



INTELLIGENT INVESTIEREN IN UNSICHEREN ZEITEN –
Lehren aus der Österreichische Schule der Nationalökonomie

Vortrag im Schloss Stuppach
10. Februar 2017

von Thorsten Polleit
polleit@polleit-rieichert.com

Sehr verehrte Damen, sehr geehrte Herren,

vielen Dank für die Einladung. Es ist mir eine große Freude, vor Ihnen sprechen zu dürfen.

Mein ganz besonderer Dank gilt Rita und Reinhard Zellinger für ihre überaus herzliche und großzügige Gastfreundschaft auf ihrem Schloss Stuppach.

Mein Referat trägt den Titel „Intelligent investieren in unsicheren Zeiten – Lehren aus der Österreichischen Schule der Nationalökonomie“.

Ich möchte darin aufzeigen, (1) welche Erkenntnisse die Österreichische Schule der Nationalökonomie (ÖS) in der Tradition von Ludwig von Mises bereitstellt, und (2) wie die ÖS mein Denken über das Investieren geprägt hat.

Wenn Sie erlauben, leite ich mit einigen wenigen persönlichen Beobachtungen in das Thema ein.

Einleitende Bemerkungen

Wenn ich zurückblicke, so stelle ich fest, dass ich als Ökonom, frisch von der Universität, zunächst dem Hauptstrom (Mainstream) angehört habe. Vermutlich war ich so etwas wie ein Monetarist, sicherlich aber kein Keynesianer.

In Berührung gekommen bin ich mit der ÖS erst, als ich schon im Berufsleben stand: Als Volkswirt einer global agierenden Investmentbank, der aber immer noch wissenschaftlich gearbeitet hat.

Das Tagesgeschäft lehrte mich bald, dass irgendetwas nicht stimmen konnte mit dem Kredit- und Geldsystem, mit Zentralbankpolitik und Staatseingriffen in das Wirtschaftsleben.

Warum und wieso, das konnte ich jedoch zunächst nicht überzeugend beantworten. Also hielt ich Ausschau nach Erklärungen, nach Theorien.

Meine Suche führte mich zu Friedrich August von Hayek (1899 – 1992), dann weiter zu Ludwig von Mises (1881 – 1973), und von dort weiter zu Murray N. Rothbard (1926 – 1995) und Hans-Hermann Hoppe (*1949).

Sie – und weitere namhafte Denker – firmieren unter dem Begriff ÖS oder „Austrian School of Economics“, wie sie in den Vereinigten Staaten von Amerika bezeichnet wird.

Bei der ÖS wurde ich fündig. Aus der Beschäftigung mit ihr erwuchs ein persönliches Ziel: *Ich möchte einen Beitrag leisten, um die Ideen der ÖS – die ich als die besseren Ideen ansehe – zu verbreiten.*

Damit einhergehend entwickelte sich der Wunsch, nicht nur Probleme aufzuzeigen, sondern auch Lösungen anzubieten, und zwar im Bereich der Geldanlage: *Ich möchte den Menschen Prinzipien des intelligenten Investierens vermitteln.*

Über beides will ich im Folgenden berichten. Lassen Sie uns mit den Erkenntnissen, die die ÖS in der Tradition von Ludwig von Mises bereitstellt, beginnen.

Mises‘ Erkenntnistheorie

Wie bei jeder Familie gibt es auch innerhalb der ÖS unterschiedliche Entwicklungslinien. Anders gesprochen: Die ÖS ist in sich nicht einheitlich.

Was alle Österreicher vereint, ist, dass sie ihre Wurzeln bei Carl Menger (1840 – 1921) haben, der 1879 zum ordentlichen Professor für Politische Ökonomie an der Wiener Universität berufen wurde.

Menger ist gewissermaßen der Gründungsvater der ÖS, indem er gegen Ende des 19. Jahrhunderts den *Methodenstreit* mit Vertretern der deutschen *Historischen Schule* entfachte. Dadurch etablierte sich die ÖS als eigenständige Denkschule.

Ich möchte im Folgenden keine Übersicht über die Entwicklung der ÖS geben, sondern die Aufmerksamkeit auf Ludwig von Mises lenken, den wohl bedeutendsten Vertreter der ÖS.

Mises war nicht nur Nationalökonom, sondern auch Sozialphilosoph. Er hat bedeutende Beiträge zum ökonomischen Denken, vor allem aber auch zur Erkenntnistheorie erarbeitet. Hans-Herman Hoppe sagt dazu folgendes:

„Mises hat ... ein geistiges Monument geschaffen, das in Grundlegung und Systematik, thematischem Umfang, Geschlossenheit und Vollständigkeit der Darstellung, begrifflicher Klarheit und Schärfe sowie Zeitlosigkeit der Geltung im Bereich der Sozialwissenschaften einzigartig ist, und im Vergleich zu dem die Arbeiten selbst der bedeutendsten seiner Vorgänger dilettantisch erscheinen.“¹

¹ Hoppe (2014), Ludwig von Mises und der Liberalismus, wiederabgedruckt in „Ludwig von Mises. Leben und Werk für Einsteiger“, S. 16

Es ist die *wissenschaftliche Methode*, durch die sich Mises (damals wie heute) absetzt von anderen Österreichern (wie zum Beispiel von seinem Schüler Friedrich August von Hayek) und vor allem von den Hauptstrom-Ökonomen.

Unter der wissenschaftlichen Methode versteht man das Vorgehen, durch das Erkenntnisse gewonnen und überprüft werden. (Die wissenschaftliche Auseinandersetzung mit der wissenschaftlichen Methode ist die *Methodologie*.)

Mises hat gezeigt, dass die Nationalökonomie sich grundlegend unterscheidet von der Naturwissenschaft; und dass folglich die Nationalökonomie eine andere *wissenschaftliche Methode* braucht als die in den Naturwissenschaften verwandte.

Die wissenschaftliche Methode, die Mises für die Nationalökonomie vorschlägt, ist *die Logik vom menschlichen Handeln* – die er auch als *Praxeologie* bezeichnet. Ihr Ausgangspunkt ist die Erkenntnis, dass der Mensch handelt.

Der Satz „Der Mensch handelt“, klingt zunächst einmal recht trivial. Doch bei genauem Nach- und Durchdenken zeigt sich, dass der Satz „Der Mensch handelt“ von ganz besonderer Art ist: Er kann nicht widerspruchsfrei verneint werden.

Wer sagt „Der Mensch handelt nicht“, der handelt, und er widerspricht dem Gesagten, begeht einen *performativen Widerspruch*. Anders gesagt: Der Satz „Der Mensch handelt“ ist ein wahrer Satz, ist ein *a priori*.

Der Begriff *a priori* bezeichnet eine selbst-evidente Erkenntnis, eine Erkenntnis, die sich nicht widerlegen lässt, ohne einen logischen Widerspruch zu verursachen, und die von strenger Allgemeingültigkeit ist.

Aus dem *a priori* „Der Mensch handelt“ lassen sich im Zuge der *logischen Deduktion* (Ableitung) weitere wahre Erkenntnisse ableiten. Ich gebe im Folgenden einige Beispiele.

A priori Kategorien

Menschliches Handeln ist stets zielbezogen. Dieser Satz lässt sich nicht widerlegen. Denn wer sagt: „Handeln ist nicht zielbezogen“, der handelt und widerspricht dem, was er sagt.

Menschliches Handeln erfordert den Einsatz von *Mitteln* (Gütern). Beispielsweise komme ich nicht umhin, meine Stimmbänder einzusetzen, um meine Gedanken hörbar zu machen. Ein mittelloses Handeln gibt es nicht.

Mittel (oder Güter) sind *knapp*. Wären sie nicht knapp, dann müsste man sie nicht bewirtschaften, sie wären keine Güter. Knappheit ist also im Satz „Der Mensch handelt“ schon mitgedacht.

Zeit ist ein Mittel, um Ziele zu erreichen. Zeitloses Handeln lässt sich nicht vorstellen. Wäre Handeln zeitlos, wären alle Ziele sofort und unmittelbar erreicht – und man könnte nicht mehr handeln – aber das ist denkunmöglich.

Ursache-Wirkung (*Kausalität*) ist ebenfalls im Satz „Der Mensch handelt“ impliziert. Zielbezogenes Handeln bedeutet, dass der Handelnde davon ausgeht, dass er durch sein Handeln (Ursache) seinen Zielen (Wirkung) näherkommen kann.

Aufgrund der Knappheit von Mitteln (Gütern) werden Gegenwartsgüter höher wertgeschätzt als Zukunftsgüter. Darin zeigt sich die *Zeitpräferenz*. Sie ist immer und überall positiv. Sie kann niemals verschwinden, niemals negativ werden.

Der Zins – Mises spricht vom *Urzins* – ist der Wertabschlag, den Zukunftsgüter gegenüber Gegenwartsgütern erleiden. Der Urzins – als Ausdruck der Zeitpräferenz – ist stets positiv, kann niemals auf null fallen oder gar negativ werden.

Auch das Privateigentum (verstanden als das Eigentum am eigenen Körper und den auf nicht-aggressive Weise erworbenen Gütern) ist im Satz „der Mensch handelt“ mitgedacht; es ist ebenfalls ein a priori.

Ziel, Mittel, Zeit, Kausalität, Zeitpräferenz, Urzins, Privateigentum sind einige a priori Kategorien des menschlichen Handelns. Als *a priori* Kategorien bestimmen sie unser Erkenntnisvermögen.²

Mit Immanuel Kant gesprochen: Die realen Dinge zeigen sich uns nicht in ihrer objektiven Beschaffenheit. Unsere Erfahrung über sie richtet sich vielmehr nach der Beschaffenheit unseres Erkenntnisvermögens, also nach den a priori Kategorien.

Einige Beispiele

Was können wir mit a priori Erkenntnis anfangen? Die Antwort auf diese Frage lautet: Mises' wissenschaftstheoretischer Ansatz erlaubt es, falsche von richtigen ökonomischen Theorien zu unterscheiden.

² Für eine verständliche Hinführung siehe zum Beispiel Tetens (2006), Kants „Kritik der reinen Vernunft“. Ein systematischer Kommentar, insb. S. 17 – 39.

Ökonomische Theorien – und die auf ihnen fußenden politischen Versprechungen – sind, wenn sie den a priori Kategorien des menschlichen Handelns widersprechen, als *falsche Theorien* einsehbar.

Man muss nicht erst in der Praxis ausprobieren (also testen), ob eine ökonomische Theorie (ein politisches Versprechen) zu den postulierten Ergebnissen führt. Man kann es vielmehr bereits im Vorhinein wissen. Dazu einige Beispiele.

- (1) Jede Transaktion, die nicht freiwillig ist (Raub, Besteuerung etc.), stellt eine Partei besser auf Kosten der anderen Partei.
- (2) Der Grenznutzen eines Gutes nimmt mit steigender Verfügbarkeit (Menge) des Gutes ab.
- (3) Mindestlöhne, die oberhalb des markträumenden Niveaus liegen, führen zu ungewollter Arbeitslosigkeit.
- (4) Ein Ausweiten der Geldmenge macht eine Volkswirtschaft nicht reicher. Warum ist das so? Geld ist das allgemein akzeptierte Tauschmittel, ist das marktgängigste Gut.

Geld hat nur eine Funktion: und das ist die Tauschmittelfunktion. Eine Vermehrung der Geldmenge führt notwendigerweise zu einer Verringerung der Kaufkraft des Geldes (im Vergleich zu einer Situation, in der die Geldmenge konstant bleibt).

Steigt die Menge der Konsum- und Produktionsgüter, wird eine Volkswirtschaft wohlhabender. Nicht aber, wenn die Geldmenge steigt. Es ist ein Irrtum zu meinen, ein Ausweiten der Geldmenge würde einen gesamtwirtschaftlichen Nutzen stiften!

Eine Vermehrung der Geldmenge bewirkt etwas anderes: Sie begünstigt einige auf Kosten anderer. Die Erstempfänger des neuen Geldes sind die Gewinner, die Letztempfänger die Verlierer („Cantillon Effekt“).

- (5) Der Sozialismus ist ein nicht durchführbares, ein unmögliches Wirtschaftssystem. Der Grund: Eine Wirtschaftlichkeitsrechnung ist im Sozialismus unmöglich. Mises zeigte das bereits 1919 auf.

Im Sozialismus gibt es kein Eigentum an den Produktionsmitteln, sie sind vielmehr vergemeinschaftet. Es gibt keinen Markt, auf dem die Produktionsmittel gehandelt werden können. Folglich lassen sich auch keine Preise für sie bestimmen.

Ohne Preise aber lässt sich keine Wirtschaftlichkeitsrechnung durchführen. Ein modernes arbeitsteiliges Wirtschaften ist damit unmöglich. Chaos und Verarmung sind die Folge.

Diese Beispiele mögen genügen, um zu zeigen, dass es ökonomische Handlungen gibt, deren (qualitative)³ Wirkung sich mit apodiktischer (d. h. mit unbedingter) Sicherheit im Vorhinein benennen lassen.

Die moderne Volkswirtschaftslehre, deren wissenschaftliche Methode die Existenz von a priori Erkenntnis anzweifelt beziehungsweise rundweg ablehnt, würde das Gesagte so nicht unterschreiben oder gar das Gegenteil behaupten.

Sie würde zum Beispiel sagen, dass der Sozialismus funktionieren könnte, wenn man die richtigen, die besseren und klügeren Personen an die Schaltstellen der Macht platziert.

Die Vertreter der Hauptstrom-Ökonomik würden anzweifeln, dass der Urzins immer größer null sein muss. Sie würden sagen, dass es zumindest sein kann, dass der Urzins für eine gewisse Zeit negativ ist.

Oder sie würden sagen, dass eine Volkswirtschaft eine wachsende Geldmenge braucht um zu wachsen; dass eine wachsende Geldmenge, wenn die Zuwachsrate „richtig“ bemessen ist, helfe, die Volkswirtschaft reicher zu machen.

Ich hoffe, dass diese wenigen Beispiele genügen, um zu zeigen, wie stark sich Mises' ökonomisches Erkenntnisprogramm absetzt von der heute verbreiteten Hauptstrom-Ökonomik.

Mises' wissenschaftliche Methode – die Praxeologie – ist zwar in der Mainstream-Ökonomik nicht auf Zustimmung gestoßen (das Gegenteil ist vielmehr der Fall). Aber sie ist dennoch auf fruchtbaren Boden gefallen.

Mises' Lehre ist insbesondere durch Murray N. Rothbard in den USA bewahrt und weiterentwickelt worden. In direkter Folge dieser Denkströmung steht der bereits genannte Hans-Hermann Hoppe.

Dieser libertäre Zweig, der sich in der ÖS herausgebildet hat (er lässt sich auch als *extremer Apriorismus* bezeichnen), ist mittlerweile weltweit aktiv und erfreut sich einer wachsenden Verbreitung.

³ Gemeint ist hier stets die qualitative Wirkung, nicht aber die quantitative.

Exkurs: Die Rolle der Ideen

Wenn Sie mich fragen, was mich an Mises' Arbeiten besonders beeindruckt, so lautet meine Antwort: Seine erkenntnistheoretischen Überlegungen – und dabei vor allem die Rolle, die er den *Ideen*, den Theorien, für das menschliche Handeln zuweist.


POLLEIT & RIECHERT
Investment Management



„Handeln ohne Denken, Praxis ohne Theorie sind unvorstellbar.“

–Ludwig von Mises (1940), Nationalökonomie, S. 146

Ludwig von Mises
1881 - 1973

1

„Handeln ohne Denken, Praxis ohne Theorie sind unvorstellbar.“⁴ Mit diesen Worten klingt an, dass es aus Mises' Sicht die Ideen, dass es die Theorien sind, die das menschliche Handeln leiten.

Mises erkennt, dass die geistige Auseinandersetzung um die Akzeptanz von Ideen und Theorien der entscheidende Kampfplatz ist, auf dem über Freiheit und Unterdrückung, über Wohlstand und Armut entschieden wird.

Welche ökonomischen Ideen, welche ökonomischen Theorien richtig sind und welche nicht – um das abschließend entscheiden zu können, gibt Mises uns die wertfreie Praxeologie an die Hand.

Es ist, wie ich meine, faszinierend zu sehen, wie das praxeologische Denken und die Schlussfolgerungen, die man daraus ziehen *muss*, viele der heute akzeptierten und beliebten Glaubenssätze entzaubern.

Das betrifft beispielsweise das heutige Geldsystem, das ich als *staatliches Fiat-Geldsystem* bezeichne. Es ist die Ursache für viele wirtschaftliche und gesellschaftliche Missstände.

⁴ Mises (1940), Nationalökonomie, S. 146.

Zum Fiat-Geldsystem

Ob US-Dollar, Euro, japanischer Yen, chinesischer Renminbi oder Schweizer Franken: Sie alle sind Fiat-Geld – und zwar seit Beginn der 70er Jahre des vergangenen Jahrhunderts, nachdem die Regierungen ihnen die Golddeckung entzogen haben.

Fiat-Geld hat drei Eigenschaften. Erstens: Fiat-Geld ist staatliches Monopolgeld. Es wird von staatlichen Zentralbanken produziert, die das Geldangebotsmonopol innehaben.

Zweitens: Fiat-Geld ist intrinsisch wertlos, es hat die Form von mit Tinte bedruckten Papierzetteln (genau genommen handelt es sich um Baumwolle) und Einträgen auf Computerfestplatten („Bits and Bytes“).

Und drittens: Fiat-Geld wird durch Bankkreditvergabe produziert, durch Bankkredite, die nicht durch „echte Ersparnis“ (Konsumverzicht) gedeckt sind; Fiat-Geld wird „ex nihilo“ geschaffen.

Einige der ökonomischen und ethischen Defekte des Fiatgeld-Systems seien an dieser Stelle kurz angerissen.

(a) Fiat-Geld ist inflationär. Es verliert seine Kaufkraft im Zeitablauf, weil es nach politischen Erwägungen fortlaufend vermehrt wird.

(b) Fiat-Geld sorgt für eine wirtschaftlich und moralisch nicht vertretbare Zwangsumverteilung: Einige werden begünstigt auf Kosten anderer.

(c) Fiat Geld sorgt für Boom und Bust: Die Ausgabe von Fiat-Geld (durch Bankkreditvergabe) sorgt anfänglich für einen künstlichen Aufschwung („Boom“) auf den unweigerlich der Abschwung („Bust“) folgen muss.

(d) Das Fiat-Geldsystem ist ein Wachstumselixier für den Staat. Es verschafft ihm Zugang zu Ressourcen, die ihm die steuerzahlenden Wahlbürger bei offener Darlegung der Dinge wohl kaum zubilligen würden.

Der Staat kann das finanzielle Füllhorn über den Bürgern ausschütten und sich so seine Gefolgschaft erkaufen. Nicht nur wirtschaftlicher Niedergang, sondern auch kultureller und moralischer Verfall sind die Folgen.

Die letzte Finanz- und Wirtschaftskrise, aber auch die Euro-Krise, haben ihre Ursache im Fiat-Geld. Deshalb ist es zum einen nötig, die Menschen über die Probleme, die das Fiat-Geld verursacht, zu unterrichten.

Zum anderen entsteht die Notwendigkeit, Wege aufzuzeigen, auf denen die Ersparnisse vor den negativen Effekten, die das Fiat-Geld verursacht, geschützt werden können, beziehungsweise wie das Vermögen trotzdem vermehrt werden kann.

Viele von Ihnen bemerken vermutlich bereits, dass etwas nicht stimmt: Mit klassischen Zinsanlagen lässt sich nichts mehr verdienen; dass traditionelle Sparen wird vielmehr zum Verlustgeschäft.

Der Realzins auf Bankeinlagen und viele Schuldpapiere – das gilt insbesondere für den Euroraum – liegt bereits unter der Nulllinie. Zudem drohen Zahlungsausfälle von überschuldeten Banken und Staaten („Bail in“).

Das fortgesetzte Ausweiten der Geldmengen, vorrangig um finanziell überdehnte Staaten und Banken vor dem Zahlungsausfall zu bewahren, setzt die Kaufkraft des Geldes immer weiter herab.

Wie die ÖS mein Denken über das Investieren prägt

Seit vielen Jahren habe ich mich bemüht, die Erkenntnisse der ÖS insbesondere zu den Problemen des Fiat-Geldsystems zu verbreiten – in Schriften, auf Konferenzen, in Vorlesungen und Seminaren.

Viele Menschen, denen die Probleme des ungedeckten Papiergeldes bewusst geworden sind, stellen mir nun aber die Frage: Wie soll ich mein Geld anlegen? Eine überaus wichtige Frage.

Aus meiner beruflichen Erfahrung und wissenschaftlichen Arbeit weiß ich, dass viele der heute geläufigen Anlageratschläge unausgegoren, ja zuweilen unsinnig sind und daher zu schlechten Geldanlageentscheidungen verleiten.

Vor etwa sechs Jahren habe ich daher begonnen zu studieren, wie die wirklichen erfolgreichen Investoren, die Besten der Besten, vorgegangen sind. Hierzu zählen zum Beispiel Benjamin Graham, Phil Fischer, Warren Buffett und Charlie Munger.

Mein Ziel war es, *zeitlose Prinzipien für das erfolgreiche Investieren* herauszufinden. Bevor ich einige dieser Prinzipien vorstelle, möchte ich Ihnen vorab meine persönlich wohl wichtigste Schlussfolgerung nennen. Sie lautet:

Das Investieren in „großartige Unternehmen“, in Aktien von „Great Businesses“, ist die beste Möglichkeit, um mit den Problemen, die das Fiat-Geldsystem bringt, fertigzuwerden.

Wie, so werden Sie fragen, komme ich zu dieser Schlussfolgerung? Zum einen ist aus meiner Sicht die Wahrscheinlichkeit, dass das Fiat-Geld bald zusammenbricht, kleiner als die Wahrscheinlichkeit, dass es noch einige Zeit fortgeführt wird.⁵

Zum anderen haben großartige Unternehmen die Voraussetzungen, auch durch schwierige Zeiten, einschließlich inflationärer Phasen, hindurchzukommen, ohne dabei ihr Ertragspotenzial einzubüßen.

Lassen Sie mich nachfolgend fünf der zeitlosen Prinzipien vorstellen, die ich bei den erfolgreichen Investoren identifiziert habe.

(1) In „großartige Unternehmen“ („*Great Businesses*“) investieren. Großartige Unternehmen sind in der Lage sind, für lange Zeit hohe Renditen auf ihr eingesetztes Kapital zu erzielen. Sie können den Gewinn pro Aktie im Zeitablauf merklich steigern.

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:

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

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

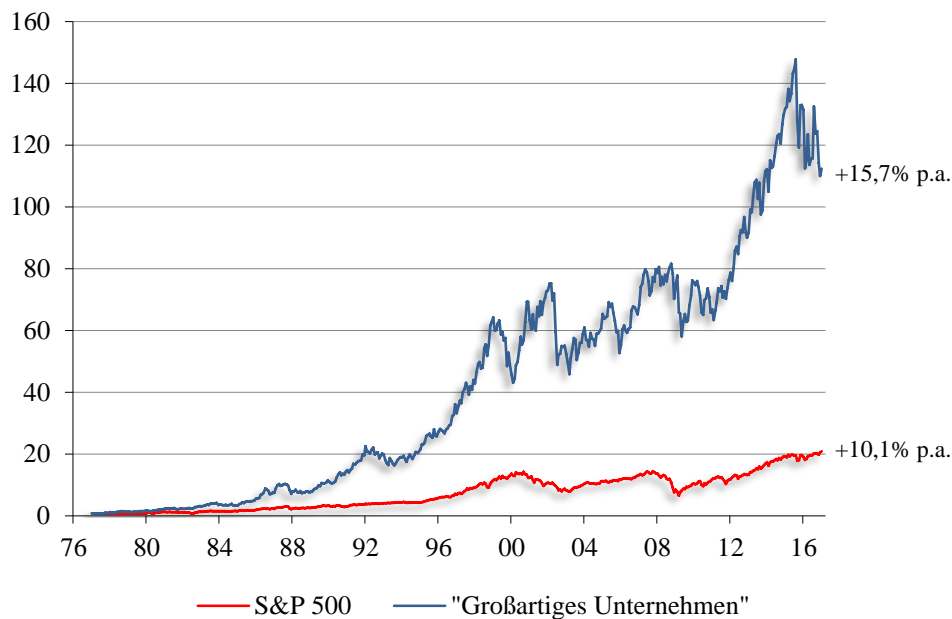
(iii) Das Unternehmen verfügt über die geringsten Durchschnittskosten, weil es die Fixkosten auf eine große Absatzmenge verteilen kann („*Scale economics*“).

Führen wir uns vor Augen, wozu das Investieren in großartige Unternehmen führen kann. Wer zum Beispiel 1977 in den S&P 500 investiert hat, der hat bis Januar 2017 eine Rendite von durchschnittlich etwa 10 Prozent pro Jahr erzielt.

Aus einem US-Dollar, investiert vor 40 Jahren, sind heute knapp 21 US-Dollar geworden. Das entspricht einem Wertzuwachs von insgesamt fast 2000 Prozent. Nach Abzug der Inflation betrug die Rendite im Durchschnitt 8 Prozent pro Jahr.

⁵ Siehe hierzu zum Beispiel Polleit (2015), *Zeitlose Krisentheorie*, S. 27 – 29, insb. S. 28. Diese Einschätzung lehnt sich an die Rothbards an, der es wie folgt zum Ausdruck gebracht: „[I]f fiat money could not continue indefinitely, I would not have to come here to plead for its abolition,” Rothbard (2001), *The Case for a 100 Percent Gold Dollar*, S. 32.

S&P 500 und ein „großartiges Unternehmen“⁽¹⁾



Quelle: Thomson Financial; eigene Berechnungen. ¹⁾ Januar 1977 = 1.

Wer in ein „großartiges Unternehmen“ investiert hat, das zum Beispiel eine durchschnittliche Rendite von 15,7 Prozent pro Jahr erzielte, der konnte aus 1 US-Dollar gut 112 US-Dollar machen. Ein Wertanstieg von insgesamt 11.100 Prozent!

Wie kommt solche eine erstaunliche Entwicklung zustande? Großartige Unternehmen können ihre Gewinne meist profitabel in das eigene Geschäft reinvestieren. Der Aktionär kommt dadurch in den Genuss eines Zinseszinses.

Er lässt den ökonomischen Unternehmenswert im Zeitablauf gewaltig ansteigen – und damit auch den Aktienkurs. Denn der Aktienkurs folgt letztlich dem Unternehmenswert.

Exkurs: Aktien sind per se kein Inflationsschutz

In diesem Zusammenhang sollte ich betonen, dass Aktien nicht per se ein Inflationsschutz sind. Anders gesprochen: Das Investieren in einen breiten Aktienmarktindex schützt nicht vor Geldentwertung.

Warum? Nicht alle Unternehmen können mit Inflation umgehen. Das gelingt nur wenigen Unternehmen, und zwar solchen, die *inflationresistente* Geschäftsmodelle haben – und das wiederum sind die sogenannten „Great Businesses“.

Sie können beispielsweise erhöhte Produktionskosten auf die Absatzpreise überwälzen, und sie sehen sich in der Regel einer relativ preisunelastischen Güternachfrage gegenüber. Beides hilft ihnen, trotz steigender Preise weiterhin Gewinne erzielen zu können.

(2) *Langfristig investieren.* – Erfolgreiche Investoren haben einen langen Atem. Sie erwarten nicht, dass die Rendite ihrer Entscheidung sich sofort und unmittelbar zeigt, sondern sie investieren vielmehr mit einem Horizont von vielen Jahren.

Erfolgreiche Investoren sehen sich als (Mit-)Eigentümer des Unternehmens. Sie interessieren sich nicht für kurzfristige Schwankungen der Börsenkurse, sondern haben stets den Wert ihres Unternehmens vor Augen. (Auf den Unterschied zwischen Preis und Wert komme ich gleich noch zu sprechen.)

Sie wissen vor allem auch, dass die großen Aufwärtsbewegungen einer Aktie nicht selten nur an wenigen Tagen erfolgen – und dass das ständige Rein in und Raus aus dem Aktienmarkt nicht funktioniert.

(3) *Das „Preis versus Wert“ Prinzip befolgen.* – Selbst das beste Unternehmen ist keine gute Investition, wenn es zu teuer gekauft wird. Erfolgreiche Investoren unterscheiden daher zwischen Preis und Wert der Aktie.

Der *Preis* der Aktie wird tagtäglich an der Börse festgestellt. Der *Wert* des Unternehmens errechnet sich als die Summe aller abdiskontierten künftigen Gewinne, die ein Unternehmen erzielt.

Erfolgreiche Investoren kaufen nur dann, wenn der Wert des Unternehmens deutlich über dem Börsenkurs der Aktie liegt. Wenn das nicht der Fall ist, investieren sie nicht, warten geduldig auf eine gute Gelegenheit.

Der Anleger muss daher den Wert der Aktie kennen und mit ihrem aktuellen Marktpreis vergleichen. Die Kenntnis über den Wert der Aktie zu erlangen, muss die zentrale Anstrengung des erfolgreichen Investors sein.

(4) *Risiko reduzieren durch eine ausreichende „Sicherheitsmarge“.* – Die Sicherheitsmarge ist die Differenz zwischen dem Wert einer Aktie und ihrem Preis. Eine hohe Sicherheitsmarge hilft nicht nur, eine attraktive Rendite zu erzielen.

Sie vermindert auch das Risiko. Für den langfristigen Investor sind nicht etwa die kurzfristigen Kursschwankungen an der Börse ein Risiko. Sein Risiko ist der dauerhafte Kapitalverlust. Ihn gilt es zu verhindern.

Wenn der Abstand zwischen Preis und Wert der Aktie, in die investiert wird, groß genug ist, schützt das vor den Folgen von Analysefehlern und damit vor dauerhaften Kapitalverlusten.

(5) *Börsenkursschwankungen aushalten.* – Auf der Börse geht es bekanntlich auf und ab. Für viele Anleger ist genau das das Problem; vielleicht ist es sogar ihr größtes Problem.

Steigen die Kurse, macht sich Zuversicht, zuweilen sogar Übermut breit. Fallen die Kurse, geraten dieselben Anleger, die in Zeiten steigender Kurse noch zuversichtlich oder gar übermütig waren, rasch in Panik.

Man verkauft bei fallenden Kursen, weil man es nicht mehr aushält, dass der Depotwert dahinschmilzt. Nicht selten wird jedoch erst dann verkauft, wenn die Kurse bereits ihre Tiefstände erreicht haben.

Genauso selten gelingt es, nachdem man spät verkauft hat, früh genug wieder in den Aktienmarkt einzusteigen, so dass man an den wieder steigenden Kursen teilhaben kann. Underperformance oder Verluste sind die Folge.

Wie also geht man mit schwankenden Börsenkursen um? Die Antwort liefert wiederum das Prinzip „Preis versus Wert“. Man kauft eine Aktie nur dann, wenn ihr Börsenpreis unter ihrem Wert liegt.

Hat man hinreichende Kenntnis über den Wert der Aktie, so werden Kursrückschläge besser erträglich. Denn die Kurse werden sich früher oder später wieder dem Wert der Aktie annähern.

Wenn man den Wert der Aktie kennt, bieten Kursrückschläge dem Investor die Gelegenheit, großartige Unternehmen zu günstigen Preisen zu kaufen. Börsenschwankungen sind so gesehen kein Risiko, sondern vielmehr eine Chance!

Value Investing

Sehr verehrte Damen, sehr geehrte Herren,

was tun, wenn man überzeugt ist vom Vorgehen der erfolgreichen Investoren, wenn man aber selbst nicht die Zeit oder Fähigkeiten hat, ihnen nachzueifern?

Dann kann man mit guten „Value Investoren“ zusammenarbeiten. Gute Value Investoren spüren nicht nur großartige Unternehmen auf, sondern sie beschäftigen sich auch intensiv mit der Frage der Bewertung dieser Unternehmen.

Und das ist – wie vorangehend deutlich geworden sein sollte – von entscheidender Bedeutung für den Investorfolg: Ein Aktieninvestment wird nur dann vorteilhaft sein, wenn die Aktie nicht zu teuer gekauft wird.

Gute Value Investoren haben daher die besten Voraussetzungen, langfristig positive reale Renditen erzielen zu können – gerade in Zeiten, in denen zunehmende Unsicherheiten und Umwälzungen ins Haus stehen.


Der Investitionsansatz der Value Investoren empfiehlt sich folglich gerade auch mit Blick auf die vielen Unbekannten, denen sich der Investor heute gegenüber sieht – wie beispielsweise die wachsenden Probleme im Fiat-Geldsystem.

Was habe ich mit den Erkenntnissen, die ich Ihnen vorgestellt habe, gemacht? 2012 habe ich mich mit einem Value Investor – Matthias Riechert – zusammengetan und den P&R REAL VALUE Fonds ins Leben gerufen.

Matthias Riechert ist für die Einzelwertanalyse und das Portfoliomanagement zuständig. Ich habe die Rolle des volkswirtschaftlichen Beraters inne. Unser Vorgehen lässt sich wie folgt zusammenfassen:

(1) Wir verstehen uns als Value Investoren. (2) Wir suchen nach großartigen Unternehmen. (3) Wir investieren konzentriert in 10 bis 20 Unternehmen. (4) Wir denken langfristig und akzeptieren kurzfristige Preisschwankungen.

Nachstehend sehen Sie die Entwicklung des P&R REAL VALUE Fonds von 2013 bis 2016.



POLLEIT & RIECHERT
Investment Management

P&R REAL VALUE Fund

Jährliche Veränderung in Prozent¹

Jahr	P&R REAL VALUE	Aktien Welt Index	Gold Index
2013	6.8%	19.5%	-30.5%
2014	13.9%	18.0%	12.8%
2015	13.2%	8.0%	-2.1%
2016	18.5%	8.6%	12.2%
Annualisierte Rendite	13.0%	13.1%	-3.7%
Gesamtrendite	63.1%	64.1%	-14.2%

¹Die Performanceberechnung erfolgt nach der BVI Methode und berücksichtigt jährliche Ausschüttungen in Höhe von 0,20 Euro pro Fondanteil. Fondsstart war der 27.12.2012. Die Jahresperiode startet und endet jeweils am 30. Dezember. Als Basis für den Aktien Welt Index wird der LYXOR ETF MSCI WORLD D-EUR verwendet. Als Basis für den Gold Index wird der ZKB Gold ETF in EUR verwendet.

5

Für mehr Informationen: www.polleit-rieichert.com.

Ich möchte ausdrücklich hinzufügen, dass es eine ganze Reihe exzellenter Value Investoren gibt. Viele von ihnen zieren nicht die Titelseiten der Hochglanz-Finanzmagazine oder machen medial auf sich aufmerksam.

Doch mit etwas geduldiger Suche und Aufmerksamkeit lassen sie sich aufspüren. Wenn Sie die Herausforderungen für Ihre Kapitalanlage ähnlich sehen wie ich, sollten Sie vorgehen wie gute Value Investoren.

Und was – so werden vermutlich einige im Raum fragen – ist mit Gold? Für mich ist Gold eine Währung – die härteste Währung übrigens –, und Gold sollte als Teil der liquiden Mittel gehalten werden. Das Edelmetall kann bekanntlich nicht inflationiert werden, und es trägt auch kein Zahlungsausfallrisiko.

Zudem wird Gold meist in Krisenphasen relativ zu Aktien teurer. Daraus entsteht eine Versicherung für das Portfolio, die es ermöglicht, in turbulenten Zeiten teures Gold gegen günstige „gute Aktien“ einzutauschen. Gold wird damit zu einem wichtigen Baustein, um hohe reale Renditen erzielen zu können.

Sehr verehrte Damen, sehr geehrte Herren,

ich habe meine Vortragszeit ausgeschöpft und hoffe gleichzeitig, Sie dabei nicht erschöpft zu haben.

Ich würde mich freuen, wenn meine Überlegungen, die ich mit Ihnen teilen durfte, für Sie anregend und auch ein wenig aufregend waren.

Ich danke Ihnen für Ihre Aufmerksamkeit. ***