

Chance nutzen: Auf „gute Unternehmen“ setzen

Dr. Thorsten Polleit

Ökonom und Investor

Folgen des Fiat-Geldsystems

Alle wichtigen Währungen der Welt sind sogenanntes „Fiat“-Geld: Sie sind staatliches Zwangsgeld, produziert von staatlichen Zentralbanken, die das Geldproduktionsmonopol innehaben. Geschaffen wird das Fiat-Geld durch (Zentral-) Bankkreditvergabe, durch Kredite, denen keine echte Ersparnis gegenübersteht. Das Fiat-Geld hat eine Reihe von Konsequenzen, die höchst bedeutsam für jeden Anleger sind.

Das Fiat-Geld hat eine Reihe von Konsequenzen, die höchst bedeutsam für jeden Anleger sind.

Fiat-Geld ist chronisch inflationär, seine Kaufkraft schwindet im Zeitablauf. Das Ausweiten der Fiat-Geldmenge bereichert einige (die Erstempfänger des neuen Geldes) zu Lasten vieler (das sind die Spätempfänger des neuen Geldes). Es sorgt zudem für Wirtschaftsstörungen, für „Boom-und-Bust“. Der Grund: das Vermehren der Fiat-Geldmenge durch Kreditvergabe verzerrt die Marktzinsen, drückt sie unter ihr „natürliches Niveau“.

Mittlerweile sind die Schuldenlasten in vielen Ländern so groß geworden, dass die staatlichen Zentralbanken die Zinsen auf Rekordtiefstände abgesenkt haben. Mit den elektronischen Notenpressen werden Zahlungsausfälle von Staaten und Banken abgewehrt. Das mag in der kurzen Frist zwar eine Scheinbesserung bringen. Die Ursache der Probleme – das Fiat-Geldsystem – bleibt jedoch ungelöst.

Schuldenentwertung

Viele Schulden sind nicht mehr auf ehrlichem Wege rückzahlbar. Deshalb haben insbesondere die europäischen Regierungen gezielt Maßnahmen auf den Weg gebracht, um die Schulden aus der Welt zu schaffen. Beispielsweise wurde im Euroraum die „Bank Recovery and Resolution Directive“ scharfgeschaltet. Ihr Kernstück ist das „Bail-in“: Halter von Bankverbindlichkeiten werden an den Verlusten der Banken beteiligt.

Weitere Maßnahmen stehen im Raum. Im Oktober 2013 hatte der Internationale Währungsfonds (IWF) bereits vorgeschlagen, zur Staatsschuldensenkung den privaten Haushalten eine Vermögenssteuer aufzubürden, um mit den so gewonnenen Erträgen die Staatsschulden zu reduzieren. Im Mai 2014 forderte der IWF zudem, die Halter von Euro-Staatsanleihen sollten mittels Schuldenschnitten (englisch: „Reprofiling“) zur Ader gelassen werden.

Im Januar 2014 ließ beispielsweise die Deutsche Bundesbank verlauten: „Droht eine mit gravierenden Konsequenzen verbundene Überschuldung eines Staates, dürfen ... auch weitreichende Maßnahmen wie ein Beitrag privater Nettovermögen zur Bewältigung einer solchen Notsituation nicht von vornherein ausgeschlossen werden.“

Angesichts der praktischen Probleme, die mit Schuldenschnitten verbunden sind, wäre es jedoch eine Überraschung, wenn nicht auch die Inflationspolitik – verstanden als die Politik der Geldmengenvermehrung – noch verstärkt zum Einsatz kommt. Denn für Regierende und Regierte – gerade wenn viele von den Regierten von staatlichen Zuwendungen abhängen – ist die Kaufkraftentwertung des Geldes die Politik des vergleichsweise kleinsten Übels.

Unternehmen mit Markteintrittsbarrieren

Für Anleger stellt sich die Frage: *Was ist zu tun?* Die Antwort auf diese Frage beginnt mit einer grundlegenden Erkenntnis: Der Anleger, der sein Vermögen nicht nur erhalten, sondern mehren will, muss eine positive reale Rendite auf das eingesetzte Kapital erzielen. Das heißt, seine Investitionsrendite muss nach Abzug der Inflation positiv sein. Auf welchem Wege lässt sich das erreichen?

Mit Bankguthaben und Schuldpapieren wird das schwerlich gelingen – wie die voranstehenden Überlegungen deutlich gemacht haben sollten. Eine gangbare Alternative ist das Investieren in Produktivkapital, im einfachsten Fall das Investieren in Aktien. Unternehmen erzielen eine positive reale Rendite auf das eingesetzte Kapital. Allerdings wird das in wirtschaftlich schwierigen Zeiten nur den „guten Unternehmen“ gelingen.

Eine gangbare Alternative ist das Investieren in Produktivkapital, im einfachsten Fall das Investieren in Aktien.

Wodurch zeichnen sich gute Unternehmen aus? Gute Unternehmen verfügen über Markteintrittsbarrieren („Barriers to Entry“): Sie können etwas, was andere nicht können, was andere nicht kopieren können. Nach Bruce C. Greenwald werden die Markteintrittsbarrieren durch drei Faktoren bestimmt:

Entwicklung des Vermögens in Abhängigkeit der Rendite

Rendite	Verzehnfacht nach ...	Verhundertfacht nach ...
14%	18 Jahren	35 Jahren
16,6%	15 Jahren	30 Jahren
20%	13 Jahren	25 Jahren
26%	10 Jahren	20 Jahren
36%	8 Jahren	15 Jahren

(1.) „Captive customers“. Die Nachfrage nach den Produkten des Unternehmens ist preisunelastisch.

(2.) „Proprietary manufacturing capability“. Das Unternehmen kann etwas produzieren, was andere nicht produzieren können (beispielsweise aufgrund eines technologischen Vorsprungs).

(3.) „Scale economics“. Das Unternehmen verfügt über die geringsten Durchschnittskosten, weil es die Fixkosten auf eine große Absatzmenge verteilen kann.

Inflationsresistente Geschäftsmodelle

Hat ein Unternehmen Markteintrittsbarrieren, so ist es in der Lage, steigende Produktionskosten (für zum Beispiel Löhne, Zwischenprodukte und Energie) in den Absatzpreis weiterzureichen. Zudem erleidet ein gutes Unternehmen auch keinen Rückgang in der Absatzmenge, wenn die Inflation steigt. Beides zusammen macht das Unternehmen „inflationsresistent“: Es kann eine Rendite auf das Eigenkapital erzielen, die dauerhaft höher ist als die Inflation.

Beispielhaft seien an dieser Stelle zwei (idealtypische) Eigenschaften von inflationsresistenten Geschäftsmodellen aufgeführt:

(1.) „Asset Light“. Das Reinvestieren in Zeiten von Inflation treibt Unternehmen in eine Kostenfalle, die die Kapitalrenditen schmälert. Unternehmen, die keine oder nur geringe Sachanlagen haben, die im Zeitablauf erneuert werden müssen, sind daher attraktiv.

(2.) „Hidden Option“. Bei Inflation sind Unternehmen attraktiv, deren Kostenbasis bei Inflation unverändert bleibt, während die Umsätze mit der Inflation ansteigen. Diese Unternehmen können ihre Kapitalrendite bei Inflation sogar steigern.

Zinseszineffekt

Gute Unternehmen können ihren Gewinn profitabel in das eigene Geschäft reinvestieren. Sie schütten ihre Gewinne daher nicht oder nur zu einem geringen Teil aus. Das ist zum Vorteil für den Aktionär: Und zwar dann, wenn die Rendite,

zu der ein gutes Unternehmen seine Gewinne reinvestieren kann, höher ist als die Rendite, die dem Aktionär alternativ zur Verfügung steht.

Der Aktionär kommt dadurch in den Genuss des Zinseszineffektes: Kann das Unternehmen seine Gewinne zu attraktiven Renditen reinvestieren, steigt sein ökonomischer Wert im Zeitablauf an – und damit letztlich auch der Aktienkurs an der Börse. Die Kurse an der Börse mögen in der kurzen Frist schwanken, und es können sich auch zuweilen Fehlbewertungen einstellen. In der langen Frist wird der Aktienkurs jedoch dem Unternehmenswert folgen.

Die obige Tabelle soll die Kraft des Zinseszineffektes illustrieren – und zeigen, wie erfolgreich das Investieren in gute Unternehmen, in „Great Businesses“, über die Jahre hinweg sein kann. Gelingt es dem Anleger, in ein Unternehmen zu investieren, dass beispielsweise eine reale Kapitalrendite von durchschnittlich 20 Prozent erzielt, so wird er seinen Einsatz nach 13 Jahren bereits verzehnfacht haben.

„Preis versus Wert“

Aber auch das beste Unternehmen ist keine gute Investition, wenn es zu teuer gekauft wird. Der Anleger muss stets den „inneren Wert“ der Aktie – das ist der Barwert aller künftigen Einzahlungen, die ein Unternehmen erzielt – mit ihrem aktuellen Marktpreis vergleichen. Nur dann, wenn der Preis deutlich unter dem Wert liegt – wenn also eine ausreichende „Sicherheitsmarge“ vorliegt –, lohnt sich der Kauf.

Das Handlungsprinzip lautet: „Preis versus Wert“. Ein solches Vorgehen entspricht der Philosophie des Value Investing in der Tradition von Benjamin Graham (1894 – 1876) und Warren E. Buffet. Langfristig orientierte Investoren, die sich konsequent an das Prinzip „Preis versus Wert“ halten, schützen sich vor dauerhaften Kapitalverlusten. Sie sind zudem auch in der Lage, attraktive Renditen auf ihr eingesetztes Kapital zu erzielen und damit dessen Kaufkraft zu mehren.

Das Handlungsprinzip lautet: „Preis versus Wert“.

Mit dem Value Investing kann der Anleger Börsenschwankungen – die sich künftig vermutlich weiter verschärfen werden – renditesteigernd für sich nutzen. Im Börsengeschehen treten nämlich immer wieder Situationen auf, in denen der Marktpreis unter den Wert einer Aktie fällt. Das eröffnet Investoren attraktive Einstiegsmöglichkeiten. Gemäß dem Motto: im Einkauf liegt der Gewinn.

Für den langfristig denkenden Anleger ist nämlich das Risiko nicht das kurzfristige Schwanken der Aktienkurse. Sein Risiko ist, einen dauerhaften Kapitalverlust zu erleiden. Das kurzfristige Auf und Ab der Börsen lässt sich für die meisten Anleger nicht verlässlich prognostizieren. Umso mehr empfiehlt sich für sie das langfristig orientierte Investieren in gute Unternehmensaktien, wenn sie zu Preisen gekauft werden können, die deutlich unter ihrem Wert liegen.

Fehlinvestitionen

Das Fiat-Geldsystem führt zu Verzerrungen in der volkswirtschaftlichen Produktionsstruktur: Es verleitet Unternehmen zu Fehlinvestitionen, die den langfristigen Unternehmenserfolg schmälern oder sogar zunichtemachen können. Das Value Investing ermöglicht es, auch mit dieser Unsicherheit umzugehen, und zwar bei der Auswahl der guten Unternehmen.

(1.) Man zieht die Finanzhistorie des Unternehmens zu Rate. Ein Indiz, dass es sich um ein gutes Unternehmen handelt, ist, wenn das Unternehmen über Boom-und-Bust-Zyklen, über Inflationszyklen hinweg hohe Kapitalrenditen erzielt hat.

(2.) Weil der Erfolg kapitalintensiver Unternehmen erhöhter Unsicherheit unterliegt, sollte der Anleger nur dann in sie investieren, wenn auch eine ausreichend große

„Sicherheitsmarge“ vorliegt – oder aber diese Unternehmen meiden.

(3.) Unternehmen, deren Geschäftserfolg stark von der Kreditfinanzierung getrieben ist, bergen erhebliche Unsicherheit. Für den Anleger gilt hier gleichermaßen: Nur investieren, wenn der Preis, der für die Aktie zu zahlen ist, deutlich unterhalb ihres Wertes liegt.

Chance nutzen

Das Fiat-Geld leidet unter schweren ökonomischen und ethischen Defiziten, und es kann im Extremfall wertlos werden. Anleger sollten allerdings die verbleibende Verweildauer des Fiat-Geldes auch nicht unterschätzen. In diesem Sinne schrieb der US-amerikanische Ökonom Murray N. Rothbard (1926 – 1995): „[I]f fiat money could not continue indefinitely, I would not have to come here to plead for its abolition.“¹

Ob nun mit oder ohne Fiat-Geld: Es macht Sinn, in gute Unternehmen zu investieren. Unternehmen produzieren Güter, sie verdienen Geld. Guten Unternehmen wird es gelingen, trotz aller Verzerrungen, für die das Fiat-Geldsystem sorgt, langfristig erfolgreich zu sein, die reale Kaufkraft des investierten Kapitals zu mehren. Als Anleger kann man daran teilhaben, wenn man die Aktien dieser Unternehmen zu günstigen Preisen kaufen kann. Diese Chance sollte man nutzen.

1 Murray N. Rothbard, *The Case for a 100 Percent Gold Dollar* (Auburn: Ludwig von Mises Institute, 2005 [1962]), p. 149.

