

BENJAMIN GRAHAM

INTELLIGENT INVESTIEREN

Der Bestseller über die richtige Anlagestrategie

Mit aktuellen Kommentaren von Jason Zweig
und einem Vorwort von Warren Buffett

FBV

Vorwort zur vierten Auflage von Warren E. Buffett

Die erste Auflage dieses Buches las ich Anfang 1950, als ich 19 Jahre alt war. Damals hielt ich dieses Buch mit Abstand für das Beste, das jemals über Kapitalanlage geschrieben wurde. An dieser Meinung hat sich bis heute nichts geändert.

Um ein Leben lang erfolgreich zu investieren, braucht man keinen himmelhohen Intelligenzquotienten, keine außergewöhnlichen Erkenntnisse und auch keine Insider-Informationen. Man braucht einen vernünftigen intellektuellen Rahmen, um Entscheidungen zu treffen, und die Fähigkeit, diesen Rahmen durch seine Emotionen nicht zu zerstören. Dieses Buch beschreibt diesen Rahmen präzise und eindeutig. Sie brauchen nur noch die emotionale Disziplin aufzubringen.

Wenn Sie die Verhaltensgrundsätze und die ökonomischen Grundregeln beherzigen, für die Graham eintritt, und wenn Sie die wertvollen Ratschläge in den Kapiteln 8 und 20 beachten, dann werden Sie mit Ihren Kapitalanlagen keine schlechten Ergebnisse erzielen. Damit haben Sie vielleicht schon mehr erreicht, als Sie sich vorstellen. Ob Sie herausragende Ergebnisse erzielen, wird zum einen davon abhängen, wie viel Aufwand und Intellekt Sie für Ihre Investitionen aufwenden, und zum anderen vom Ausmaß der verrückten Schwankungen an den Börsen, die Sie während Ihrer Karriere als Investor erleben werden. Je verrückter das Verhalten an den Börsen, desto größer die Chancen für den professionellen

Investor. Folgen Sie Graham, und Sie werden von diesen Verrücktheiten eher profitieren.

Für mich war Ben Graham weit mehr als nur ein Autor oder ein Lehrer. Er hat mehr als jeder andere – außer meinem Vater – mein Leben beeinflusst. Kurz nach Bens Tod im Jahr 1976 schrieb ich im *Financial Analysts Journal* den folgenden kurzen Nachruf. Wenn Sie dieses Buch lesen, werden Sie einige Eigenschaften entdecken, die ich in dieser Würdigung erwähnte.

BENJAMIN GRAHAM
1894 – 1976

Vor einigen Jahren, im Alter von fast 80 Jahren, sagte er zu einem Freund, er hoffe, „jeden Tag noch etwas Dummes, etwas Kreatives und etwas Großzügiges tun zu können“.

Das erste dieser skurrilen Ziele zeugt von seiner Begabung, Gedanken in eine Form zu bringen, der jegliches Moralisieren und jegliche Selbstherrlichkeit fremd ist. Obwohl seine Ideen grandios waren, gelang es ihm, sie höchst bescheiden auszudrücken.

Die Leser dieser Zeitschrift brauchten keine ausführliche Darstellung dessen, was er mit seiner Kreativität erreicht hatte. Es ist sehr selten, dass die Arbeit des Begründers eines Lehrfachs nicht schon bald von den Arbeiten der Nachfolger überschattet wird. Doch mehr als 40 Jahre nach Erscheinen dieses Buches, das Struktur und Logik in ein bis dahin ungeordnetes und konfuses Thema brachte, ist es immer noch schwer vorstellbar, dass es jemanden gibt, der ihm im Bereich der Aktienanalyse das Wasser reichen könnte. In einem Bereich, in dem schon Wochen oder Monate nach Erscheinen eines Buches vieles als überholt gilt, blieben Bens Grundregeln gültig – sie sind wertvoller denn je, und sie wurden gerade nach den finanziellen Stürmen, die Anleger mit einem weniger herausragenden Intellekt ruinierten, besser verstanden als zuvor. Seine zuverlässigen Ratschläge brachten seinen Anhängern reiche Ernte – selbst denen, die nicht so begabt waren wie die Experten, die ins Stolpern gerieten, als sie anderen, „modernerer“ Ratschlägen folgten.

Ein bemerkenswerter Aspekt von Bens fachlicher herausragender Bedeutung ist, dass er sie ohne jene gedankliche Enge erlangte, die alles Denken nur auf eine Richtung konzentriert. Sie war eher ein zufälliges Nebenprodukt seines enormen Intellekts. Ich habe noch nie jemanden kennen gelernt, dessen Verstand eine

ähnliche Reichweite aufweist. Ein nahezu vollkommenes Gedächtnis, eine enorme Begeisterung für alle neuen Erkenntnisse und die Fähigkeit, es auf die unterschiedlichsten Fragestellungen anzuwenden, machte die Auseinandersetzung mit seinen Ideen und Gedanken zu einem wahren Vergnügen.

Doch mit seinem dritten Wunsch – der Großzügigkeit – übertraf er alle. Ich kannte Ben als meinen Lehrer, meinen Arbeitgeber und als meinen Freund. In jeder Beziehung – genau wie bei all seinen Schülern, Mitarbeitern und Freunden – ließ er mich mit seiner wirklich unendlichen, grenzenlosen Großzügigkeit an seinen Ideen, seiner Zeit und an seinem Geist teilhaben. Wenn klares Denken benötigt wurde, gab es niemanden, an den man sich hätte wenden sollen – außer ihn. Und wenn man Aufmunterung oder einen guten Rat brauchte, war Ben zur Stelle.

Walter Lippmann sprach von Männern, die Bäume pflanzen, unter denen später andere Männer sitzen können. Solch ein Mann war Ben Graham.

(Nachdruck aus *Financial Analysts Journal*, November/Dezember 1976)

Eine Anmerkung zu Benjamin Graham von Jason Zweig

Wer war Benjamin Graham, und weshalb sollten Sie auf ihn hören?

Graham war nicht nur einer der besten Investoren, die jemals lebten; in Sachen Kapitalanlage war er auch der größte praktische Denker aller Zeiten. Vor Graham verhielten sich Vermögensverwalter eher wie eine mittelalterliche Zunft, weitgehend geleitet von Aberglaube, Vermutungen und geheimnisvollen Ritualen. Grahams *Aktienanalyse (Security Analysis)* war das Lehrbuch, das aus dieser muffigen Zunft einen modernen Beruf machte.¹

Intelligent Investieren (The Intelligent Investor) ist das erste Buch, das den emotionalen Rahmen und die analytischen Hilfsmittel beschreibt, die für den finanziellen Erfolg von Privatanlegern wesentlich sind. Es ist und bleibt das beste Buch über Kapitalanlage, das jemals für die Allgemeinheit geschrieben wurde. *Intelligent Investieren* war das erste Buch, das ich gelesen habe, als ich 1987 als junger Reporter zur Zeitschrift *Forbes* ging. Ich war überrascht von Grahams Sicherheit, dass früher oder später alle Bullenmärkte ein schlimmes Ende nehmen müssen. In diesem Oktober erlebten die amerikanischen Aktien ihren schlimmsten Crash an einem einzigen Tag in der Geschichte – und ich hatte angebissen. Heute, nach dem wilden Bullenmarkt Ende der 90er-Jahre und dem schrecklichen Bärenmarkt, der Anfang 2000 begann, ist *Intelligent Investieren* noch stärker als eine Prophezeiung zu sehen als je zuvor.

Graham kam sozusagen auf die harte Weise zu seinen Erkenntnissen: Er lernte die Schrecken eines finanziellen Verlustes aus erster Hand kennen, profitierte aber auch von dem Umstand, dass er sich jahrzehntelang mit der Geschichte und der Psychologie der Börsen befasst hatte. Am 9. Mai 1894 wurde er als Benjamin Grossbaum in London geboren; sein Vater handelte mit Porzellan-geschirr und Porzellanfiguren.² Als Ben ein Jahr alt war, wanderte die Familie nach New York aus. Zuerst führten sie ein sehr angenehmes Leben – sie hatten ein Dienstmädchen, einen Koch und eine französische Gouvernante – und wohnten an der oberen Fifth Avenue. Doch 1903 starb Bens Vater, das Geschäft

1 Als Co-Autor mit David Dodd, erstmals 1934 erschienen.

2 Die Grossbaums änderten während des Ersten Weltkriegs ihren Namen in Graham, als deutsch-klingende Namen Misstrauen erregten.

mit Porzellan ging zurück, und die Familie verarmte langsam, aber sicher. Bens Mutter machte aus dem Wohnhaus eine Pension; und als sie sich Geld geliehen hatte, um auf Marge mit Aktien zu handeln, wurde sie vom Crash des Jahres 1907 vom Markt gefegt. Für den Rest seines Lebens erinnerte sich Ben an die Demütigung, die er erlitt, als er für seine Mutter einen Scheck einlösen sollte und hörte, wie der Bankangestellte fragte: „Ist Dorothy Grossbaum für fünf Dollar kreditwürdig?“

Glücklicherweise erhielt Graham ein Stipendium an der Columbia University, wo seine Intelligenz richtiggehend aufblühte. 1914 graduierte er als Zweitbester seiner Klasse. Noch vor dem Ende seines letzten Semesters wurde er von drei Fakultäten – Englisch, Philosophie und Mathematik – umworben, in den Lehrkörper einzutreten. Er war damals gerade einmal 20 Jahre alt.

Anstatt an der Universität zu bleiben, beschloss Graham, sich an der Wall Street zu versuchen. Er begann als Angestellter in einer Firma, die mit Anleihen handelte, wurde bald danach Analyst, später als Partner aufgenommen, und es dauerte nicht lange, bis er seine eigene Investment-Partnership betrieb.

Der Internet-Boom und dessen Zusammenbruch hätte Graham nicht überrascht. Im April 1919 erzielte er am ersten Handelstag von Savold Tire, einer Neuemission im boomenden Automobilmarkt, einen Gewinn von 250 %; im Oktober wurde das Unternehmen als Schwindelfirma entlarvt, und die Aktie war wertlos.

Graham brachte es bei der Analyse von Aktien zur Meisterschaft, weil er sie bis ins kleinste Detail durchleuchtete. 1925 wühlte er sich durch undurchsichtige Geschäftsberichte von Unternehmen, die Öl-Pipelines betrieben und bei der US Interstate Commerce Commission eingereicht worden waren. Dabei fand er heraus, dass Northern Pipe Line Co. – die Aktie wurde damals zu 65 \$ gehandelt – mindestens 80 \$ je Aktie an qualitativ hochwertigen Anleihen hielt. Er kaufte die Aktie, rückte den Managern auf die Pelle, drängte sie, die Dividende zu erhöhen, und verkaufte die Aktie drei Jahre später zu einem Kurs von 110 \$.

Trotz eines verheerenden Verlustes von fast 70 % während des großen Crashes von 1929 bis 1932 überlebte Graham, blühte in der Folgezeit geradezu auf und fuhr die Schnäppchen aus den Trümmern des Bullenmarktes ein. Es gibt keine genauen Aufzeichnungen über Grahams erste Gewinne, doch von 1936 bis zum Jahr 1956, als er sich von seinen Geschäften zurückzog, verdiente seine Graham-Newman Corp. jährlich mindestens 14,7 % – im Vergleich zu den 12,2 %, die der

Gesamtmarkt erzielte, eine der besten langfristigen Erfolgsbilanzen in der Geschichte der Wall Street.³

Wie machte Graham das? Er kombinierte seine intellektuelle Stärke mit gesundem Menschenverstand und viel Erfahrung und entwickelte daraus seine grundlegenden Prinzipien, die heute mindestens so gültig sind, wie sie es zu seinen Lebzeiten waren. Sie lauten:

- Eine Aktie ist nicht nur ein Tickersymbol oder ein elektronischer Blip; sie ist die Rendite eines Miteigentümers eines realen Unternehmens, das einen Wert besitzt, der nicht vom Kurs der Aktie abhängig ist.
- Die Börse ist ein Pendel, das immer zwischen unbeständigem Optimismus (wodurch die Aktien zu teuer werden) und ungerechtfertigtem Pessimismus (wodurch die Aktien zu billig werden) hin- und herschwingt. Der intelligente Investor ist ein Realist, der an Optimisten verkauft und von Pessimisten kauft.
- Der künftige Wert einer jeden Investition ist eine Funktion des aktuellen Kurses. Je mehr Sie bezahlen, umso geringer wird die Rendite.
- Gleichgültig, wie vorsichtig Sie sind, das einzige Risiko, das ein Anleger nie vermeiden kann, ist, sich zu irren. Nur wenn man auf dem besteht, was Graham „die Sicherheitsspanne“ nannte – niemals zu viel zahlen, ganz gleich, wie interessant eine Anlage zu sein scheint –, kann man das Risiko eines Irrtums minimieren.
- Das Geheimnis für Ihren finanziellen Erfolg liegt in Ihnen selbst. Wenn Sie ein kritischer Denker werden, der der Wall Street keine „Tatsachen“ glaubt, und wenn Sie geduldig und zuversichtlich investieren, dann können Sie selbst im schlimmsten Bärenmarkt noch profitieren. Wenn Sie Disziplin und Mut entwickeln, dann können Sie widerstehen, wenn die Stimmungsschwankungen anderer Menschen Ihr finanzielles Schicksal bestimmen wollen. Letztlich ist es gar nicht so wichtig, wie Ihre Investitionen sich verhalten, wichtig ist, wie Sie sich selbst verhalten.

Ziel dieser überarbeiteten Ausgabe von *Intelligent Investieren* ist es, Grahams Gedanken auf die heutigen Märkte zu übertragen und dennoch seinen ursprüng-

3 Graham-Newman Corp. war ein offener Investmentfonds (siehe Kapitel 9), den Graham mit Jerome Newman, selbst ein geschickter Investor, in der Form einer Partnership betrieb. Ich danke Walter Schloss, dass er mir wesentliche Daten zur Verfügung stellte, anhand derer ich den Gewinn von Graham-Newman schätzen konnte. Die 20 % durchschnittlicher Gewinn, die Graham in seinem Nachwort beschreibt (S. 557), scheinen die Managementkosten nicht zu berücksichtigen.

lichen Text unverändert zu lassen (mit Ausnahme der Fußnoten, die der Klarstellung dienen).⁴ Nach jedem Kapitel aus der Feder Grahams finden Sie einen neuen Kommentar. In diese Hilfen für den Leser habe ich aktuelle Beispiele eingefügt, die Ihnen zeigen, wie zutreffend – und wie aktuell – Grahams Prinzipien auch heute noch sind.

Ich beneide Sie um die Spannung und die Erkenntnisse, wenn Sie Grahams Meisterstück zum ersten Mal lesen – oder auch zum dritten oder vierten Mal. Wie alle Klassiker verändert es unsere Sicht der Welt und erneuert sich selbst, indem es uns belehrt. Und je häufiger Sie dieses Buch lesen, umso besser wird es. Mit Graham als Ihrem Lehrer in Sachen Anlagen haben Sie die Garantie, ein intelligenter Investor zu werden.

4 Der Text, der hier dargestellt wird, ist die 4., überarbeitete Auflage, die von Graham 1971/1972 selbst aktualisiert wurde und 1973 erschien.

Was dieses Buch erreichen will

Die Absicht dieses Buches ist es, den Lesern in einer für Laien verständlichen Form bei ihrer Kapitalanlage Hilfestellung zu leisten. Zur Technik der Aktienanalyse wird vergleichsweise wenig gesagt; mehr Aufmerksamkeit widmen wir den Grundregeln der Kapitalanlage und dem Verhalten der Anleger. Wir werden ausgewählte Aktien miteinander vergleichen – Aktien, die hauptsächlich paarweise nebeneinander in der Liste der New York Stock Exchange aufgeführt sind –, um die wichtigen Elemente, die bei der Aktienauswahl eine Rolle spielen, am konkreten Beispiel darzustellen.

Den Schwerpunkt der Betrachtung richten wir auf die historischen Muster der Finanzmärkte; in einigen Fällen gehen wir viele Jahrzehnte zurück. Um intelligent in Aktien zu investieren, sollte man mit dem Wissen darüber gewappnet sein, wie sich bestimmte Anleihen und Aktien unter sich verändernden Bedingungen verhalten haben – mit einigen wird man irgendwann selbst Erfahrungen machen. Keine Aussage ist zutreffender und passt besser zur Wall Street als die berühmte Warnung von Santayana: „Diejenigen, die sich nicht an die Vergangenheit erinnern, sind dazu verdammt, sie noch einmal zu erleben.“

Unser Buch richtet sich an Anleger und nicht an Spekulanten, und unsere erste Aufgabe wird es sein, diesen fast vergessenen Unterschied herauszuarbeiten. Das vorliegende Buch ist kein Werk der Spezies „Wie man eine Million verdient“. Es gibt keine sicheren und einfachen Wege zum Reichtum, nicht an der Wall

Street und auch nicht anderswo. Dies wollen wir anhand der Finanzgeschichte belegen – insbesondere, weil es mehr als eine Lehre gibt, die man daraus ziehen kann. Im aufregenden Jahr 1929 lobte John J. Raskob – eine sehr wichtige Persönlichkeit an der Wall Street, aber auch darüber hinaus – die Segnungen des Kapitalismus in einem Beitrag in *Ladies' Home Journal* mit dem Titel „Jeder sollte reich sein“.⁵ Seine These lautete, dass Ersparnisse von nur 15 \$ pro Monat, die in gute Aktien investiert würden – eine Reinvestition der Dividenden unterstellt –, in 20 Jahren ein Vermögen von 80.000 \$ schaffen würden, obwohl nur 3.600 \$ eingezahlt worden sind. Wenn der General-Motors-Tycoon Recht gehabt hätte, wäre das tatsächlich ein einfacher Weg zum Reichtum gewesen. Doch wie nahe war er der Wahrheit wirklich? Unsere grobe Kalkulation – unterstellt, dass in die 30 Aktien, die den Dow Jones Industrial Average bilden, investiert wurde – ergab Folgendes: Wenn ein Anleger Raskobs Rezept von 1929 bis 1948 befolgt hätte, dann hätte er zu Beginn des Jahres 1949 gerade einmal 8.500 \$ erzielt. Dies ist sehr weit entfernt von den versprochenen 80.000 \$, und es zeigt auch, wie wenig verlässlich solch optimistische Vorhersagen und Versprechungen sind. Doch man sollte nicht unerwähnt lassen, dass der tatsächlich realisierte Gewinn in diesen 20 Jahren jährlich mehr als 8 % ausmachte – und dies trotz der Tatsache, dass der Anleger mit seinen Käufen begonnen hätte, als der Dow Jones Industrial Average bei 300 Punkten lag und sich am Ende des Jahres 1948 auf einem Niveau von 177 Punkten befand. Dieses Protokoll kann auch als überzeugendes Argument für regelmäßige monatliche Käufe von starken Aktien gewertet werden – ein Programm, das als Cost-Averaging bekannt ist.

Weil unser Buch sich nicht an Spekulanten wendet, gilt das auch für jene Anleger, die an der Börse traden. Die meisten Trader lassen sich von Charts oder von anderen weitgehend mechanischen Hilfsmitteln leiten, um den richtigen Augenblick für Kauf und Verkauf zu bestimmen. Das einzige Prinzip, das auf all diese so genannten „technischen Ansätze“ zutrifft, ist, dass man kaufen sollte, *weil* eine Aktie oder der ganze Markt gestiegen ist, und man verkaufen sollte, *weil* er gefallen ist. Das ist

5 Raskob (1879–1950) war Direktor bei Du Pont, dem riesigen Chemiekonzern, und Vorsitzender des Finanzausschusses bei General Motors. Außerdem war er Landesvorsitzender der Demokratischen Partei und die treibende Kraft hinter dem Bau des Empire State Building. Berechnungen des Professors der Finanzwissenschaften Jeremy Siegel bestätigen, dass Raskobs Kapital nach 20 Jahren auf knapp 9.000 \$ angewachsen wäre, auch wenn die Inflation einen großen Teil davon gefressen hätte. Den besten aktuellen Überblick über Raskobs Ansichten über langfristige Investition in Aktien lesen Sie im Essay des Finanzberaters William Bernstein unter www.efficientfrontier.com.

genau das Gegenteil des üblichen vernünftigen Wirtschaftens, und es ist höchst unwahrscheinlich, dass dies zu dauerhaftem Erfolg an der Wall Street führt. Nach unseren eigenen Börsenerfahrungen und nach unseren Beobachtungen – und das über 50 Jahre lang – haben wir keinen einzigen Menschen kennen gelernt, der ständig und dauerhaft Geld verdient hat, wenn er „einfach dem Markt gefolgt“ ist. Wir brauchen uns nicht zu sagen, dass dieser Ansatz ebenso trügerisch wie populär ist. Wir werden belegen, was wir gerade gesagt haben, – obgleich dies natürlich nicht als Beweis angesehen werden kann –, und zwar in einer späteren kurzen Abhandlung über die berühmte Dow-Theorie, nach der an der Börse getradet werden sollte.⁶

Seit der ersten Veröffentlichung im Jahr 1949 sind etwa alle fünf Jahre überarbeitete Auflagen von *Intelligent Investieren* erschienen. Bei der Aktualisierung der vorliegenden Version werden wir es mit einer ganzen Reihe neuer Entwicklungen zu tun bekommen, da die letzte Version 1965 verfasst wurde. Dazu gehören:

- Ein beispielloser Anstieg der Zinsen auf hochwertige Anleihen;
- Ein Absturz der führenden Aktien um etwa 35 % bis Mai 1970. Dies war der tiefste Absturz der Börsenkurse der vergangenen 30 Jahre, zahllose Titel geringerer Qualität mussten höhere Verluste hinnehmen;
- Eine anhaltende Inflation der Groß- und Einzelhandelspreise, die sich selbst während der allgemeinen Wirtschaftsflaute 1970 beschleunigte;
- Die schnelle Entwicklung von Konglomeraten, Franchise-Geschäften und anderen relativ neuen Geschäftsmodellen in der Wirtschaft und im Finanzbereich. Dazu gehören beispielsweise komplizierte Instrumente wie die so genannten Letter Stocks [1], die starke Zunahme von Bezugsrechten für Aktienoptionen, irreführende Namen und die Nutzung ausländischer Banken;
- Der Konkurs unserer größten Eisenbahngesellschaft, außerordentlich hohe kurz- und langfristige Schulden vieler vormals starker Unternehmen und sogar Besorgnis erregende Solvenzprobleme bei den Wall Street-Firmen;⁷

6 Grahams „kurze Diskussion“ finden Sie in zwei Teilen, auf den Seiten 32f. und 212–213. Weitere Einzelheiten über die Dow-Theorie finden Sie unter <http://viking.som.yale.edu/will/dow/dowpage.html>.

7 Die Penn Central Transportation Co., damals die größte Eisenbahngesellschaft in den USA, suchte am 21. Juni 1970 um Konkurschutz nach – und schockierte damit die Anleger, die nie erwartet hatten, dass ein solch großes Unternehmen untergehen könne. Zu den extrem verschuldeten Unternehmen zählte Graham Ling-Temco-Vought und National General Corp. Das „Solvenzproblem“ an der Wall Street kam zwischen 1968 und 1971 auf, als mehrere angesehene Brokerhäuser plötzlich Pleite machten.

- Das Auftauchen der Mode der „Performance“ im Management von Fondsgesellschaften, einschließlich einiger von Banken betriebener Treuhandfonds mit beunruhigenden Ergebnissen.

Diese Entwicklungen werden von uns sorgfältig betrachtet, und einige werden zu anderen Schlussfolgerungen und anderen Schwerpunkten gegenüber der vorherigen Ausgabe des Buches führen. Die grundlegenden Prinzipien vernünftigen Investierens verändern sich zwar nicht alle zehn Jahre; dennoch muss die Anwendung dieser Prinzipien den deutlichen Veränderungen bei den finanziellen Mechanismen und dem finanziellen Klima angepasst werden.

Die letzte Aussage wurde beim Bearbeiten der vorliegenden Ausgabe überprüft, und der erste Entwurf war im Januar 1971 fertig. Zu dieser Zeit erholte sich der DJIA (Dow Jones Industrial Average) von seinem Tiefstand von 632 Punkten im Jahr 1970 und näherte sich, bei abwartendem Optimismus, der Marke von 951 Punkten, dem Höchststand für 1971. Als der letzte Entwurf im November 1971 fertig war, befand sich der Markt in der Agonie eines neuen Abschwungs, rutschte bis auf 797 Punkte und erzeugte damit erneut Unsicherheit über seine Zukunft. Von diesen Schwankungen ließen wir uns aber in unserer grundsätzlichen Einstellung zu einer vernünftigen Investmentpolitik nicht beeinflussen, die seit der ersten Auflage des Buches im Jahr 1949 im Wesentlichen unverändert geblieben war.

Das Ausmaß des Marktrückgangs in den Jahren 1969 und 1970 dürfte wohl die Illusionen der vergangenen beiden Jahrzehnte in Luft aufgelöst haben. Diese Illusion vermittelte den Eindruck, dass die wichtigsten Aktien jederzeit zu jedem Kurs gekauft werden konnten in der Sicherheit, Gewinne zu erzielen, und dass ein zwischenzeitlicher Verlust schon bald durch einen neuerlichen Kursanstieg ausgeglichen würde. Doch das war natürlich zu schön, um wahr zu sein. Auf Dauer gesehen wird der Aktienmarkt immer wieder „normal“, was bedeutet, dass sowohl Spekulanten als auch Investoren mit deutlichen und vielleicht sogar längeren Wertzuwächsen beziehungsweise Wertverlusten rechnen müssen.

In einer Zeit, in der es sehr viele zweit- und drittklassige Aktien gab und zahlreiche Unternehmen Pleite machten, mündete das Chaos, das durch den letzten Markteinbruch ausgelöst wurde, in eine Katastrophe. Das war an sich nichts Neues – in ähnlichem Ausmaß war das 1961/1962 auch schon der Fall. Neu war hingegen, dass sich einige Fondsgesellschaften stark in hoch spekulativen und offensichtlich überbewerteten Aktien dieser Art engagiert hatten. Offensichtlich sind es nicht nur Anfänger, die gewarnt werden müssen: Mag in anderen Bereichen Be-

geisterung erforderlich sein, um Großes zu erreichen – an der Wall Street führt sie unweigerlich in die Katastrophe.

Die wichtigste Frage, mit der wir uns beschäftigen müssen, erwächst aus dem großen Interesse an erstklassigen Anleihen. Seit Ende 1967 konnten Anleger mehr als doppelt so viel Einkommen aus Anleihen beziehen als aus durchschnittlichen Aktien. Anfang 1972 lag der Gewinn bei erstklassigen Anleihen bei 7,19 %, während Industrie-Aktien gerade einmal 2,76 % einbrachten. (Im Vergleich dazu waren es am Ende des Jahres 1964 4,40 % und 2,92 %.) Es ist hart, feststellen zu müssen, dass zu der Zeit, als wir das Buch 1949 schrieben, die Zahlen genau umgekehrt waren: Anleihen brachten nur 2,66 %, und Aktien erzielten einen Gewinn von 6,82 % [2]. In früheren Auflagen haben wir stets betont, dass mindestens 25 % des Portfolios eines konservativen Investors aus Aktien bestehen sollten, und im Allgemeinen hielten wir eine Aufteilung von 50 : 50 zwischen den beiden Finanzinstrumenten für richtig. Heute müssen wir überlegen, ob der aktuelle große Vorsprung der Rendite von Anleihen gegenüber der Rendite aus Aktien es rechtfertigen würde, ausschließlich in Anleihen anzulegen, bis wir wieder zu einem vernünftigeren Verhältnis kommen – was wir eigentlich erwarten. Natürlich wird auch die Frage der stetigen Inflation von großer Bedeutung sein, wenn wir jetzt unsere Entscheidung treffen wollen. Diesem Thema werden wir ein eigenes Kapitel widmen.⁸

In der Vergangenheit unterschieden wir grundsätzlich zwischen zwei Arten von Investoren, die dieses Buch ansprechen sollte – den „defensiven“ und den „professionellen“ Anlegern. Der defensive oder passive Investor legt sein Hauptaugenmerk darauf, schwer wiegende Fehler oder Verluste zu vermeiden. Sein zweites Ziel wird sein, sich nicht anstrengen zu müssen, Ärger zu vermeiden und selten Entscheidungen treffen zu müssen. Die bestimmende Eigenschaft des professionellen (oder aktiven, aggressiven) Investors ist seine Bereitschaft, für die Auswahl seiner Aktien, die gesünder und attraktiver sind als andere, mehr Zeit und Sorgfalt aufzuwenden. Über mehrere Jahrzehnte hinweg könnte ein aktiver Investor den Lohn für das zusätzliche Geschick und den zusätzlichen Arbeits- und Zeitaufwand in Form einer besseren durchschnittlichen Rendite erwarten als der

8 Siehe Kapitel 2. Zu Beginn des Jahres 2003 erzielten US-Schatzbriefe mit zehnjähriger Laufzeit 3,8 %, während Aktien (gemessen am DJIA) 1,9 % Rendite brachten. (Beachten Sie, dass dieses Verhältnis sich nicht wesentlich von den Zahlen von 1964 unterscheidet, die Graham nennt.). Die Erlöse aus erstklassigen Anleihen sind allerdings seit 1981 stetig gesunken.

passive Investor. Wir bezweifeln aber, dass dieser aktive Investor unter den heutigen Bedingungen einen nennenswerten Ausgleich für seine Mühen erwarten darf. Doch nächstes Jahr oder in den darauf folgenden Jahren kann die Sache schon wieder ganz anders aussehen. Deshalb werden wir weiterhin unsere Aufmerksamkeit den Möglichkeiten des aktiven Investierens widmen, so wie sie früher bestanden haben und auch wiederkehren können.

Lange Zeit war es die vorherrschende Meinung, dass die Kunst des erfolgreichen Investierens zunächst einmal darin liegt, die Branchen zu erkennen, die in der Zukunft wahrscheinlich das größte Wachstum erzielen werden, und dann erst die Unternehmen innerhalb dieser Branchen zu identifizieren, von denen man sich am meisten verspricht. Beispielsweise hätten schlaue Investoren – oder schlaue Anlageberater – schon längst die enormen Wachstumsmöglichkeiten der Computerbranche als Ganzes erkannt, allen voran die von International Business Machines (IBM). Ähnliches gilt für eine Reihe anderer Wachstumsbranchen und Wachstumsunternehmen. Aber es ist nicht immer so einfach, wie es im Nachhinein aussieht. Um diesen Punkt gleich am Anfang zu behandeln, möchten wir an dieser Stelle einen Absatz zitieren, der aus der ersten Auflage dieses Buches von 1949 stammt.

Ein solcher Investor könnte beispielsweise Aktien von Fluggesellschaften kaufen, weil er glaubt, deren Zukunft sei rosiger als der Trend, den der Markt ohnehin schon reflektierte. Für diese Investoren besteht der Wert dieses Buches eher aus den Warnungen vor den Fallen, die in diesem favorisierten Investmentansatz stecken, und weniger in positiven Techniken, die ihm auf seinem Weg helfen könnte.⁹

Diese Fallen haben sich in der genannten Branche als ganz besonders gefährlich erwiesen. Es war natürlich leicht vorherzusehen, dass der Umfang des Flugverkehrs über die Jahre hinweg drastisch zunehmen würde. Und deswegen wurden diese Aktien die Favoriten bei der Aktienausswahl der Investmentfonds. Doch trotz des Erlöswachstums – und zwar mit einer Geschwindigkeit, die noch höher

9 Aktien von Fluggesellschaften waren in den späten 40er- und frühen 50er-Jahren ebenso spannend wie die Internet-Aktien ein halbes Jahrhundert später. Zu den heißesten Investmentfonds dieser Zeit zählten Aeronautical Securities und der Missiles-Rockets-Jets & Automation Fund. Diese Fonds stellten sich jedoch, ebenso wie die Aktien, die sie besaßen, als Katastrophe heraus. Heute wird allgemein angenommen, dass die gesamten Investitionen in die Flugzeugbranche, über die gesamte Zeit hinweg, negativ waren. Die Lehre, die Graham uns erteilen will, ist nicht, dass man vermeiden sollte, Aktien von Fluggesellschaften zu kaufen, sondern man sollte nie der „Sicherheit“ erliegen, dass eine Branche in der Zukunft besser sein wird als alle anderen.

war als in der Computerbranche – sorgte eine Kombination aus technologischen Problemen und einer zu starken Expansion der Kapazitäten dafür, dass die Kurse schwankten oder sogar zu katastrophalen Verlusten führten. Im Jahr 1970, trotz einer Rekordzahl an Buchungen, wiesen die Fluggesellschaften für ihre Aktionäre einen Verlust von 220 Millionen \$ aus. (Auch in den Jahren 1945 und 1961 mussten sie Verluste verzeichnen.) Die Aktien dieser Gesellschaften erlitten in den Jahren 1969/1970 wiederum einen stärkeren Abschwung als der Marktdurchschnitt. Die Aufzeichnungen zeigen, dass sogar die hoch bezahlten Vollzeit-Experten der Investmentgesellschaften die – ziemlich kurzfristige – Zukunft einer großen und nicht nur Eingeweihten zugänglichen Branche völlig falsch einschätzten.

Andererseits, als die Investmentfonds stark in IBM investierten und damit auch hohe Gewinne erzielten, verhinderte die Kombination aus dem scheinbar hohen Kurs und der Unmöglichkeit, ganz *sicher* zu sein, dass das Wachstum anhalten werde, dass sie nicht mehr als 3 % ihrer Mittel in diese Aktie investierten. Deshalb war die Auswirkung dieser Wahl keinesfalls ausschlaggebend für deren Gesamtergebnis. Weiterhin erwiesen sich viele – wenn nicht gar die meisten – Investitionen in andere Unternehmen der Computerbranche, außer IBM, als unrentabel. Aus diesen beiden Beispielen ziehen wir für unsere Leser zwei Schlüsse:

- Offensichtliche gute Aussichten auf materielles Wachstum eines Unternehmens sind nicht immer auch offensichtliche Gewinne für Investoren.
- Die Experten haben keine zuverlässigen Hilfsmittel bei der Aktienaushwahl, und sie haben auch kein Instrument, das ihnen hilft, sich auf die meistversprechenden Unternehmen in den meistversprechenden Branchen zu konzentrieren.

Der Autor folgte während seiner Tätigkeit als Fondsmanager diesem Ansatz nicht, und er kann den Anlegern, die es einmal ausprobieren wollen, auch keinen speziellen Rat geben.

Was also wollen wir mit diesem Buch wirklich erreichen? Unser Hauptziel wird sein, den Leser davor zu schützen, in Bereiche zu geraten, in denen er sich erheblich irren kann, und ihm helfen, Strategien zu entwickeln, mit denen er sich wohl fühlen wird. Wir werden etwas über die Psychologie der Investoren sagen. Denn tatsächlich ist das größte Problem eines Investors – und auch sein schlimmster Feind – wahrscheinlich er selbst. („Der Fehler, lieber Investor, liegt nicht in unseren Sternen – und auch nicht bei unseren Aktien –, sondern bei uns selbst ...“) Dies hat sich in den vergangenen Jahrzehnten immer mehr als zutreffend erwiesen, da es für konservative Investoren immer wichtiger wurde, Stammaktien zu