

In turbulenten Börsenzeiten lohnt es sich, auf erprobte Erfolgsstrategien zu setzen. Mehr Gewinn und weniger Risiko mit werthaltigen Aktien

Die Strategie feiert ihren 57. Geburtstag. Und sie hat noch nichts an ihrer Aktualität – und vor allem ihrer Wirksamkeit – eingebüßt. „Das ist erstaunlich in einer Zeit, in der an den Finanzmärkten vieles schon nach Wochen oder Monaten wie Unsinn klingt“, sagt Warren Buffett, der drittreichste Mann der Welt. Die Rede ist von Benjamin Graham und seiner Value-Strategie, der Suche nach werthaltigen Aktien, die er erstmals in seinem 1950 erschienenen Buch „The Intelligent Investor“ beschrieb. Die Grundlagen für die Erfolgs-Börsenzauberformel sind noch älter und datieren zurück bis ins Jahr 1934, als Graham zusammen mit seinem Co-Autor David Dodd die „Security Analysis“ schrieb.

Günstige Qualität. „In volatilen Zeiten wie diesen macht es noch mehr Sinn als sonst, sich an seine Strategie zu halten“, bemerkt Teun Draaisma von Morgan Stanley. Besonders, wenn sie so gut funktioniert wie Benjamin Grahams Aktienauswahl nach Value-Gesichtspunkten: Sie bringt auf lange Sicht deutlich höhere Gewinne als der Marktdurchschnitt – bei geringem Risiko. „In Zeiten hoher Unsicherheit ist es sinnvoll, nach guten Fundamentaldaten und günstiger Qualität zu suchen“, bestätigt John Praveen, Chefstrategie von Prudential International Investment Advisers, im FOCUS-MONEY-Interview (Seite 37).

Draaisma, Chef-Aktienstrategie für europäische Aktien bei Morgan Stanley, und sein Team wendeten die Value-Kriterien auf den europäischen Aktienmarkt an. Die Fachleute filterten im August die derzeit aktuellen 50 Graham-Kandidaten heraus. Von diesen Papieren stellt FOCUS-MONEY zehn interessante Investmentchancen vor und zeigt Anlegern zudem, wie sie mit Value-Fonds auf Dauer erfolgreich investieren.

Aus der Aktienhistorie lernen. „Wir sind starke Anhänger der These, dass Value auf lange Sicht besser abschneidet“, sagt Morgan-Stanley-Experte Draaisma. In seinem Standardwerk „The Intelligent Investor“ nennt Graham die Kriterien, die Aktien zu Value-Papieren machen: eine günstige Bewertung, eine gute Historie für Gewinn und Dividenden, eine angemessene Größe und ausreichende Finanzkraft.

Die Rückrechnung sieht hervorragend aus: Anleger, die seit 1992 jedes Jahr einen Korb der Aktien kauften, die die Value-Kriterien von Graham erfüllten, erwirtschafteten eine Durchschnittsrendite von 18 Prozent. Das sind 6,7 Prozentpunkte mehr als der Marktdurchschnitt. Selbst wer die entsprechenden Aktienkörbe fünf Jahre lang hielt, konnte sich über 14,2 Prozent Rendite freuen. Durchschnittlich ergibt das für den 5-Jahres-Zeitraum eine Rendite von 94 Prozent.

Marktschwankungen bringen praktischen Nutzen. Die Konsistenz unterscheidet nach Grahams Meinung den Spekulanten vom Investor: Während der Spekulant versuche, Marktschwankungen vorherzusehen und von ihnen zu profitieren, „ist es das Hauptanliegen des Investors, geeignete Wertpapiere zu geeigneten Preisen zu kaufen und zu behalten“. Marktschwankungen interessieren den Investor nur ihres praktischen Nutzens wegen: „Sie schaffen niedrige Preisniveaus, in denen es sinnvoll ist zu kaufen, und hohe Preisniveaus, bei denen er von Käufen absehen und Verkäufe ins Kalkül ziehen sollte.“

Marktschwankungen, insbesondere Kursverluste, bescheren Investoren im Graham'schen Sinn gute Chancen: In „The Intelligent Investor“ beschreibt er ein 80 Jahre altes Beispiel, das frappierend aktuell wirkt: In den 20er-Jahren wurden Immobilienanleihen in Milliarden-Dollar-Volumen verkauft – zu 100 Prozent und mit dem Verkaufsargument großer Sicherheit. Dann kam die Weltwirtschaftskrise der Dreißiger, Zinsen konnten nicht bedient werden, der Kurs der Papiere fiel dramatisch. Teilweise wurden nur noch zehn Cent für einen Dollar Nennwert gezahlt. „Zu diesem Zeitpunkt stuften dieselben Berater, die die Papiere zuvor als sicher gepriesen hatten, diese als höchst spekulativ und höchst unattraktiv ein“, kritisiert Graham, der 1894 geboren wurde, als Professor an der Columbia-Universität lehrte und 1976 starb. Doch mit einem Abschlag von 90 Prozent hätten sie gerade zu diesem Zeitpunkt ein attraktives Niveau erreicht und boten ein vernünftiges Sicherheitsniveau – der wahre Wert lag, wie sich herausstellen sollte, vier- bis fünfmal höher. Die Geschichte scheint sich zu ▶

Ertrag verdoppeln

Werthaltige Aktien, sogenannte Value-Titel, schlagen ihre Konkurrenz, die Growth-(Wachstums-)Aktien um Längen. Seit 1979 brachten sie in den USA mehr als doppelt so viel Gewinn.



wiederholen – doch anders als vor 80 Jahren ist das Ende noch offen. Die Investmentbanken kauften in den vergangenen Jahren Hypotheken von zweitklassigen Schuldnern, Kreditkarten- und Autoschulden und Unternehmensaußenstände von minderer Qualität auf, verpackten sie neu und verkauften sie dann mit kräftiger Hilfe der Rating-Agenturen als sichere Papiere.

Misstrauen der Banken. Das ging solange gut, wie die Immobilienpreise in den USA stiegen. Jetzt häuften sich die Kreditausfälle, Sicherheiten für die vielfältigen Finanzkonstruktionen fielen weg. Der Markt für die sogenannten CDO und für Unternehmensanleihen kam in Teilsegmenten zum Erliegen. Die Notenbanken müssen Milliardenbeträge zur Verfügung stellen, damit der Geldmarkt funktionsfähig bleibt. Die Bereitschaft der Banken, sich gegenseitig Geld zu leihen, sank auf Grund der erhöhten Risiken deutlich.

Die Probleme an den Kreditmärkten belasten bereits die Konjunktur. Es gibt schon einige Experten, die in den USA mit einer Rezession rechnen. Die Schätzungen für das Wirtschaftswachstum in Deutschland haben einige namhafte Institute ebenfalls bereits zurückgenommen – wenn auch nur in geringem Maße.

Hohe Schwankungen. Betroffen sind zudem die Aktienbörsen. Der Dax sackte gegenüber seinem Höchststand um sieben Prozent ab. In der Spitze beliefen sich die Verluste auf mehr als zehn Prozent. Schwankungen von mehr als 100 Punkten in einer Börsensitzung sind an der Tagesordnung. Und einige Experten meinen, es werde noch tiefer gehen. 6400 Punkte – oder noch einmal zehn Prozent Minus gegenüber den aktuellen Ständen – halten sie beim Dax für nicht unwahrscheinlich.

Gerade in solch unsicheren Zeiten lohnt es sich, auf bewährte Strategien zurückzugreifen. „Wir sind der Meinung, der ‚Intelligent Investor‘ müsste eine Pflichtlektüre für jeden Anleger sein“, sagt Morgan-Stanley-Experte Draaisma. Kursverluste steigern die Werthaltigkeit vieler Aktien. „Durchschnittlich qualifizierten sich in den vergangenen 15 Jahren 2,9 Prozent aller Aktien des MSCI-Europe-Index als Value-Papiere – derzeit sind es 3,8 Prozent“, berechnete Draaisma. Darunter sind überproportional viele Standardwerte: 14 Prozent der Marktkapitalisierung fallen jetzt in die Value-Kategorie.

Günstige Standardwerte

Derzeit erfüllen in Europa überdurchschnittlich viele Papiere die Kriterien von Graham. Der hohe Anteil der Marktkapitalisierung zeigt, dass vor allem Standardwerte günstig sind.



Die genaue Definition, was eine Aktie zu einem Value-Wert macht, finden Investoren im berühmten Kapitel des Buches mit dem profanen Titel „Die Auswahl von Aktien für den defensiven Investor“.

Sieben wertvolle Kriterien. Mit sieben Anhaltspunkten kommt Graham aus: Erstens müsse ein Unternehmen eine adäquate Größe besitzen, kleinere Unternehmen scheiden wegen des höheren Risikos aus. Zweitens sollte die Finanzkraft eines Unternehmens mindestens „ausreichend“ sein. In Grahams Worten: „Das Umlaufvermögen sollte mindestens doppelt so hoch sein wie die kurzfristigen Verbindlichkeiten und die langfristigen Schulden nicht höher als das Netto-Umlaufvermögen.“

Drittens sollte ein Unternehmen in den vergangenen zehn Jahren immer Gewinn gemacht und viertens ununterbrochen Dividende gezahlt haben. Fünftens sollten die Gewinne in den vergangenen zehn Jahren um mindestens ein Drittel gestiegen sein und sechstens der Kurs das 15-Fache der durchschnittlichen Gewinne der vergangenen drei Jahre nicht überschreiten. Siebtens sollte der aktuelle Kurs nicht höher sein als das 1,5-Fache des Buchwerts. Bei sehr niedrigen Kurs-Gewinn-Verhältnissen könne aber auch ein höherer Buchwert angemessen sein. Als Faustregel sollte gelten: Kurs-Gewinn-Verhältnis mal Buchwert sollte kleiner als 22,5 sein.

Sicherheitsmarge einplanen. Herauskommen sollen im Idealfall Papiere, deren innerer Wert günstiger ist als der aktuelle Börsenkurs. In Grahams Worten: „Investie-

Phänomenale Rückrechnung

Die Rückrechnung für die europäischen Graham-Papiere zeigt hohe Gewinne. Anleger, die den Aktienkorb zwölf Monate halten, gewannen seit 1992 im Schnitt 18 Prozent pro Jahr.



ren Sie nur mit einer Sicherheitsmarge. Die Sicherheitsmarge bedeutet, ein Wertpapier mit einem möglichst großen Nachlass auf dessen Inneren Wert zu kaufen. Damit schützt sich der Anleger: Wenn er billig einkauft, kann er in schlechten Marktphasen nicht viel verlieren.“ Graham gelang es, diese Maxime in einen einzigen Satz zu packen: „Kaufe einen Dollar an Unternehmenswert für 50 Cents.“

Trotz der konservativen Strategie rät Graham Anlegern, nicht alles Geld in Aktien zu stecken. Die Idealquote liegt seiner Meinung nach auf lange Sicht bei 50 Prozent. Den Rest sollten konservative Investoren in erstklassigen Anleihen anlegen.

2000 Aktien durchleuchtet. Nach den Regeln des Kapitels 14 testeten die Experten von Morgan Stanley im August fast 2000 europäische Aktien. Sie ließen allerdings die Kriterien zur Finanzstabilität weg. Die Begründung: Diese Zahlen hätten typischerweise nur für Industrieunternehmen Relevanz. Die Kriterien galten eher in der industriell geprägten Zeit. Für die von Dienstleistungen geprägte moderne Wirtschaft seien sie weniger aussagekräftig. Darüber hinaus seien die Bilanzen im Allgemeinen derzeit gesund. Und schließlich: Trotz des Weglassens der beiden Kriterien funktionierten die Rückrechnungen „phänomenal“. Die Experten weisen aber ausdrücklich auf das Risiko hin, dass auch finanziell angeschlagene Unternehmen in die Wertung rutschen können: „Das sollten Anleger im Hinterkopf haben, wenn sie die Ergebnisse interpretieren.“ Die Mindestgröße legte das europäische Aktienteam von Morgan Stanley auf einen Börsenwert von 500 Millionen Euro fest.

Heraus kommt eine Liste von 50 Aktien – etwa doppelt so lang wie vor einem Jahr. Die meisten Unternehmen kommen mit 24 Prozent aus Großbritannien – das sind aber deutlich weniger als im April (38 Prozent) –, gefolgt von Frankreich (16 Prozent), Italien (14 Prozent) und den Niederlanden (zehn Prozent). Danach folgt erst Deutschland mit sechs Prozent. Lediglich drei Unternehmen – Altana, BMW (S. 10) und die Deutsche Bank – schaffen es in die Wertung.

In der Branchenbetrachtung fällt der hohe Anteil an Finanztiteln auf. Die Kreditkrise der vergangenen Wochen und die Finanzmarkturbulenzen machten viele Aktien von Banken und Versicherungen zu Value-Titeln. Nicht umsonst überlegte Warren Buffett, der be-

rühmteste Graham-Schüler, öffentlich, bei der Hypothekbank Countrywide Financial einzusteigen. Buffett ist ein gelehriger Graham-Schüler: Er avancierte zum dritt-reichsten Mann der Welt; der Kurs seiner Berkshire-Hathaway-Aktie steigt seit Jahren. Erst jüngst machte der Kurs einen Sprung von 110 000 auf 120 000 Dollar – und das innerhalb weniger Tage. „Ich habe die erste Ausgabe des Buchs früh im Jahr 1950 gelesen, als ich 19 Jahre alt war. Damals dachte ich, dass es bei Weitem das beste Buch über Geldanlage sei, das je geschrieben wurde – das denke ich auch heute noch.“ Heute ist Buffett weit über 70.

Allerdings ist nicht auszuschließen, dass in den Bilanzen einiger Geldhäuser noch Zeitbomben zu finden sind. Klarheit werden erst die Bilanzen für das dritte Quartal oder vielleicht auch erst die Jahresabschlüsse für 2007 bringen, wenn die Manager das wahre Ausmaß ihrer Engagements bekannt geben müssen. Bei diesen Papieren sollten nur Risikofreudige einsteigen. Weiter stark vertretene Branchen sind Konsumgüter, von denen viele traditionell als Value-Titel gelten, sowie Papiere von Grundgüterherstellern und Energietiteln.

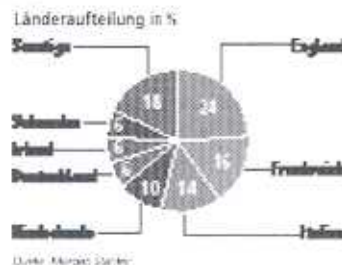
„Von den Aktien würde ich keine einzige anfassen“, sagt ein FOCUS-MONEY-Kollege, der sich viel mit Charttechnik beschäftigt. Genau darin liegt vielleicht das Geheimnis: Aktien herauszufiltern, die der Markt gerade nicht mag – und die deswegen deutlich unter ihrem eigentlichen Wert notieren.

Wirklich warten können. „Um für die Zeit eines Lebens erfolgreich zu investieren, muss man keinen stratosphärischen IQ, ungewöhnlichen Geschäftskennntnisse oder Insider-Informationen besitzen. Was man braucht, ist eine wirksame, intellektuell unterlegte Strategie, um Entscheidungen zu treffen, und die Fähigkeit, Emotionen außen vor zu lassen. Ersteres liefert das Buch. Für das zweite müssen sie selbst sorgen“, schreibt Warren Buffett in seinem Vorwort zur fünften Auflage des Investment-Klassikers von Graham. Auch wenn der Ratschlag in turbulenten Finanzmarktzeiten wie diesen nicht leicht zu befolgen ist, lohnt es sich sicherlich – auf lange Sicht. Geduld müssen Anleger mitbringen. Einer von Grahams Leitsätzen: „Investieren Sie nur dann, wenn Sie wirklich warten können, bis der Markt den Inneren Wert erkannt hat.“ ■▷

H. BANGERT/F. BERTRAM/M. HOFFMANN

Großbritannien führt

Mit Abstand am meisten Value-Aktien finden Anleger in Großbritannien, gefolgt von Frankreich und Italien. Nur drei deutsche Papiere schaffen es in die Wertung.



Turbulente Börsenzeiten

Die wichtigsten Börsenbarometer aus Deutschland, Europa und den USA zeigen dieses Jahr heftige Schwankungen. Die Volatilität dürfte Anlegern noch eine Weile erhalten bleiben.

