

»MIT ABSTAND DAS BESTE BUCH ÜBER INVESTIEREN
DAS JEMALS GESCHRIEBEN WURDE«

WARREN BUFFETT

INTELLIGENT INVESTIEREN

DER BESTSELLER ÜBER DIE RICHTIGE ANLAGESTRATEGIE

ZUM
75-JÄHRIGEN
JUBILÄUM IN
KOMPLETT NEUER
ÜBERSETZUNG

BENJAMIN GRAHAM

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

FBV

manager magazin
Bestseller

BENJAMIN GRAHAM

INTELLIGENT INVESTIEREN

DER BESTSELLER ÜBER DIE RICHTIGE ANLAGESTRATEGIE

**ZUM
75-JÄHRIGEN
JUBILÄUM IN
KOMPLETT NEUER
ÜBERSETZUNG**

Mit einem Vorwort von Warren Buffet und
neuen Kommentaren von Jason Zweig

FBV

Für E.M.G.

Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek:

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie. Detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über <https://dnb.de> abrufbar.

Für Fragen und Anregungen:

info@m-vg.de

2. Auflage der Neuübersetzung 2024

© 2024 by FinanzBuch Verlag, ein Imprint der Münchner Verlagsgruppe GmbH,
Türkenstraße 89
80799 München
Tel.: 089 651285-0

Alle Rechte, insbesondere das Recht der Vervielfältigung und Verbreitung sowie der Übersetzung, vorbehalten. Kein Teil des Werkes darf in irgendeiner Form (durch Fotokopie, Mikrofilm oder ein anderes Verfahren) ohne schriftliche Genehmigung des Verlages reproduziert oder unter Verwendung elektronischer Systeme gespeichert, verarbeitet, vervielfältigt oder verbreitet werden. Wir behalten uns die Nutzung unserer Inhalte für Text und Data Mining im Sinne von § 44b UrhG ausdrücklich vor.

Copyright © 1973 by Benjamin Graham. All rights reserved. Aktuelle Kommentare: Copyright © 2003 by Jason Zweig. All rights reserved.

Published by arrangement with HarperBusiness, an imprint of HarperCollins Publishers, Inc.

Die im Buch veröffentlichten Ratschläge wurden von Verfasser und Verlag sorgfältig erarbeitet und geprüft. Eine Garantie kann dennoch nicht übernommen werden. Ebenso ist die Haftung des Verfassers beziehungsweise des Verlages und seiner Beauftragten für Personen-, Sach- und Vermögensschäden ausgeschlossen.

Übersetzung: Sascha Mattke
Korrektorat: Manuela Kahle
Lektorat: Judith Engst
Umschlaggestaltung: Marc-Torben Fischer
Umschlagabbildung: Shutterstock.com/zentilia
Satz: ZeroSoft, Timisoara
Druck: Florjancic Tisk d.o.o., Slowenien
Printed in the EU

ISBN Print 978-3-95972-765-5
ISBN E-Book (PDF) 978-3-98609-487-4
ISBN E-Book (EPUB, Mobi) 978-3-98609-488-1



Weitere Informationen zum Verlag finden Sie unter:

www.finanzbuchverlag.de

Beachten Sie auch unsere weiteren Verlage unter www.m-vg.de.

INHALT

Benjamin Graham 1894 – 1976	11
Einleitung: Was dieses Buch erreichen soll	17
Kommentar zur Einleitung	28
Kapitel 1: Geldanlage versus Spekulation: Welche Ergebnisse der intelligente Anleger erwarten kann	35
Geldanlage versus Spekulation	35
Welche Ergebnisse der defensive Anleger erwarten kann	39
Welche Ergebnisse der offensive Anleger erwarten kann	47
Kommentar zu Kapitel 1	53
Kapitel 2: Der Anleger und Inflation	69
Inflation und Unternehmensgewinne	73
Alternativen zu Aktien als Inflationsabsicherung	77
Schlussfolgerung	79
Kommentar zu Kapitel 2	80
Kapitel 3: Ein Jahrhundert Börsengeschichte: Der Stand der Aktienkurse Anfang 1972	89
Der Stand der Aktienkurse Anfang 1972	94
Kommentar zu Kapitel 3	102
Kapitel 4: Allgemeine Portfoliopolitik: Der defensive Anleger	113
Das grundlegende Problem bei der Aufteilung in Anleihen und Aktien ...	114
Die Anleihekomponente	117
Einfache (nicht wandelbare) Vorzugsaktien	124
Andere Wertpapiere	125
Kommentar zu Kapitel 4	127

Kapitel 5: Der defensive Anleger und Aktien	141
Vorteile der Geldanlage in Aktien	141
Regeln für die Aktienkomponente	143
Wachstumsaktien und der defensive Anleger	144
Portfolioveränderungen	146
Sparpläne und der Durchschnittskosteneffekt	147
Die persönliche Situation des Anlegers	148
Anmerkung zum Verständnis von »Risiko«	150
Anmerkung zur Kategorie »große, bekannte und solide finanzierte Unternehmen«	151
Kommentar zu Kapitel 5	153
 Kapitel 6: Portfoliopolitik für den aktiven Anleger: das Ausschlussprinzip	165
Anleihen der zweiten Reihe und Vorzugsaktien	166
Ausländische Staatsanleihen	170
Neuemissionen allgemein	171
Neuemissionen von Stammaktien [amerikanischen Typs, Anmerkung der Redaktion]	173
Kommentar zu Kapitel 6	178
 Kapitel 7: Portfoliopolitik für den aktiven Anleger: Die positive Seite .	189
Aktivitäten mit Stammaktien [amerikanischen Typs, Anmerkung der Redaktion]	190
Allgemeine Vorgehensweise – Timing mit Formeln	190
Ansatz mit Wachstumsaktien	191
Drei empfohlene Felder für »aktive Geldanlage«	196
Kommentar Zu Kapitel 7	214
 Kapitel 8: Der Anleger und das Thema »Schwankungen am Markt« ...	225
Marktschwankungen als Orientierung für Anlageentscheidungen	226
Der »Niedrig-kaufen-hoch-verkaufen«-Ansatz	229
Formelhafte Geldanlage	231
Marktschwankungen im Portfolio des Anlegers	233
Unternehmenswert versus Börsenbewertung	234
Das Beispiel A. & P.	238
Zusammenfassung	243

Der Kursverlauf bei Anleihen	245
Kommentar zu Kapitel 8	250
Kapitel 9: Geldanlage mit Fonds	267
Performance von Investmentfonds insgesamt	269
»Performance«-Fonds	273
Geschlossene versus offene Fonds	279
Geldanlage mit ausgewogenen Fonds	283
Kommentar zu Kapitel 9	284
Kapitel 10: Der Anleger und seine Berater	301
Anlageberatung und Trust-Dienste bei Banken	302
Finanzdienste	303
Beratung von Brokerhäusern	305
Das CFA-Zertifikat für Finanzanalysten	309
Umgang mit Brokerhäusern	310
Investmentbanker	312
Andere Berater	314
Zusammenfassung	314
Kommentar zu Kapitel 10	317
Kapitel 11: Wertpapieranalyse für den privaten Anleger: Allgemeiner	
Ansatz	327
Anleiheanalyse	330
Analyse von Stammaktien	335
Faktoren mit Einfluss auf die Kapitalisierungsrate	338
Kapitalisierungsraten für Wachstumsaktien	342
Branchenanalyse	345
Ein zweistufiger Bewertungsprozess	347
Kommentar zu Kapitel 11	349
Kapitel 12: Was beim Gewinn pro Aktie zu beachten ist	359
Arbeit mit durchschnittlichen Gewinnen	368
Berechnung der historischen Wachstumsrate	368
Kommentar zu Kapitel 12	372

Kapitel 13: Ein Vergleich von vier börsennotierten Unternehmen	381
Allgemeine Beobachtungen zu den vier Unternehmen	386
Kommentar zu Kapitel 13	390
Kapitel 14: Aktienausswahl für den defensiven Anleger	399
Anwendung unserer Kriterien auf den Dow Jones Ende 1970	403
Öffentliche Versorger als »Lösung«	407
Investieren in Aktien von Finanzunternehmen	411
Eisenbahnaktien	413
Auswahlprinzipien für den defensiven Anleger	414
Kommentar zu Kapitel 14	418
Kapitel 15: Aktienausswahl für den aktiven Anleger	429
Eine Zusammenfassung der Graham-Newman-Methoden	434
Unternehmen der zweiten Reihe	436
Aussortieren im Stock Guide	438
Einzelkriterien für die Auswahl von Stammaktien	441
Schnäppchenaktien nach Netto-Umlaufvermögen	445
Sondersituationen oder »Workouts«	447
Kommentar zu Kapitel 15	451
Kapitel 16: Wandelanleihen und Optionsscheine	459
Auswirkung von wandelbaren Papieren auf die Stammaktie	467
Signale für Wechsel von Stammaktien in Vorzugsaktien	469
Aktienoptionsscheine	469
Nachtrag zur Praxis	474
Kommentar zu Kapitel 16	476
Kapitel 17: Vier extrem lehrreiche historische Fallstudien	481
Der Fall Penn Central	482
Ling-Temco-Vought Inc.	485
Die Übernahme von Sharon Steel (ein Sammlerstück) durch NVF	489
AAA Enterprises	493
Kommentar zu Kapitel 17	498

Kapitel 18: Ein Vergleich von acht Unternehmenspaaren	509
Paar 1: Real Estate Investment Trust (Geschäfte, Büros, Fabriken et cetera) und Realty Equities Corp. of New York (Immobilieninvestitionen, Bau allgemein)	509
Paar 2: Air Products and Chemicals (industrielle und medizinische Gase et cetera) und Air Reduction Co. (Industriegase- und -anlagen, Chemie)	514
Paar 3: American Home Products (Medikamente, Kosmetik, Haushaltsprodukte, Süßigkeiten) und American Hospital Supply Co. (Vertrieb und Produktion von Krankenhausbedarf und -technik)	517
Paar 4: H & R Block, Inc. (Steuerdienste) und Blue Bell, Inc. (Produktion von Arbeitskleidung, Uniformen et cetera)	519
Paar 5: International Flavor & Fragrances (Duftstoffe et cetera für Unternehmen) und International Harvester Co. (Lastwagen, Agrarmaschinen, Baumaschinen)	522
Paar 6: McGraw Edison (Versorger und Technik, Haushaltswaren) und McGraw-Hill, Inc. (Bücher, Filme, Lehrsysteme; Magazine und Zeitungen; Informationsdienste)	525
Paar 7: National General Corp. (großes Konglomerat) und National Presto Industries (diverse Elektrogeräte, Kampfmittel)	527
Paar 8: Whiting Corp. (Fördertechnik) und Willcox & Gibbs (kleines Konglomerat)	531
Allgemeine Beobachtungen	535
Kommentar zu Kapitel 18	538
 Kapitel 19: Aktionäre und Management: Dividendenpolitik	555
Aktionäre und Dividendenpolitik	557
Aktiendividenden und Splits	561
Kommentar zu Kapitel 19	565
 Kapitel 20: »Sicherheitsmarge« als das zentrale Konzept bei der Geldanlage	583
Theorie der Diversifizierung	589
Ein Kriterium für Geldanlage versus Spekulation	590
Erweiterung des Konzepts Geldanlage	591
Zusammenfassung	594
Kommentar zu Kapitel 20	596

Nachtrag	603
Kommentar zum Nachtrag	606
Anhänge	609
1. Die Superanleger von Graham-und-Doddsville	609
2. Wichtige Regeln zur Besteuerung von Anlageerträgen und Wertpapiertransaktionen (im Jahr 1972)	632
3. Die Grundlagen der Besteuerung von Geldanlagen (aktualisiert auf den Stand 2003)	633
4. Die neue Spekulation mit Aktien	634
5. Eine Fallstudie: Aetna Maintenance Co.	647
6. Steuerliche Behandlung der Übernahme von Sharon Steel durch NVF	649
7. Technologieunternehmen als Geldanlage	650
Endnoten	651

Bei dem hier abgedruckten Text handelt es sich um die vierte überarbeitete Auflage, aktualisiert von Graham in den Jahren 1971 – 1972 und erstmals veröffentlicht im Jahr 1973. Bitte beachten Sie, dass die ursprünglichen Fußnoten von Graham (in seinen Kapiteln gekennzeichnet mit hochgestellten Zahlen) im Abschnitt Endnoten ab Seite 651 zu finden sind. Die von Jason Zweig neu eingeführten Fußnoten stehen am Ende von Grahams Seiten (und in einer anderen Schrifttype gelegentlich als Ergänzung in den Endnoten von Graham).

VORWORT ZUR VIERTEN AUFLAGE

von Warren E. Buffett

Ich habe die erste Ausgabe dieses Buches im Jahr 1950 gelesen, als ich 19 Jahre alt war. Damals dachte ich, dass es das mit Abstand beste Buch über Geldanlage ist, das je geschrieben wurde, und das denke ich noch immer.

Um ein Leben lang erfolgreich zu investieren, sind kein stratosphärischer IQ, kein besonderes Wissen über die Wirtschaft und keine Insider-Informationen erforderlich. Man braucht lediglich einen soliden intellektuellen Rahmen, um Entscheidungen zu treffen, und die Fähigkeit zu verhindern, dass Emotionen diesen Rahmen zerfressen. Dieses Buch beschreibt präzise und deutlich den richtigen Rahmen. Die emotionale Disziplin müssen Sie selbst mitbringen.

Wenn Sie den Grundsätzen zu Verhalten und Vorgehensweisen folgen, die Graham empfiehlt – insbesondere den unbezahlbaren Ratschlägen in den Kapiteln 8 und 20 –, werden Sie bei der Geldanlage keine schlechten Ergebnisse erzielen (und das ist schon eine beachtlichere Leistung, als Sie vielleicht glauben). Ob Ihre Ergebnisse herausragend werden, hängt davon ab, wie viel Mühe und Intellekt Sie dieser Aufgabe widmen, und zusätzlich davon, wie viel Verrücktheit an der Börse während Ihrer Laufbahn als Anleger herrscht. Je dümmer das Verhalten des Marktes, desto größer sind die Chancen für den professionell agierenden Anleger. Hören Sie auf Graham und Sie werden vom Wahnsinn profitieren, statt ihm zu erliegen.

Für mich war Ben Graham viel mehr als ein Autor oder Lehrer. Mehr als jeder andere Mensch, mit Ausnahme meines Vaters, hat er mein Leben beeinflusst. Kurz nach seinem Tod im Jahr 1976 schrieb ich die folgende Erinnerung an Ben für das *Financial Analysts Journal*. Ich bin überzeugt: Wenn Sie sein Buch lesen, werden Sie einige der Qualitäten erkennen, die ich darin erwähnt habe.

BENJAMIN GRAHAM

1894 – 1976

Vor einiger Zeit brachte Benjamin Graham, damals fast 80 Jahre alt, gegenüber einem Freund den Gedanken zum Ausdruck, dass er jeden Tag »etwas Dummes, etwas Kreatives und etwas Großzügiges tun« wolle.

Die Nennung des eigenwilligen ersten Ziels zeigte sein Talent dafür, Ideen in eine Form zu bringen, die jeglichen Unterton des Dozierens oder der Selbstherrlichkeit vermied. Seine Ideen waren mächtig, aber die Darstellung stets freundlich.

Leser dieses Magazins brauchen keine Erklärung zu Grahams Leistungen nach dem Maßstab der Kreativität. Nur selten ergeht es dem Begründer einer neuen Disziplin nicht so, dass seine Arbeit schon wenig später von Nachfolgern übertroffen wird. Doch mehr als 40 Jahre nach der Veröffentlichung seines Buches, das Struktur und Logik in eine ungeordnete und verwirrte Aktivität brachte, fällt es auf dem Gebiet der Wertpapieranalyse immer noch schwer, Kandidaten auch nur für den zweiten Platz zu finden. In einem Bereich, in dem vieles schon Wochen oder Monate nach dem Erscheinen dumm aussieht, sind die Grundsätze von Graham solide geblieben – oft nahm ihr Wert noch zu und wurde besser verstanden im Nachklang von Finanzmarktstürmen, die weniger robuste Denkstrukturen einrissen. Sein Rat zur Solidität zahlte sich für seine Anhänger zuverlässig aus – selbst für solche, deren natürliche Fähigkeiten nicht an diejenigen von begnadeteren Anlegern heranreichten, die in Schwierigkeiten gerieten, weil sie scheinbar brillanten Empfehlungen folgten oder solchen, die gerade in Mode waren.

Ein bemerkenswerter Aspekt von Grahams Dominanz auf seinem professionellen Gebiet lag darin, dass er sie ohne die geistige Enge erreichte, die mit der Konzentration auf ein einziges Ziel einhergeht. Sie war eher das zufällige Nebenprodukt eines Intellekts, dessen Breite sich einer Definition fast entzieht. Mit Sicherheit habe ich nie eine Person mit ähnlich umfassendem Denken getroffen.

Sein praktisch perfektes Erinnerungsvermögen, seine unendliche Faszination für neues Wissen und die Fähigkeit, es in eine Form zu bringen, die sich auf scheinbar nicht damit zusammenhängende Probleme anwenden lässt, machten den Kontakt mit seinen Überlegungen auf beliebigen Gebieten zu einem Vergnügen.

Sein dritter Imperativ aber – Großzügigkeit – war derjenige, bei dem er mehr Erfolg hatte als jeder andere. Ich kannte Graham als Lehrer, Arbeitgeber und Freund. In jeder dieser Beziehungen – so wie bei all seinen Schülern, Angestellten und Freunden – zeigte er eine vollkommen unbegrenzte, nicht berechnende Großzügigkeit in Bezug auf Ideen, Zeit und Geist. Wenn klares Denken gefragt war, gab es keine bessere Anlaufstelle. Und wenn Ermutigung oder Rat benötigt wurde, war Graham ebenfalls da.

Walter Lippmann hat von Menschen gesprochen, die Bäume pflanzen, unter denen andere Menschen sitzen werden. Benjamin Graham war ein solcher Mensch.

Nachdruck aus *Financial Analysts Journal*, November/Dezember 1976.

EINE BEMERKUNG ÜBER BENJAMIN GRAHAM

von Jason Zweig

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

Graham war nicht nur einer der besten Anleger, die je gelebt haben, er war auch der größte praktische Anlagedenker aller Zeiten. Vor Graham benahmen sich Vermögensverwalter ähnlich wie eine mittelalterliche Gilde, zu großen Teilen geleitet von Aberglauben, Raterei und obskuren Ritualen. Grahams *Security Analysis* war das Lehrbuch, das aus diesem muffigen Zirkel eine moderne Profession machte.¹

Zudem war *The Intelligent Investor* das erste Buch, das jemals für private Anleger den emotionalen Rahmen und die analytischen Werkzeuge beschrieb, die für finanziellen Erfolg essenziell sind. Es ist immer noch das beste Buch über Geldanlage, das für die breite Öffentlichkeit je geschrieben wurde. *The Intelligent Investor* war das Buch, das ich als Erstes las, als ich im Jahr 1987 als junger Reporter zum *Forbes*-Magazin kam, und ich war beeindruckt von der Sicherheit, mit der er erklärte, dass früher oder später jeder Bullenmarkt böse enden müsse. In jenem Oktober erlebten US-Aktien den schwersten Einbruch innerhalb eines Tages ihrer Geschichte, und ich war überzeugt (nach dem wilden Bullenmarkt der späten 1990er und dem brutalen Bärenmarkt, der Anfang 2000 begann, liest sich *The Intelligent Investor* prophetischer als je zuvor).

Graham gewann seine Erkenntnisse auf dem schwierigen Weg: Indem er aus erster Hand den Schmerz finanzieller Verluste kennenlernte und über Jahrzehnte die Historie und Psychologie der Märkte studierte. Geboren wurde er als Benjamin Grossbaum am 9. Mai 1894 in London. Sein Vater handelte mit Porzellan und

¹ Geschrieben zusammen mit David Dodd und erstmals veröffentlicht im Jahr 1934.

Figuren aus China.² Als Ben ein Jahr alt war, zog die Familie nach New York um. Zuerst hatten sie dort ein bequemes Leben – mit Haushälterin, Koch und französischer Gouvernante in der Upper Fifth Avenue. Doch im Jahr 1903 starb sein Vater, das Porzellan-Geschäft lief schlecht und die Familie rutschte nach und nach in die Armut ab. Bens Mutter machte aus ihrem Zuhause eine Pension und lieh sich Geld, um Aktien auf Kredit zu kaufen; im Crash von 1907 verlor sie alles. Für den Rest seines Lebens sollte er sich an die Demütigung erinnern, die er erlebte, als er in der Bank einen Scheck für seine Mutter einlösen sollte und den Kassierer fragen hörte, »Sind 5 Dollar für Dorothy Grossbaum gedeckt?«.

Zu seinem Glück erhielt Graham ein Stipendium an der Columbia University, wo seine Brillanz zu voller Blüte kam. Im Jahr 1914 machte er seinen Abschluss, als Zweitbesten in seinem Jahrgang. Vor dem Ende seines letzten Semesters wurde er von drei Fakultäten – Englisch, Philosophie und Mathematik – gebeten, sich ihnen anzuschließen. Er war gerade einmal 20 Jahre alt.

Statt in der Wissenschaft beschloss Graham, sich an der Wall Street zu versuchen. Er begann als Aushilfe in einer Anleihehandelsfirma, wurde bald Analyst, dann Partner, und dann dauerte es nicht mehr lang, bis er seine eigene Partnership für Geldanlage betrieb.

Die Internet-Blase und ihr Platzen hätten Graham nicht überrascht. Im April 1919 machte er 250 Prozent Gewinn am ersten Handelstag von Savold Tire, einer Neuemission im boomenden Automobilgeschäft. Bis Oktober hatte sich das Unternehmen als betrügerisch erwiesen und die Aktie war wertlos.

Graham wurde ein Meister darin, Aktien im mikroskopischen, fast molekularen Detail zu betrachten. Im Jahr 1925 ging er die obskuren Berichte durch, die Öl-Pipelines bei der U.S. Interstate Commerce Commission eingereicht hatten, und fand dabei heraus, dass Northern Pipeline Co. – bei einem damaligen Kurs von 65 Dollar – pro Aktie mindestens 80 Dollar an hochwertigen Anleihen besaß (er kaufte die Aktie, brachte das Management dazu, die Dividende zu erhöhen, und bekam drei Jahre später 110 Dollar pro Aktie).

Trotz eines verheerenden Verlusts von fast 70 Prozent während des großen Crashes von 1929 bis 1932 überlebte Graham und florierte im Nachgang, indem

² Während des Ersten Weltkriegs, in dem deutsch klingende Namen Argwohn weckten, benannten sich die Grossbaums in Graham um.

er aus den Trümmern des Bullenmarktes Schnäppchen aufsammelte. Über seine frühesten Renditen gibt es keine exakten Daten, doch von 1936 bis zu seinem Ruhestand im Jahr 1956 gewann seine Graham-Newman Corp. jährlich mindestens 14,7 Prozent im Vergleich zu 12,2 Prozent für den gesamten Aktienmarkt – eine der besten langfristigen Historien in der Geschichte der Wall Street.³

Wie hat Graham das gemacht? Er kombinierte seine außerordentliche Denkfähigkeit mit tiefem gesundem Menschenverstand und reichlich Erfahrung, und auf diese Weise entwickelte er seine Kernprinzipien, die heute noch mindestens so viel Gültigkeit haben wie zu seinen Lebzeiten:

- Eine Aktie ist nicht nur ein Börsenkürzel oder eine Zahl auf einem Bildschirm; sie ist eine Beteiligung an einem echten Unternehmen mit einem zugrunde liegenden Wert, der nicht von seinem Aktienkurs abhängt.
- Der Markt ist ein Pendel, das ewig zwischen nicht nachhaltigem Optimismus (der Aktien zu teuer macht) und unberechtigtem Pessimismus (der sie zu billig werden lässt) hin und her schwingt. Der intelligente Anleger ist ein Realist, der an Optimisten verkauft und von Pessimisten kauft.
- Der zukünftige Wert jeder Geldanlage hängt von ihrem aktuellen Preis ab. Je mehr Sie bezahlen, desto niedriger wird Ihre Rendite sein.
- Unabhängig davon, wie sorgfältig Sie sind, kann kein Anleger jemals das Risiko ausschließen, sich zu irren. Nur indem Sie konsequent auf das setzen, was Graham als »Sicherheitsmarge« bezeichnet, also nie zu viel bezahlen, egal wie spannend eine Anlagemöglichkeit zu sein scheint, können Sie Ihre Wahrscheinlichkeit minimieren, Fehler zu machen.
- Das Geheimnis Ihres finanziellen Erfolgs liegt in Ihrer eignen Person. Wenn Sie zum kritischen Denker werden, der die vermeintlichen »Fakten« der Wall Street nicht einfach glaubt, und wenn Sie mit geduldiger Zuversicht agieren, können Sie selbst von den schlimmsten Bärenmärkten stetig profitieren. In-

³ Graham-Newman Corp. war ein Anlagefonds (siehe Kapitel 9), den Graham zusammen mit Jerome Newman leitete, einem anderen begnadeten Anleger. Für die längste Zeit seines Bestehens war der Fonds für neue Anleger geschlossen. Ich möchte Walter Schloss dafür danken, dass er Daten zur Verfügung gestellt hat, die für die Schätzung der Renditen unverzichtbar waren. Die durchschnittlich 20 Prozent pro Jahr, die Graham in seinem Nachtrag (S. 603) erwähnt, scheinen die Verwaltungsgebühren nicht zu berücksichtigen.

dem Sie Disziplin und Mut entwickeln, können Sie verhindern, dass die Stimmungsschwankungen anderer Leute über Ihr finanzielles Schicksal bestimmen. Letztlich kommt es viel weniger darauf an, wie sich Ihre Geldanlagen entwickeln, als darauf, wie Sie sich verhalten.

Das Ziel dieser überarbeiteten Ausgabe von *The Intelligent Investor* ist, Grahams Ideen auf die heutigen Finanzmärkte anzuwenden, seinen Text dabei aber vollkommen unangetastet zu lassen (mit der Ausnahme von Fußnoten zur Klarstellung).⁴ Hinter jedem von Grahams Kapiteln finden Sie einen neuen Kommentar. In diese Gebrauchsanleitungen für Leser habe ich aktuelle Beispiele aufgenommen, die Ihnen zeigen dürften, wie relevant – und wie befreiend – Grahams Grundsätze noch heute sind.

Ich beneide Sie um die Begeisterung und Erleuchtung, die Sie erleben werden, wenn Sie Grahams Meisterwerk zum ersten Mal lesen – oder auch zum dritten oder vierten Mal. Wie alle Klassiker verändert es die Art und Weise, wie wir die Welt sehen, und erneuert sich selbst, indem es uns aufklärt. Und je mehr Sie lesen, desto besser wird es. Mit Graham als Vorbild können Sie garantiert ein weitaus intelligenterer Anleger werden.

⁴ Bei dem hier abgedruckten Text handelt es sich um die vierte überarbeitete Auflage, aktualisiert von Graham im Jahr 1971 – 1972 und erstmals veröffentlicht im Jahr 1973.

EINLEITUNG

WAS DIESES BUCH ERREICHEN SOLL

Ziel dieses Buches ist, in einer für Laien geeigneten Form Orientierung dabei zu geben, eine Anlagestrategie zu etablieren und umzusetzen. Von der Technik der Wertpapieranalyse wird darin relativ wenig zu lesen sein; das Hauptaugenmerk gilt Anlagegrundsätzen und der Einstellung von Anlegern. Um die wichtigen Aspekte anschaulich zu erläutern, die bei der konkreten Auswahl von Aktien eine Rolle spielen, werden wir jedoch eine Reihe zusammengefasster Vergleiche bestimmter Wertpapiere präsentieren, hauptsächlich in Paaren, die nebeneinander in der Liste der New York Stock Exchange stehen.

Viel Platz im Buch wird dagegen historischen Mustern der Finanzmärkte gewidmet sein, in vielen Fällen im Rückblick über viele Jahrzehnte. Um intelligent zu investieren, sollte man mit angemessenem Wissen darüber gerüstet sein, wie sich die unterschiedlichen Typen von Aktien und Anleihen unter unterschiedlichen Rahmenbedingungen entwickelt haben – zumindest einige davon werden in der eigenen Erfahrung wahrscheinlich erneut auftreten. Nichts ist wahrer und besser auf die Wall Street anwendbar als die berühmte Warnung von George Santayana: »Wer sich nicht an die Vergangenheit erinnert, ist dazu verdammt, sie zu wiederholen.«

Unser Text richtet sich an Anleger in Abgrenzung zu Spekulanten, und unsere erste Aufgabe wird sein, diese heute fast vergessene Unterscheidung zu erklären und zu betonen. Wir sollten gleich am Anfang sagen, dass dies kein »So-machen-Sie-eine-Million«-Buch ist. Es gibt keinen sicheren und einfachen Weg zum Reichtum an der Wall Street oder irgendwo sonst. Vielleicht sollten wir das an dieser Stelle mit einem Stück Finanzhistorie belegen – zumal sich mehr als nur

eine Lehre daraus ziehen lässt. Im Boom-Jahr 1929 lobte John J. Raskob, eine in der US-Politik wie an der Wall Street wichtige Persönlichkeit, in einem Artikel im *Ladies Home Journal* mit dem Titel »Jeder sollte reich sein« die Segnungen des Kapitalismus.⁵ Seine These: Nur 15 Dollar pro Monat, investiert in gute Aktien und mit reinvestierten Dividenden – sollten bei Gesamtzahlungen von nur 3600 Dollar über 20 Jahre ein Vermögen von 80.000 Dollar entstehen lassen. Hätte der Tycoon bei General Motors Recht gehabt, wäre dies tatsächlich ein einfacher Weg zum Reichtum gewesen. Wie nahe war er an der Wahrheit dran? Unsere grobe Berechnung – basierend auf einer angenommenen Investition in die 30 Aktien im Dow Jones Industrial Average (kurz Dow Jones) – lässt erkennen, dass ein Anleger Anfang 1949 Aktien im Wert von rund 8500 Dollar besessen hätte, wenn er in der Zeit von 1929 bis 1948 Raskobs Rat gefolgt wäre. Dies ist ein gutes Stück entfernt von den 80.000 Dollar, die der große Mann versprochen hatte, und es zeigt, wie wenig man sich auf solche optimistischen Prognosen und Zusicherungen verlassen kann. Nebenbei sollten wir allerdings erwähnen, dass die Rendite mit dem Programm jährlich mehr als 8 Prozent mit Zinseszinsseffekt über 20 Jahre betragen hätte – und das trotz der Tatsache, dass der Anleger seine Käufe bei einem Dow-Jones-Stand von 300 Punkten begonnen und bei einem Stand von 177 Punkten Ende 1948 beendet hätte. Diese Daten können als überzeugendes Argument für das Prinzip verstanden werden, Monat für Monat durch dick und dünn solide Aktien zu kaufen – eine Vorgehensweise, die als Cost-Average-Effekt bezeichnet wird.

Weil sich unser Buch nicht an Spekulanten richtet, ist es nicht für diejenigen gedacht, die am Markt aktiv handeln. Die meisten dieser Leute orientieren sich an Charts oder anderen weitgehend mechanischen Methoden, um den richtigen Zeitpunkt für Käufe und Verkäufe zu bestimmen. Das Prinzip, das beinahe alle diese so genannten »technischen Ansätze« eint, ist die Empfehlung zu kaufen, *weil* eine Aktie gestiegen ist, und zu verkaufen, *weil* sie gefallen ist. Dies ist überall sonst ge-

⁵ Raskob (1879 - 1950) war Board-Mitglied bei dem riesigen Chemieunternehmen Du Pont und Vorsitzender des Finanzausschusses bei General Motors. Gleichzeitig war er US-Vorsitzender der Demokratischen Partei und die treibende Kraft hinter dem Bau des Empire State Building. Berechnungen des Finanzprofessors Jeremy Siegel bestätigen, dass Raskobs Programm über 20 Jahre knapp 9000 Dollar ergeben hätte, wobei die Inflation einen großen Teil davon aufgefressen hätte. Die beste aktuelle Beschäftigung mit Raskobs Ansichten über langfristige Geldanlage finden Sie in einem Aufsatz des Finanzberaters William Bernstein unter www.efficientfrontier.com/ef/197/raskob.htm.

nau das Gegenteil von gesundem Geschäftssinn, und dass es zu dauerhaftem Erfolg an der Wall Street führen kann, ist höchst unwahrscheinlich. Nach unseren eigenen Erfahrungen und den Beobachtungen am Aktienmarkt, die mehr als 50 Jahre umfassen, haben wir keine einzige Person kennengelernt, die konsistent oder dauerhaft Geld verdient hätte, indem sie auf diese Weise »dem Markt folgte«. Wir zögern nicht zu erklären, dass dieser Ansatz so irrig wie beliebt ist. Dies werden wir später anhand einer kurzen Diskussion der berühmten Dow-Theorie zu Engagements am Aktienmarkt veranschaulichen – was aber natürlich nicht als Beweis verstanden werden sollte.⁶

Seit der Erstveröffentlichung im Jahr 1949 sind in Abständen von ungefähr fünf Jahren Überarbeitungen von *The Intelligent Investor* erschienen. Bei der Aktualisierung der vorliegenden Version werden wir uns mit einer ganzen Reihe von neuen Entwicklungen beschäftigen müssen, die sich seit der Ausgabe von 1965 ereignet haben:

1. Ein beispielloser Anstieg des Zinssatzes bei hochwertigen Anleihen.
2. Ein Rückgang des Kurses führender Aktien um rund 35 Prozent bis Mai 1970. Dies war der höchste prozentuale Verlust seit etwa 30 Jahren (bei zahllosen Aktien niedrigerer Qualität war er noch viel höher).
3. Anhaltende Inflation bei Großhandels- und Verbraucherpreisen, die im Jahr 1970 trotz allgemeiner Konjunkturschwäche noch an Dynamik gewann.
4. Die rapide Entstehung von Unternehmen mit einer Holding-Struktur, Franchise-Konzepten und anderen relativen Neuheiten in Wirtschaft und Finanzwesen (dazu zählen auch eine Reihe von trickreichen Instrumenten wie »Letter Stocks«,ⁱ Verbreitung von Aktienoptionen, irreführende Namen, Nutzung ausländischer Banken und andere).⁷

⁶ Grahams »kurze Diskussion« besteht aus zwei Teilen, auf Seite 26 f. und Seite 229 f.

⁷ Anlagfonds kauften »Tracking Stocks« in privaten Transaktionen und maßten diesen Aktien dann sofort einen höheren öffentlichen Kurs zu (siehe Grahams Definition auf S. 651). Das gab diesen »Gogo«-Funds die Möglichkeit, Mitte der 1960er-Jahre nicht nachhaltig hohe Renditen zu melden. Die U.S. Securities and Exchange Commission setzte diesem Missbrauch 1969 ein Ende, und Fondsanleger müssen sich keine Gedanken mehr darüber machen. Aktienoptionen werden in Kapitel 16 erklärt.

5. Die Insolvenz unserer größten Eisenbahngesellschaft, exzessive kurz- und langfristige Verschuldung vieler früher fest etablierter Unternehmen, und sogar ein beunruhigendes Solvenzproblem unter Wall-Street-Firmen.⁸
6. Das Aufkommen der »Performance«-Mode beim Management von Anlagefonds, darunter einige von Banken verwaltete Treuhand-Fonds, mit beunruhigenden Ergebnissen.

Diesen Phänomenen werden wir uns sorgfältig und aufmerksam widmen, und einige erfordern es, die Schlussfolgerungen und Schwerpunkte gegenüber der vorigen Ausgabe zu verändern. Die zugrunde liegenden Prinzipien solider Geldanlage dürften von Jahrzehnt zu Jahrzehnt unverändert bleiben, doch die Anwendung dieser Prinzipien muss an bedeutende Veränderungen bei Finanzmechanismen und -klima angepasst werden.

Die letzte Aussage wurde während der Arbeit an der vorliegenden Ausgabe auf die Probe gestellt. Der erste Entwurf war im Januar 1971 abgeschlossen, und zu dieser Zeit befand sich der Dow Jones in einer starken Erholungsphase von seinem Tief bei 632 Punkten im Jahr 1970 in Richtung eines Jahreshochs bei 951 Punkten. Bei Abgabe des letzten Manuskripts im November 1971 befand sich der Markt in den Wehen eines weiteren Rückgangs, der den Index auf 797 Punkte fallen und allgemeine Sorge über seine Zukunft wieder aufleben ließ. Wir haben nicht zugelassen, dass diese Schwankungen unsere allgemeine Haltung bezüglich solider Anlagepolitik beeinflussen, die im Kern seit der ersten Ausgabe dieses Buches im Jahr 1949 unverändert geblieben ist.

Das Ausmaß der Kursverluste in den Jahren 1969 – 1970 hätte eine Illusion verschwinden lassen sollen, die in den beiden Jahrzehnten zuvor an Boden gewonnen hatte. Ihr zufolge konnten führende Aktien jederzeit und zu jedem Kurs gekauft werden, wodurch nicht nur ultimative Gewinne sicher waren, sondern auch die Tatsache, dass jegliche zwischenzeitlichen Verluste bald durch einen Anstieg

⁸ Die Penn Central Transportation Co., damals die größte Eisenbahngesellschaft der USA, meldete am 21. Juni 1970 Insolvenz an – und schockte die Anleger, die noch nie ein derart großes Unternehmen hatten untergehen sehen (siehe Seite 482). Unter den Unternehmen mit »exzessiven« Schulden, an die Graham dachte, waren Ling-Temco-Vought und National General Corp. (siehe Seite 484 und 527 f.). Das »Solvenzproblem« an der Wall Street trat zwischen 1968 und 1971 auf, als mehrere angesehene Brokerfirmen plötzlich pleitegingen.

des Marktes auf neue Hochs ausgeglichen würden. Das war zu schön, um wahr zu sein. Letztendlich ist die Börse insofern »zur Normalität zurückgekehrt«, als sowohl Spekulanten als auch Anleger damit rechnen müssen, signifikante und möglicherweise anhaltende Verluste in ihren Positionen ebenso zu erleben wie Anstiege.

Bei vielen Aktien der zweiten und dritten Reihe waren die Folgen des jüngsten Einbruchs am Markt katastrophal, insbesondere bei Unternehmen, die erst vor kurzem an die Börse gegangen sind. Das war für sich genommen nichts Neues. In den Jahren 1961 und 1962 war Ähnliches passiert, doch neu war dieses Mal die Tatsache, dass einige Anlagefonds große Positionen in hochgradig spekulativen und offensichtlich überbewerteten Papieren dieser Art hatten. Offensichtlich müssen nicht nur Anfänger darauf hingewiesen werden, dass Begeisterung, auch wenn sie an anderer Stelle zu großen Erfolgen führen kann, an der Wall Street fast unweigerlich in einer Katastrophe endet.

Die große Frage, mit der wir uns beschäftigen müssen, ergibt sich aus dem enormen Anstieg der Zinsen bei erstklassigen Anleihen. Seit Ende 1967 konnte der Anleger mit solchen Anleihen doppelt so hohe Erträge erzielen wie mit den Dividenden typischer Aktien. Anfang 1972 betrug die Rendite 7,19 Prozent bei Anleihen mit bester Bewertung gegenüber nur 2,76 Prozent bei Industrieaktien (Ende 1964 waren die entsprechenden Werte 4,40 Prozent bzw. 2,92 Prozent). Nur schwer kann man sich vorstellen, dass es fast genau umgekehrt war, als wir 1949 die erste Ausgabe dieses Buches schrieben: Anleihen lieferten nur 2,66 Prozent Ertrag und Aktien 6,82 Prozent.ⁱⁱ In früheren Ausgaben haben wir regelmäßig eindringlich gefordert, dass Aktien mindestens 25 Prozent vom Portfolio eines konservativen Anlegers ausmachen sollten, und allgemein haben wir eine Aufteilung von 50 zu 50 zwischen beiden Wertpapiergattungen favorisiert. Jetzt müssen wir erwägen, ob der aktuelle große Renditevorteil von Anleihen gegenüber Aktien eine Strategie rechtfertigen würde, bei der nur in Anleihen investiert wird, bis ein vernünftiges Verhältnis zurückkehrt, wie wir es erwarten. Natürlich ist auch die Frage anhaltender Inflation von großer Bedeutung dafür, zu welchem Schluss wir hier kommen. Dieser Diskussion wird ein eigenes Kapitel gewidmet sein.⁹

⁹ Siehe Kapitel 2. Anfang 2003 lag die Rendite von US-Staatsanleihen mit zehn Jahren Laufzeit bei 3,8 Prozent, während Aktien (gemessen am Dow Jones Industrial Average) mit 1,9 Prozent rentierten (beachten Sie, dass sich dieses Verhältnis nicht allzu sehr von den Zah-

In der Vergangenheit haben wir eine grundlegende Unterscheidung zwischen den zwei Anlegertypen getroffen, an die dieses Buch gerichtet ist – den »defensiven« und den »aktiven«. Der defensive (oder passive) Anleger wird hauptsächlich daran interessiert sein, schwere Fehler und Verluste zu vermeiden. Sein zweites Ziel wird darin bestehen, frei von Mühe, lästiger Arbeit und häufigen Entscheidungen zu sein. Die bestimmende Eigenschaft für den aktiven (oder offensiven) Anleger ist seine Bereitschaft, sich Zeit für die Auswahl von Wertpapieren zu lassen und sie sorgfältig vorzunehmen, um Papiere zu finden, die sowohl solide als auch überdurchschnittlich attraktiv sind. Über viele Jahrzehnte könnte ein solcher Anleger eine ansehnliche Belohnung für sein zusätzliches Können und seinen Aufwand erwarten in Form einer durchschnittlichen Rendite oberhalb der eines passiven Anlegers. Wir haben einige Zweifel daran, dass der aktive Anleger unter den heutigen Bedingungen tatsächlich mit einer nennenswerten Prämie rechnen kann. Aber im nächsten Jahr oder in späteren Jahren könnte das durchaus anders sein. Entsprechend werden wir den Möglichkeiten aktiver Geldanlage, wie sie in früheren Zeiten existierten und zurückkommen könnten, auch weiterhin Aufmerksamkeit widmen.

Lange lautete die vorherrschende Meinung, dass die Kunst der erfolgreichen Geldanlage vor allem in der Auswahl derjenigen Branchen liege, die mit der höchsten Wahrscheinlichkeit wachsen würden, und dann die aussichtsreichsten Unternehmen in diesen Branchen zu identifizieren. So hätten schlaue Anleger – oder ihre schlaunen Berater – schon vor langer Zeit das hervorragende Wachstumspotenzial der Computerindustrie insgesamt und speziell von International Business Machines erkannt. Ähnlich soll es bei einer Reihe weiterer Wachstumsbranchen und -unternehmen gewesen sein. Aber das ist nicht immer so einfach, wie es im Rückblick aussieht. Lassen Sie uns, um diesen Punkt gleich zu Beginn deutlich zu machen, an dieser Stelle einen Absatz einfügen, der bereits in der Ausgabe 1949 dieses Buches enthalten war.

Ein solcher Anleger könnte zum Beispiel Aktien von Luftfahrtunternehmen kaufen, weil er glaubt, dass ihre Zukunft noch brillanter ist, als gemäß dem Trend, den der Markt bereits berücksichtigt. Für diese Klasse von An-

len von 1964 unterscheidet, die Graham nennt). Seit 1981 sind die Erträge, die Anleihen höchster Qualität liefern, stetig gefallen.

legern wird der Wert unseres Buches eher in den Warnungen vor den Tücken liegen, die dieser beliebte Ansatz der Geldanlage hat, als in irgendeiner positiven Technik, die ihm auf seinem Weg weiterhilft.¹⁰

In der erwähnten Branche haben sich die Tücken als besonders gefährlich erwiesen. Natürlich ließ sich leicht vorhersagen, dass das Volumen des Luftverkehrs über die Jahre spektakulär zunehmen würde. Aufgrund dieses Faktors wurden Aktien aus diesem Bereich zur bevorzugten Wahl von Anlagefonds. Doch trotz der Zunahme des Umsatzes – in einem Tempo, das noch über dem in der Computer-Industrie lag – führte eine Kombination aus technischen Problemen und übermäßiger Kapazitätssteigerung zu schwankenden und sogar katastrophalen Ergebnissen beim Gewinn. Im Jahr 1970 gab es einen neuen Rekord im Luftverkehr, doch die Fluggesellschaften machten für ihre Aktionäre ungefähr 200 Millionen Dollar Verlust (auch 1945 und 1961 hatten sie schon Verluste ausgewiesen). Von 1969 bis 1970 verzeichneten die Aktien dieser Unternehmen erneut einen stärkeren Rückgang als der Markt insgesamt. Die Historie zeigt, dass selbst die gut bezahlten Vollzeit-Experten bei den Fonds mit Blick auf die recht kurzfristige Zukunft einer bedeutenden und nicht exotischen Branche vollkommen falsch lagen.

Auf der anderen Seite hatten Fonds zwar substanzielle Positionen von IBM und machten substanzielle Gewinne damit, doch die Kombination aus einem hoch anmutenden Kurs und der Unmöglichkeit, die künftige Wachstumsrate mit Sicherheit zu prognostizieren, hielt sie davon ab, mehr als zum Beispiel 3 Prozent ihrer Mittel in diesen Star-Performer zu investieren. Somit war der Effekt dieser exzellenten Wahl für ihr Gesamtergebnis keineswegs entscheidend. Zudem scheinen viele – wenn nicht die meisten – ihrer Investitionen in Computer-Unternehmen

¹⁰ »Luftfahrtunternehmen« verursachten in den späten 1940er- und frühen 1950er-Jahren ebenso große Erwartungen wie ein halbes Jahrhundert später Internet-Aktien. Zu den besten Anlagefonds dieser Zeit zählten Aeronautical Securities und der Missiles-Rockets-Jets & Automation Fund. Wie die Aktien, die sie kauften, stellten sie sich als katastrophale Geldanlage heraus. Heute wird allgemein akzeptiert, dass die kumulativen Gewinne der Luftfahrtbranche über ihre gesamte Geschichte hinweg gesehen negativ waren. Die Lektion, auf die Graham hier hinauswill, ist nicht, dass Sie keine Airline-Aktien kaufen sollten, sondern dass Sie es nie als »sicher« ansehen sollten, irgendeine Branche würde in Zukunft alle anderen übertreffen.

mit Ausnahme von IBM unprofitabel gewesen zu sein. Aus diesen zwei allgemeinen Beispielen ziehen wir für unsere Leser zwei Lehren:

1. Von der offensichtlichen Aussicht auf ein wachsendes Volumen in einer Branche kann man nicht auf offensichtliche Gewinne für Anleger schließen.
2. Experten verfügen nicht über verlässliche Methoden, um die aussichtsreichsten Unternehmen in den aussichtsreichsten Branchen auszuwählen und sich darauf zu konzentrieren.

Der Autor ist diesem Ansatz in seiner Finanzkarriere als Fondsmanager nicht gefolgt, und er kann denjenigen, die ihn ausprobieren möchten, weder konkrete Ratschläge bieten noch sie dazu ermutigen.

Was wollen wir mit diesem Buch dann erreichen? Unser Hauptziel wird sein, den Leser von Gebieten mit potenziell schlimmen Fehlern wegzusteuern und Richtlinien zu entwickeln, mit denen er sich wohl fühlen kann. Wir werden recht viel über die Psychologie von Anlegern zu berichten haben. Denn das größte Problem – und der schlimmste Feind – des Anlegers ist wahrscheinlich er selbst (»der Fehler, lieber Anleger, liegt nicht in unseren Sternen – und nicht in unseren Aktien, sondern in uns selbst ...«). Dies hat sich in den vergangenen Jahrzehnten als umso wahrer erwiesen, als für konservative Anleger zunehmend die Notwendigkeit besteht, Aktien zu kaufen und sich somit wohl oder übel den Aufregungen und Versuchungen des Aktienmarktes auszusetzen. Mit Argumenten, Beispielen und Mahnungen hoffen wir, unseren Lesern dabei helfen zu können, die richtige mentale und emotionale Einstellung im Hinblick auf ihre Anlageentscheidungen zu entwickeln. Wir haben gesehen, wie »normale Leute«, die charakterlich gut für Geldanlage geeignet waren, mehr Geld verdienten und *behielten* als andere, denen es an dieser Eigenschaft fehlte, auch wenn sie über umfassendes Wissen über Finanzen, Bilanzierung und Börsenweisheiten verfügten.

Zusätzlich hoffen wir, im Leser die Neigung zum Messen oder Quantifizieren zu wecken. Für 99 von 100 Wertpapieren könnten wir sagen, dass sie bei irgendeinem Preis billig genug für einen Kauf und bei irgendeinem anderen Preis so teuer sind, dass man sie verkaufen sollte. Die Angewohnheit, den zu bezahlenden Preis ins Verhältnis zu dem zu setzen, was dafür geboten wird, ist in der Geldanlage von unschätzbarem Wert. In einem Artikel in einer Frauenzeitschrift haben

wir Leserinnen vor vielen Jahre geraten, Aktien zu kaufen wie Lebensmittel, nicht wie Parfüm. Die wirklich schrecklichen Verluste der jüngeren Vergangenheit (und zu vielen früheren Zeiten) ereigneten sich bei Aktien, deren Käufer nicht fragten: »Was soll das kosten?«

Im Juni 1970 ließ sich die Frage »Was soll das kosten?« mit der magischen Zahl 9,40 Prozent beantworten – der Rendite, die Neuemissionen hochwertiger Anleihen von öffentlichen Versorgern einbringen. Mittlerweile ist sie auf 7,3 Prozent gesunken, aber selbst dieser Wert bringt uns in Versuchung, ihn für die alleinige Antwort auf alles zu halten. Aber es gibt noch andere mögliche Antworten, und diese müssen sorgfältig erwogen werden. Zudem möchten wir wiederholen, dass sowohl wir als auch unsere Leser im Voraus auf möglicherweise ganz andere Umstände zum Beispiel in den Jahren 1973 – 1977 vorbereitet sein müssen.

Aus diesem Grund werden wir recht detailliert ein Programm für eine Geldanlage in Aktien präsentieren, von dem ein Teil für beide Typen von Anlegern relevant ist und ein Teil hauptsächlich für die aktive Gruppe. Auch wenn es sonderbar erscheint: Wir werden als eine unserer wichtigsten Anforderungen vorschlagen, dass unsere Leser sich auf Papiere beschränken, deren Kurs nicht weit über ihrem Substanzwert liegt.¹¹ Der Grund für diesen scheinbar altmodischen Rat ist sowohl praktisch als auch psychologisch. Die Erfahrung hat uns gelehrt, dass es zwar viele gute Wachstumsunternehmen gibt, die ein Vielfaches ihres Nettovermögens wert sind, dass der Käufer ihrer Aktien aber zu sehr abhängig ist von den Unwägbarkeiten und Schwankungen der Börse. Wer dagegen zum Beispiel in öffentliche Versorger ungefähr auf dem Kursniveau ihres Substanzwerts investiert, kann sich stets als Teileigentümer eines soliden und wachsenden Unternehmens verstehen, das zu einem vernünftigen Preis gekauft wurde – unabhängig davon, ob der Aktienmarkt vielleicht gegenteiliger Meinung ist. Letztendlich dürfte das Ergebnis einer solchen konservativen Strategie besser sein als das von spannenden Abenteuern auf glamourösen und gefährlichen Gebieten mit antizipiertem Wachstum.

¹¹ Zum Substanzwert zählen physischer Besitz eines Unternehmens (wie Immobilien, Fabriken, Anlagen und Lagerbestände) sowie finanzielle Werte (wie Liquidität, kurzfristige Investitionen und offene Forderungen). Keine materiellen Vermögenswerte sind Marken, Copyrights, Patente, Franchise-Rechte, Goodwill und Warenzeichen. Zur Berechnung des materiellen Vermögens siehe die Fußnote auf Seite 235.

Die Kunst der Geldanlage hat eine Eigenheit, die nicht überall gewürdigt wird: Schon mit einem Minimum an Aufwand und an Kompetenz kann ein Anleger als Laie ein vorzeigbares, wenn auch unspektakuläres Ergebnis erzielen; diesen leicht zu erreichenden Standard zu übertreffen, erfordert jedoch großen Einsatz und mehr als nur ein bisschen Klugheit. Wenn Sie lediglich versuchen, *nur ein bisschen* zusätzliches Wissen und Denken für Ihr Anlageprogramm aufzuwenden, könnte es Ihnen durchaus passieren, dass Sie schlechter abschneiden statt etwas besser.

Weil jeder – indem er schlicht eine repräsentative Auswahl von Aktien kauft und hält – die gleiche Performance erreichen kann wie die Marktdurchschnitte, könnte es vergleichsweise einfach erscheinen, »den Durchschnitt zu schlagen«. Tatsächlich aber ist der Anteil der klugen Menschen, die das versuchen und dabei scheitern, überraschend hoch. Selbst die Mehrheit der Fonds hat, mit all ihrem erfahrenen Personal, im Lauf der Zeit nicht so gut abgeschnitten wie der allgemeine Markt. Hier besteht ein Zusammenhang zu den von Brokerfirmen veröffentlichten Börsenprognosen, denn es gibt deutliche Belege dafür, dass diese Berechnungen etwas weniger zuverlässig waren als das schlichte Werfen einer Münze.

Beim Schreiben dieses Buches haben wir versucht, diese grundlegende Tücke der Geldanlage im Kopf zu behalten. Die Tugenden einer einfachen Portfoliopolitik – der Kauf von hochwertigen Anleihen sowie einer diversifizierten Liste von führenden Aktien – werden betont; jeder Anleger kann mit ein wenig professioneller Hilfe so vorgehen. Das Abenteuer, dieses sichere und solide Territorium zu verlassen, steckt voller Schwierigkeiten und Herausforderungen, insbesondere für den Charakter. Bevor der Anleger ein solches Wagnis angeht, sollte er sich seiner selbst und seiner Berater sicher sein – insbesondere mit Blick auf die Frage, ob er klar zwischen Geldanlage und Spekulation sowie zwischen Börsenkurs und zugrunde liegendem Wert unterscheiden kann.

Eine willensstarke Herangehensweise an Geldanlage, fest basierend auf dem Prinzip der Sicherheitsmarge, kann sich erheblich auszahlen. Doch die Entscheidung, sich an Zusatzerträgen zu versuchen, statt bei den gesicherten Früchten defensiver Geldanlage zu bleiben, sollte nicht ohne ein großes Maß an Selbstbetrachtung fallen.

Ein letzter retrospektiver Gedanke. Als der junge Autor im Juni 1914 an die Wall Street kam, hatte er keine Ahnung davon, was das nächste halbe Jahrhundert für ihn bereithalten würde (die Börse ahnte nicht einmal, dass zwei Monate später

ein Weltkrieg ausbrechen und die New York Stock Exchange geschlossen würde). Heute, im Jahr 1972, finden wir uns im reichsten und mächtigsten Land der Welt wieder, das aber von großen Problemen aller Art geplagt wird und eher besorgt als zuversichtlich in die Zukunft blickt. Doch wenn wir unsere Aufmerksamkeit auf die Anlageerfahrung in den USA beschränken, bieten die vergangenen 57 Jahre einen gewissen Trost. Durch alle Wechselfälle und Unglücke hindurch, so markerschütternd wie unvorhergesehen, erwies es sich immer als wahr, dass solide Anlageprinzipien allgemein zu soliden Ergebnissen führten. Wir müssen auf Grundlage der Annahme agieren, dass dies so bleiben wird.

Hinweis für Leser: Dieses Buch behandelt nicht die *gesamte* Finanzpolitik für Sparer und Anleger; es beschäftigt sich nur mit dem Teil ihres Geldes, den sie in handelbare (oder einlösbare) Wertpapiere investieren wollen, also Anleihen und Aktien. Demzufolge sprechen wir so wichtige Instrumente wie Sparkonten und Festgeld, Sparverträge, Lebensversicherungen, Leibrenten sowie Hypotheken oder Beteiligungen nicht an. Der Leser sollte im Kopf behalten, dass Ende 1971 oder Anfang 1972 gemeint ist, wenn er im Text auf »heute« oder ähnliche Formulierungen trifft.

Kommentar zur Einleitung

Wenn du Schlösser in der Luft gebaut hast, muss deine Arbeit nicht verloren sein; genau dort gehören sie hin. Jetzt musst du die Fundamente unter ihnen errichten.

Henry David Thoreau, Walden

Beachten Sie, dass Graham von Anfang an sagt, dieses Buch werde Ihnen nicht erklären, wie Sie den Markt schlagen. Das kann kein ehrliches Buch.

Stattdessen wird Sie dieses Buch drei wertvolle Dinge lehren:

- wie Sie die Wahrscheinlichkeit irreversibler Verluste minimieren können,
- wie Sie die Chance auf nachhaltige Gewinne maximieren können,
- wie Sie selbstschädigendes Verhalten kontrollieren können, das die meisten Anleger davon abhält, ihr volles Potenzial zu erreichen.

In den Boom-Jahren der späten 1990er-Jahre, als sich Technologieaktien quasi täglich verdoppelten, schien die Vorstellung absurd, man könnte an der Börse fast sein gesamtes Geld verlieren. Doch bis Ende 2002 hatten viele der Dot-com- und Telecom-Aktien tatsächlich 95 Prozent oder mehr ihres Wertes verloren. Wenn Sie einmal 95 Prozent Verlust gemacht haben, müssen sie 1900 Prozent gewinnen, *nur um wieder auf den Ausgangswert zurückzukommen*.¹² Ein dummes Risiko einzugehen, kann Sie so weit zurückwerfen, dass es praktisch unmöglich ist, wieder aufzuholen. Aus diesem Grund betont Graham beständig, wie wichtig es ist, Verluste zu vermeiden – nicht nur in den Kapiteln 6, 14 und 20, sondern auch in Warnhinweisen, die er in den gesamten Text eingeflochten hat.

Trotzdem *wird* der Kurs Ihrer Geldanlagen unabhängig davon, wie sorgfältig Sie sind, von Zeit zu Zeit nachgeben. Dieses Risiko kann niemand eli-

¹² Um diese Aussage konkreter zu machen: Überlegen Sie, wie oft Sie wahrscheinlich eine Aktie für 30 Dollar kaufen und später für 600 Dollar verkaufen können.

minieren, doch Graham wird Ihnen zeigen, wie Sie damit umgehen können – und wie Sie Ihre Ängste unter Kontrolle bekommen.

Sind Sie ein intelligenter Anleger?

Beantworten wir jetzt eine Frage von entscheidender Bedeutung. Was genau meint Graham mit dem Ausdruck »der intelligente Anleger«? In der ersten Ausgabe dieses Buches hat er diesen Ausdruck definiert – und machte klar, dass Intelligenz hier nichts mit dem IQ oder mit Testergebnissen zu tun hat. Sie bedeutet schlicht, geduldig, diszipliniert und lernbegierig zu sein; Sie müssen Ihre Emotionen bändigen und für sich selbst denken können. Diese Art von Intelligenz, erklärt Graham, »ist eher eine Frage des Charakters als des Gehirns«.¹³

Es gibt Belege dafür, dass ein hoher IQ und gute Bildung nicht genügen, um einen Anleger intelligent zu machen. Im Jahr 1998 verlor der Hedgefonds Long-Term Capital Management L.P., unter der Ägide von einer Armee von Mathematikern, Informatikern und zwei Nobelpreisträgern in Wirtschaftswissenschaften, innerhalb von zwei Wochen mehr als 2 Milliarden Dollar mit einer riesigen Wette darauf, dass der Anleihemarkt zur »Normalität« zurückkehren würde. Stattdessen aber wich er immer mehr von der Norm ab – und LTCM hatte sich so viel Geld geliehen, dass sein Kollaps fast das globale Finanzsystem mit sich riss.¹⁴

Sogar schon im Frühjahr 1720 besaß Sir Isaac Newton Aktien der South Sea Company, der heißesten Aktie in England. Der große Physiker bekam das Gefühl, dass der Markt außer Kontrolle geriet, und murmelte, er könne »die Bewegungen von Himmelskörpern berechnen, nicht aber die Verrücktheit von Menschen«. Newton verkaufte seine South-Sea-Aktien, womit er sich 100 Prozent Gewinn in Höhe von 7000 Pfund sicherte. Doch nur Monate

¹³ Benjamin Graham, *The Intelligent Investor* (Harper & Row, 1949), Seite 4.

¹⁴ Ein Hedgefonds ist ein Kapitalpool, der ohne nennenswerte staatliche Regulierung aggressiv für wohlhabende Kunden investiert. Eine hervorragende Darstellung der Geschichte von LTCM finden Sie in Roger Lowenstein, *When Genius Failed* (Random House, 2000).