niveau sagt: »Es sieht nach niedrigem Wachstum und steigender Inflation aus. Ich verkaufe meine Aktien.« Das Denken auf dem zweiten Niveau sagt: »Die Aussichten sind mies, aber alle andere verkaufen panisch ihre Aktien. Ich kaufe.«
- Das Denken auf dem ersten Niveau sagt: »Ich denke, die Gewinne des Unternehmens werden sinken. Ich verkaufe.« Das Denken auf dem zweiten Niveau sagt: »Ich glaube, die Gewinne des Unternehmens werden nicht so stark sinken, wie die Leu-

te erwarten. Diese positive Überraschung wird die Aktie steigen lassen. Ich kaufe.«

Das Denken auf dem ersten Niveau ist einfach und oberflächlich. Fast jeder ist dazu in der Lage (ein schlechtes Zeichen für alles, was mit dem Streben nach Überlegenheit zu tun hat). Wer auf dem ersten Niveau denkt, braucht lediglich eine Meinung über die Zukunft, wie etwa: »Die Aussichten für das Unternehmen sind günstig, und das bedeutet, dass die Aktie steigen wird.«

Auf dem zweiten Niveau denkt man tiefschürfend, komplex und verwickelt. Hier werden viele Dinge in die Beobachtung einbezogen:

- Wie sieht die Spanne der möglichen zukünftigen Ergebnisse aus?
- Zu welchem Ergebnis wird es meiner Meinung nach kommen?
- Wie hoch ist die Wahrscheinlichkeit, dass ich Recht behalte?
- Was sagt der Konsens der Marktteilnehmer?
- Inwieweit weicht meine Einschätzung vom Konsens ab?
- Inwieweit stimmt der aktuelle Kurswert mit der Konsenseinschätzung der Zukunft und mit meiner Einschätzung überein?
- Ist der im Kurs eingepreiste psychologische Konsens bullish oder bearish?

Was wird mit dem Kurs passieren, wenn sich die Konsenseinschätzung als richtig erweist – und was, wenn ich Recht behalte?

Die Unterschiede im Arbeitsaufwand zwischen dem ersten und dem zweiten Niveau sind natürlich erheblich, und die Zahl der Menschen, die zu Letzterem in der Lage sind, ist vergleichsweise winzig.

Wer auf dem ersten Niveau denkt, sucht einfache Formeln und einfache Antworten. Wer auf dem zweiten Niveau denkt, weiß, dass der Erfolg beim Investieren die Antithese zur Einfachheit ist. Das bedeutet nicht, dass man keine Leute trifft, die sich alle erdenkliche Mühe geben, damit es sich einfach anhört. Manche von ihnen würde ich als »Söldner« charakterisieren. Brokerfirmen wollen, dass Sie denken, jeder sei zum Investieren in der Lage – für 10 Dollar Gebüh-

ren pro Trade. Fondsunternehmen wollen nicht, dass Sie denken, Sie könnten selbst investieren. Sie wollen Sie glauben lassen, die Fondsmanager seien dazu in der Lage. In diesem Fall stecken Sie Ihr Geld in aktiv gemanagte Fonds und zahlen die damit verbundenen hohen Gebühren.

Andere Vereinfacher halte ich für »Proselytenmacher«. Manche sind Akademiker, die das Investieren lehren. Andere sind Praktiker mit ehrlichen Absichten, die das Ausmaß ihrer Kontrolle über die Börse überschätzen. Ich glaube, dass es die meisten nicht schaffen, ihre Erfolgsbilanzen zu halten. Oder sie übersehen ihre schlechten Jahre oder führen ihre Verluste auf Pech zurück. Und schließlich gibt es noch diejenigen, die die Komplexität des Themas einfach nicht verstehen. Ein Gastkommentator bei einem Radiosender, den ich beim Autofahren hörte, sagte: »Wenn Sie mit einem Produkt gute Erfahrungen gemacht haben, dann kaufen Sie die Aktie.« Man braucht so viel mehr, um ein erfolgreicher Investor zu sein.

Wer auf dem ersten Niveau denkt, tut dasselbe wie andere, die auf diesem Niveau denken, und natürlich gelangen alle diese Leute zu den gleichen Schlussfolgerungen. Das kann definitionsgemäß nicht der Weg zu überlegenen Ergebnissen sein. Es ist unmöglich, dass alle Investoren den Markt schlagen, denn sie alle zusammen sind der Markt.

Ehe Sie sich in der Nullsummenwelt des Investierens versuchen, müssen Sie sich fragen, ob Sie gute Gründe für die Erwartung haben, zu den besten 50 Prozent der Anleger zu gehören. Um besser abzuschneiden als der Durchschnittsinvestor, muss Ihr Denken dem Konsensdenken überlegen sein. Schaffen Sie das? Warum glauben Sie das?

\*\*\*

Das Problem ist: Außergewöhnliche Performance entsteht nur durch korrekte, dem Konsens widersprechende Prognosen. Aber diese sind schwierig zu erstellen. Es ist schwer, sie auf korrekte Art und Weise zu erstellen, und ebenso schwer, entsprechend zu handeln. Im Lauf

der Jahre haben mir viele Leute gesagt, dass die unten gezeigte Matrix Auswirkungen auf sie hatte:

Man kann nicht dasselbe tun wie andere und eine überdurchschnittliche Performance erwarten [...]

Unkonventionalität sollte kein Ziel per se sein, sondern eher eine Denkweise. Um sich von anderen zu unterscheiden, ist es hilfreich, Ideen zu haben, die anders sind, und diese Ideen auch anders zu verarbeiten. Ich stelle die Situation als einfache 2x2-Matrix dar:

	<b>Konventionelles Verhalten</b>	<b>Unkonventionelles Verhalten</b>
<i>Günstige Ergebnisse</i>	<i>Durchschnittlich gute Ergebnisse</i>	<i>Überdurchschnittlich gute Ergebnisse</i>
<i>Ungünstige Ergebnisse</i>	<i>Durchschnittlich schlechte Ergebnisse</i>	<i>Unterdurchschnittliche Ergebnisse</i>

Natürlich ist es nicht derart einfach und klar, aber die allgemeine Situation ist damit wohl zutreffend beschrieben. Wenn Sie sich konventionell verhalten, werden Sie wahrscheinlich konventionelle Ergebnisse erzielen – entweder gute oder schlechte. Nur wenn Ihr Verhalten unkonventionell ist, wird wahrscheinlich auch Ihre Performance unkonventionell sein, und nur wenn Ihre Urteile außergewöhnlich gut sind, wird Ihre Performance wahrscheinlich überdurchschnittlich sein.

»Dare to be great«, 7. September 2006

Die Schlussfolgerung ist einfach: Um überdurchschnittliche Investmentresultate zu erzielen, muss man den Wert von Aktien anders beurteilen als der Konsens – und diese Urteile müssen korrekt sein. Das ist nicht einfach.

Die Attraktivität, etwas unter dem eigentlichen Wert zu kaufen, ist absolut sinnvoll. Wie findet man Schnäppchen an effizienten Märkten? Man braucht dazu außergewöhnliche analytische

Fähigkeiten, Einsichten oder Voraussicht. Aber eben weil dies außergewöhnlich ist, verfügen nur wenige Menschen darüber.

*»Returns and how they get that way«, 11. November 2002*

Wenn Ihre Performance von der Norm abweichen soll, müssen Ihre Erwartungen – und folglich auch Ihr Portfolio – von der Norm abweichen, und Sie müssen mehr Recht behalten als der Konsens. Anders und besser formuliert: Das ist eine ziemlich gute Beschreibung des Denkens auf dem zweiten Niveau.

Wer den Prozess des Investierens für einfach hält, ist sich der Notwendigkeit – oder sogar der Existenz – des Denkens auf dem zweiten Niveau in der Regel nicht bewusst. Daher verfallen viele Leute dem Irrtum, jeder könne ein erfolgreicher Investor sein. Aber das schafft nicht jeder. Die gute Nachricht: Weil wesentlich mehr Leute auf dem ersten Niveau denken, erhöhen sich die möglichen Renditen für Denker auf dem zweiten Niveau. Man muss einer von ihnen sein, um beständig überdurchschnittliche Renditen zu erzielen.

## 2 Der Finanz-Code – Regel Nr. 2: Die Markteffizienz (und ihre Grenzen) verstehen

---

In der Theorie existiert kein Unterschied zwischen Theorie und Praxis, aber in der Praxis gibt es ihn.

*Yogi Berra*

In den 1960er-Jahren entstand eine neue Theorie des Finanzwesens und des Investierens. Sie wurde als »Chicago School« bekannt, weil sie an der Graduate School of Business der University of Chicago entstanden war. Da ich von 1967 bis 1969 dort studierte, saß ich praktisch an der Quelle, was diese Theorie betraf. Sie hat mein Denken stark geprägt und beeinflusst.

Die Theorie enthielt einige Konzepte, die in der Diskussion über Investitionen zu wichtigen Elementen wurden: Risikoaversion, Volatilität als Definition des Risikos, risikoadjustierte Renditen, systematische und unsystematische Risiken, Alpha, Beta, die Random-Walk-Hypothese und die Hypothese vom effizienten Markt. (Alle diese Aspekte werden auf den folgenden Seiten erörtert). Das letztgenannte Konzept erwies sich seit seiner Veröffentlichung als besonders einflussreich auf dem Gebiet der Investments – so einflussreich, dass es ein eigenes Kapitel verdient.

Die Hypothese vom effizienten Markt besagt:

- Es gibt viele Marktteilnehmer, und sie alle haben in etwa den gleichen Zugang zu allen relevanten Informationen. Sie sind intelligent, objektiv, hoch motiviert und arbeiten hart. Ihre analytischen Modelle sind allgemein bekannt und deren Anwendung ist weit verbreitet.
- Wegen der kollektiven Bemühungen dieser Marktteilnehmer werden Informationen vollständig reflektiert und ohne Zeitverzögerung in den Kurswert jedes Assets eingepreist. Und weil alle Marktteilnehmer sofort jedes Asset kaufen, das zu billig ist, und jedes verkaufen, das zu teuer ist, sind alle Assets absolut und relativ zueinander fair bewertet.
- Daher stellen die Marktpreise akkurate Einschätzungen des inneren Werts der Assets dar. Kein Marktteilnehmer kann beständig Fehleinschätzungen identifizieren und von ihnen profitieren.
- Aus diesem Grund werden Assets zu Preisen gehandelt, bei denen man erwarten kann, dass sie risikoadjustierte Renditen liefern, die im Vergleich zu anderen Assets »fair« sind. Riskantere Assets müssen höhere Renditen bieten, um Käufer anzulocken. Der Markt setzt Preise, die dies nahelegen, aber er gewährt keinen »Free Lunch« – also keinen risikolosen Gewinn. Es gibt keine zusätzliche Rendite, die nicht mit zusätzlichen Risiken verbunden ist (und eine Kompensation für diese darstellt).

Das ist eine mehr oder weniger offizielle Zusammenfassung der wichtigsten Punkte. Und nun zu meiner Darstellung. Wenn ich von dieser Theorie spreche, verwende ich ebenfalls das Wort effizient, aber ich meine es im Sinn von »schnell bei der Verarbeitung von Informationen«, nicht im Sinn von »richtig«.

Ich bin ebenfalls der Meinung, dass die Preise von Assets sofort die Konsensmeinung über die Bedeutung einer Information reflektieren, weil sich Investoren viel Mühe geben, jede neue Information auszuwerten. Ich bin allerdings nicht der Meinung, dass die

Konsensmeinung notwendigerweise korrekt ist. Im Januar 2000 notierte die Aktie von Yahoo bei 237 Dollar. Im April 2001 stand sie bei 11 Dollar. Wer argumentiert, der Markt sei in beiden Fällen richtig gelegen, lebt in einer Traumwelt. Zumindest in einem der beiden Fälle muss er falsch gelegen haben. Das bedeutet aber nicht, dass viele Investoren in der Lage waren, den Fehler des Markts aufzuspüren und entsprechend zu handeln.

Wenn die Preise in effizienten Märkten den Konsens bereits reflektieren, werden Sie wahrscheinlich nur eine durchschnittliche Rendite erzielen, wenn Sie den Konsens teilen. Um den Markt zu schlagen, müssen Sie eine gegen den Konsens gerichtete Sichtweise einnehmen.

Unter dem Strich ergibt sich für mich die Erkenntnis: Obwohl die effizienteren Märkte Assets oft falsch bewerten, ist es für niemanden einfach – wenn er mit den gleichen Informationen arbeitet wie jeder andere und den gleichen psychologischen Einflüssen unterliegt –, beständig Meinungen zu vertreten, die vom Konsens abweichen und näher an der Wahrheit liegen. Daher ist es schrecklich schwierig, den Markt zu schlagen – auch wenn dieser nicht immer Recht hat.

*»What's it all about Alpha?«, 11. Juli 2001*

Das wichtigste Ergebnis der Hypothese vom effizienten Markt ist die Schlussfolgerung, dass man »den Markt nicht schlagen kann«. Diese Folgerung ergab sich nicht nur logisch aus den Ansichten der Chicago School über die Märkte, sondern sie wurde auch durch Untersuchungen der Performance von Investmentfonds gestützt. Nur sehr wenige von diesen Fonds zeichneten sich durch außergewöhnliche Resultate aus.

»Und was ist mit den 5-Sterne-Fonds?« könnten Sie nun fragen. Lesen Sie das Kleingedruckte: Investmentfonds werden relativ zueinander bewertet. Die Ratings sagen nichts darüber aus, ob sie besser abgeschnitten haben als ein objektiver Maßstab wie zum Beispiel ein Börsenindex.

Gut, aber was ist dann mit den gefeierten Investoren, von denen wir so viel hören? Erstens: Ein oder zwei gute Jahre beweisen gar nichts. Schon allein das Glück kann fast zu jedem Ergebnis führen. Zweitens: Statistiker weisen uns darauf hin, dass man nichts mit statistischer Signifikanz beweisen kann, ehe man genügend Jahre mit Daten zur Verfügung hat. Ich glaube, es ging dabei um 64 Jahre, und fast niemand managt Geld über derart lange Zeit. Und schließlich: Die Existenz von ein, zwei großartigen Investoren widerlegt die Theorie nicht. Die Tatsache, dass die Warren Buffetts dieser Welt so viel Aufmerksamkeit auf sich ziehen, ist ein Hinweis darauf, dass Investoren mit beständig überdurchschnittlicher Performance Ausnahmen sind.

Zu den bedeutendsten Auswirkungen der Chicago-Theorie zählt die Entwicklung passiver Anlageinstrumente, die man Indexfonds nennt. Wenn die meisten aktiven Fondsmanager, die Wertpapiere unter- oder übergewichten, den Markt nicht schlagen können, warum sollte man sie dann – in Form von Transaktionskosten und Managementgebühren – für den Versuch bezahlen, das zu schaffen? Mit dieser Frage im Kopf haben Investoren immer höhere Summen in Fonds gesteckt, die ganz einfach entsprechend der Indexgewichtung in Aktien und Anleihen investieren. Auf diese Weise erhalten Investoren Marktrenditen für eine Gebühr von lediglich einigen Hundertstel Prozent pro Jahr.

Alles bewegt sich in Zyklen, wie ich später noch erörtern werde, und dazu gehört auch die »akzeptierte Weisheit«. Daher zog die Hypothese vom effizienten Markt in den 1960er-Jahren schnell Aufmerksamkeit auf sich und erwarb sich viele Anhänger. Seither haben sich Gegenargumente entwickelt und die allgemeine Meinung über ihre Anwendbarkeit unterliegt starken Schwankungen.

\*\*\*

Auch ich habe meine Vorbehalte gegen die Theorie; der wichtigste hat damit zu tun, wie sie die Beziehung zwischen Rendite und Risiko darstellt.