

Die Kunst der richtigen Aktienauswahl

Die Investmentphilosophie einer
Börsenlegende

Kenneth L. Fisher

FinanzBuch Verlag

KAPITEL 1

Mit »Dellen« reich werden

DIE ANALYSE VON SUPERAKTIEN – AUF DER SUCHE NACH DER »PERFEKTEN DELLE«

Die einträglichsten Aktieninvestitionen tauchen in Gestalt von jungen, schnell wachsenden Unternehmen auf, die gegenwärtig nicht in der Gunst der Wall Street stehen. Die Aktie steigt im Wert, weil das Unternehmen größer wird und die Finanzwelt endlich seinen wahren Wert zu schätzen lernt, was den Kurs in die Höhe treibt.

Junge, schnell wachsende Unternehmen wachsen üblicherweise in Zyklen. Diese Zyklen hängen von einer Reihe von Ursachen ab, von denen die wichtigste der Produktlebenszyklus ist. Die gewöhnlich jungen und unbewährten Geschäftsführer dieser Firmen können ernsthafte Fehler machen, die Verluste verursachen und sogar das Überleben des Unternehmens bedrohen können. Die besten der jungen Unternehmen lernen aus ihren Fehlern, womit sie sich in Richtung einer besseren Zukunft entwickeln.

Fehler zu begehen ist weniger ein Zeichen von Schwäche als ein Zeichen von Entwicklung. Nur wenige Unternehmen halten eine hohe Wachstumsrate über Jahre hinweg aufrecht, ohne eine Störung oder »Delle« zu erleiden, die ungünstige Erträge oder sogar Verluste zur Folge hat. Es geschieht immer wieder, dass ein Unternehmen von der Finanzwelt hoch gepriesen wird. Fast alle prophezeien ihm eine rosige Zukunft, die eine hohe Wertschätzung verdient. Sie sagen, es »hat ein mehr als großartiges – ein *ausgezeichnetes* Management. Es wird Marktanteile gewinnen. Es wird neue Märkte mit existierender Technologie erobern. Es wird neue Technologien entwickeln, die ganz neue Horizonte eröffnen werden.«

Jedes Jahr reift im Silicon Valley eine neue Generation solcher Firmen heran. Ihre konkreten Namen ändern sich mit der Zeit. Das sind DIE Unternehmen, die allgemein als »Wachstumsunternehmen« bezeichnet werden. Sie können groß oder klein sein. Hewlett-Packard gehört schon seit Jahrzehnten zu den

Großen. Zu den Kleinen zählen Firmen wie Seagate, Masstor, der Zwerg Collagen und einige andere. Die Mythen, die sich um sie ranken, enthalten mehr als ein Körnchen Wahrheit. Manche sind wohl mit dem einen oder anderen Makel behaftet, der nicht erkannt wird. Wird er dann festgestellt, leidet der Aktienpreis. Er kann so tief fallen, dass es Monate, manchmal Jahre dauert, bis er wieder seinen früheren Stand erreicht.

Manchmal erholt er sich nie mehr in signifikanter Weise. Die Makel werden sichtbar, und die Erträge verringern sich oder kommen nicht planmäßig zustande, was vorher nie passierte. Die Finanzwelt macht die Aktie so schlecht, dass sie in nur wenigen Monaten bis zu 80 % ihres Wertes verlieren kann. Die »Experten« entscheiden dann, dass das Management doch nicht so gut ist – dass es die Investoren vielleicht sogar in die Irre geführt hat. Sie entscheiden, dass die Märkte über weniger Potenzial verfügen, als das Management sie hatte glauben lassen. Sie entscheiden, dass die Technologie schwach ist.

Das Unternehmen kann jedoch nicht so schlecht sein, wie sie denken. Noch konnte es so gut gewesen sein, wie sie vorher angenommen hatten. Letzteres ist wahrscheinlich unwahrer als Ersteres. Das Unternehmen war wahrscheinlich ein sehr gutes Unternehmen. Das Problem besteht nur darin, dass die Erwartungen, ebenso wie der Aktienpreis, anfänglich einfach zu hoch waren.

Zyklen beginnen mit einer kreativen Produktidee und einer ersten Marktforschung. Das Unternehmen macht einen Konstruktionszyklus durch, in dem viel Geld ausgegeben wird, und die erste, wenig einträgliche Produktion beginnt. Dem folgt ein anfangs beträchtlicher Marketingaufwand. Bis zu diesem Punkt hat das neue Produkt – das bestenfalls ein Projekt ist – nur Geld verschluckt.

Die ersten Bestellungen treffen schon früh ein, was bei allen großen Optimismus weckt. Es kann damit gerechnet werden, dass die ersten Lieferungen sich aus Gründen der Qualitätssicherung, die den Ruf des Produkts stützt, verspäten. Endlich beginnt die Auslieferung des Produkts. Der Absatz steigt an. Schließlich ist genügend Produktionsvolumen gesichert, dass ein Betriebsgewinn generiert wird. Graphisch dargestellt würde dies dann etwa aussehen wie in Abbildung 1.1.

Dann beginnt das Produkt heranzureifen. Eventuell tauchen neue Konkurrenten auf. Der Markt wird langsam gesättigt. Die Verkaufskurve wird flacher (siehe Abbildung 1.2).

Jahre später beginnt schließlich der Absatz des Produkts langsam abzunehmen (siehe Abbildung 1.3). Das Produkt ist gereift. Vielleicht wird es durch neue Technologie ersetzt. Gewinnmargen werden schmaler und verschwinden

dann ganz. Nach einer Weile wird die Produktlinie vielleicht an jemanden verkauft, der sie zu niedrigeren Kapitalkosten übernimmt. Vielleicht lässt man sie auslaufen. Am Ende wird sie mit ziemlicher Sicherheit ganz und gar eingestellt. Das ist ein vollständiger Produktlebenszyklus. Graphisch dargestellt würde der Produktabsatz der Firma während des Produktlebenszyklus etwa so aussehen wie in Abbildung 1.4.

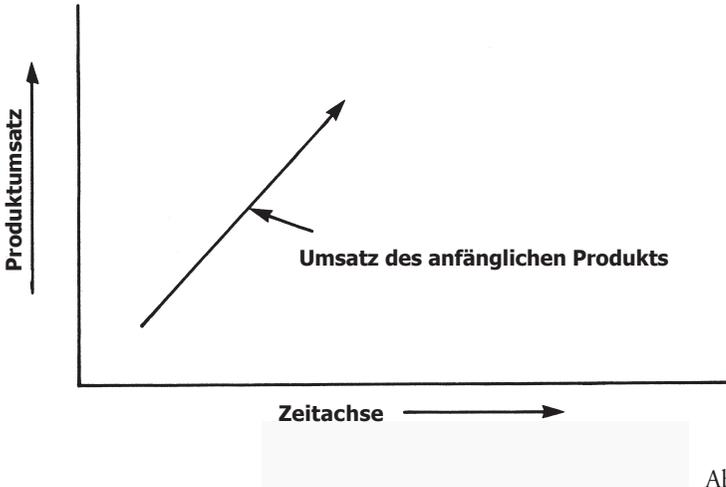


Abb. 1.1

Die Zeitspanne, die dadurch geprägt ist, dass das Produkt erst das Wachstum aufrechterhält und dann über mehrere Jahre hinweg sinkende Umsatzzahlen aufweist, könnte als »die besten Jahre« eines Produktlebens betrachtet werden, das heißt also, wenn der meiste Gewinn eingefahren wird. Sie lässt sich mit der Lebensmitte eines Erwachsenen vergleichen. Das ist die Zeit, in der Enttäuschungen am unwahrscheinlichsten sind. Die ersten Jahre – wenn das Produkt naturgemäß als spekulativ betrachtet wird – sind die aufregendsten, spannendsten und riskantesten.

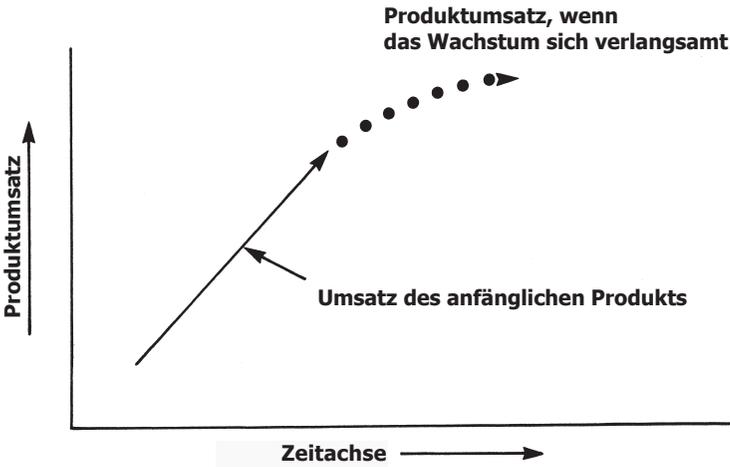


Abb. 1.2

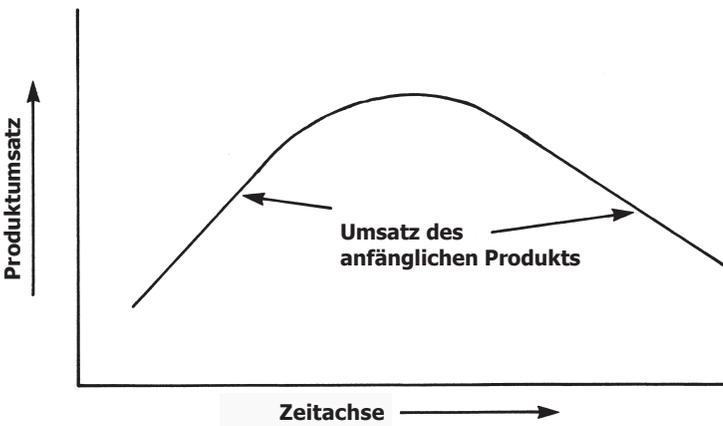


Abb. 1.3

Die Jahre mit abnehmenden Umsatzzahlen sind beunruhigend, aber normalerweise erwartet. Dies lässt sich mit großen Sportlern am Ende ihrer Karriere vergleichen – wie etwa Mohammed Ali, Archie Moore oder Joe Lewis in ihren letzten Kämpfen: nur ein schwaches Abbild ihrer einstigen Größe.

Schon lange bevor es seinen Höhepunkt erreicht, weiß das Management für gewöhnlich, dass das Produkt bald an Schwung verlieren wird.