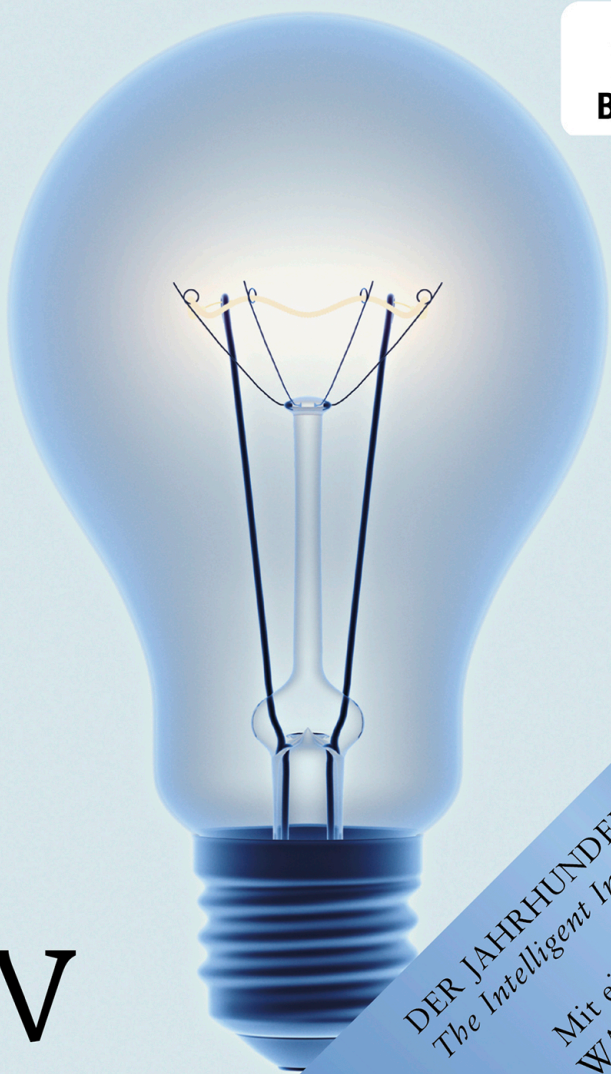


BENJAMIN GRAHAM  
INTELLIGENT  
**INVESTIEREN**

*Der Bestseller über die richtige Anlagestrategie*

**manager  
magazin  
Bestseller**



**FBV**

**DER JAHRHUNDERTBESTSELLER**  
*The Intelligent Investor* auf Deutsch.  
Mit einem Vorwort von  
**WARREN BUFFETT**



BENJAMIN GRAHAM

# INTELLIGENT INVESTIEREN

*Der Bestseller über die richtige Anlagestrategie*

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

FBV

### **Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek**

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

Für Fragen und Anregungen:  
[info@finanzbuchverlag.de](mailto:info@finanzbuchverlag.de)

#### **15. Auflage 2021**

© 2005 der deutschen Ausgabe:  
FinanzBuch Verlag,  
ein Imprint der Münchner Verlagsgruppe GmbH  
Türkenstraße 89  
80799 München  
Tel.: 089 651285-0  
Fax: 089 652096

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.

Covergestaltung: Sabine Krohberger  
Gesamtbearbeitung: Druckerei Joh. Walch, Augsburg  
Übersetzung: Carsten Roth  
Lektorat: Dr. Renate Oettinger  
Druck: GGP Media GmbH, Pößneck  
Printed in Germany

Alle Rechte, einschließlich derjenigen des auszugsweisen Abdrucks sowie der photomechanischen und elektronischen Wiedergabe, vorbehalten.

Dieses Buch will keine spezifischen Anlage-Empfehlungen geben und enthält lediglich allgemeine Hinweise. Autor, Herausgeber und die zitierten Quellen haften nicht für etwaige Verluste, die aufgrund der Umsetzung ihrer Gedanken und Ideen entstehen.

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.

ISBN Print 978-3-89879-827-3  
ISBN E-Book (PDF) 978-3-86248-415-7  
ISBN E-Book (EPUB, Mobi) 978-3-86248-416-4

— Weitere Informationen zum Verlag finden Sie unter —

[www.finanzbuchverlag.de](http://www.finanzbuchverlag.de)

Bitte beachten Sie auch unsere weiteren Verlage unter [www.m-vg.de](http://www.m-vg.de)

# Inhaltsverzeichnis

Vorwort zur vierten Auflage von Warren E. Buffett . . . . .	9
Eine Anmerkung zu Benjamin Graham von Jason Zweig . . . . .	12
Einleitung: Was dieses Buch erreichen will. . . . .	17
Kommentar zur Einleitung. . . . .	27
Kapitel 1:	
Investieren oder Spekulieren: Ergebnisse, die ein intelligenter Investor erwarten darf . . . . .	33
Kommentar zu Kapitel 1 . . . . .	49
Kapitel 2:	
Der Investor und die Inflation . . . . .	63
Kommentar zu Kapitel 2 . . . . .	74
Kapitel 3:	
100 Jahre Aktienmarkt: Das Niveau der Aktienkurse Anfang 1972. . . . .	81
Kommentar zu Kapitel 3 . . . . .	96
Kapitel 4:	
Die allgemeine Portfoliostrategie: Der defensive Investor . . . . .	105
Kommentar zu Kapitel 4 . . . . .	119

Kapitel 5:	
Der defensive Investor und Stammaktien . . . . .	131
Kommentar zu Kapitel 5 . . . . .	143
Kapitel 6:	
Die Portfoliostrategie für den professionellen Investor:	
Der negative Ansatz . . . . .	153
Kommentar zu Kapitel 6 . . . . .	166
Kapitel 7:	
Die Portfoliostrategie für den professionellen Investor: Die positive Seite . . . . .	177
Kommentar zu Kapitel 7 . . . . .	200
Kapitel 8:	
Der Investor und die Schwankungen an der Börse . . . . .	209
Kommentar zu Kapitel 8 . . . . .	232
Kapitel 9:	
Kapitalanlage in Investmentfonds . . . . .	247
Kommentar zu Kapitel 9 . . . . .	263
Kapitel 10:	
Der Investor und seine Berater . . . . .	277
Kommentar zu Kapitel 10 . . . . .	292
Kapitel 11:	
Wertpapieranalyse für Anfänger: Eine allgemeine Strategie . . . . .	301
Kommentar zu Kapitel 11 . . . . .	322
Kapitel 12:	
Darüber sollte man bei den Gewinnen je Aktie nachdenken. . . . .	331
Kommentar zu Kapitel 12 . . . . .	343
Kapitel 13:	
Ein Vergleich von vier börsennotierten Aktiengesellschaften . . . . .	351
Kommentar zu Kapitel 13 . . . . .	360
Kapitel 14:	
Aktienauswahl für den defensiven Investor . . . . .	369
Kommentar zu Kapitel 14 . . . . .	387

Kapitel 15:	
Aktienauswahl für den professionellen Investor . . . . .	397
Kommentar zu Kapitel 15 . . . . .	418
Kapitel 16:	
Wandelbare Titel und Bezugsrechte . . . . .	425
Kommentar zu Kapitel 16 . . . . .	441
Kapitel 17:	
Vier extrem lehrreiche Fallstudien. . . . .	445
Kommentar zu Kapitel 17 . . . . .	461
Kapitel 18:	
Acht Unternehmens-Paare im Vergleich . . . . .	469
Kommentar zu Kapitel 18 . . . . .	502
Kapitel 19:	
Aktionäre und das Management: Dividendenpolitik. . . . .	511
Kommentar zu Kapitel 19 . . . . .	521
Kapitel 20:	
Die „Sicherheitsspanne“ als zentrales Konzept der Kapitalanlage . . . . .	537
Kommentar zu Kapitel 20 . . . . .	550
Nachwort	
Kommentar zum Nachwort . . . . .	560
Anhang	
1 Die Superinvestoren von Graham-and-Doddsville. . . . .	563
2 Wichtige Regeln zur Besteuerung von Einkommen aus Investitionen und Wertpapiertransaktionen . . . . .	587
3 Die „Neue Spekulation“ mit Stammaktien . . . . .	593
4 Eine wahre Geschichte: Aetna Maintenance Co. . . . .	607
5 Technologieunternehmen als Investitionen . . . . .	611
Endnoten . . . . .	613
Worte des Dankes von Jason Zweig . . . . .	624
Der Autor . . . . .	626
Index. . . . .	627





# 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 Fachs 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 konfuse 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.<sup>1</sup>

*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.<sup>2</sup> 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

---

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.

wohnten an der oberen Fifth Avenue. Doch 1903 starb Bens Vater, das Geschäft 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.<sup>3</sup>

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.

---

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.

Ziel dieser überarbeiteten Ausgabe von *Intelligent Investieren* ist es, Grahams Gedanken auf die heutigen Märkte zu übertragen und dennoch seinen ursprünglichen Text unverändert zu lassen (mit Ausnahme der Fußnoten, die der Klarstellung dienen).<sup>4</sup> 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

**D**ie 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 Aktienausswahl 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“.<sup>5</sup> 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](http://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.<sup>6</sup>

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;<sup>7</sup>

---

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.<sup>8</sup>

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 könnten.<sup>9</sup>

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 Aktienauswahl 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 Aktienausswahl, 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

kaufen und sich damit – wohl oder übel – den Aufregungen und Versuchungen der Börse auszusetzen. Mit Argumenten, Beispielen und Ermahnungen wollen wir unseren Lesern helfen, die richtige mentale und emotionale Einstellung zu ihren Anlageentscheidungen zu finden. Wir haben wesentlich öfter gesehen, dass Geld von ganz normalen Anlegern gewonnen und *behalten* wurde, die vom Temperament her gut für die Kapitalanlage gerüstet waren, als bei Leuten, denen dieses Talent fehlt, auch wenn sie von Finanzen, Rechnungslegung und dem Geschehen an den Aktienbörsen viel verstanden.

Außerdem hoffen wir, dass wir dem Leser die Neigung zu messen oder zu quantifizieren angewöhnen können. Bei 99 von 100 Aktien könnten wir sagen, dass sie zu einem bestimmten Kurs billig genug sind, sie zu kaufen, und zu einem anderen Kurs so teuer, dass man sie besser verkaufen sollte. Die Gewohnheit, das, was gezahlt wurde, zu dem in Beziehung zu setzen, was geboten wird, ist bei der Kapitalanlage sehr wichtig. In einem Beitrag in einer Frauenzeitschrift rieten wir den Leserinnen vor vielen Jahren, Aktien so zu kaufen, als kaufte man Lebensmittel, aber nicht so wie Parfüm. Die wirklich schrecklichen Verluste in den vergangenen Jahren (und in vielen ähnlichen Fällen zuvor) wurden bei jenen Aktien realisiert, bei denen der Käufer vergessen hatte, sich zu fragen: „Wie viel kostet sie?“

Im Juni 1970 konnte die Frage „Wie viel?“ durch die magische Zahl 9,40 % beantwortet werden – das war die Rendite, die neue Emissionen erstklassiger Anleihen öffentlicher Versorger erbrachten. Die Rendite fiel inzwischen auf etwa 7,3 %, doch selbst dieser Gewinn lässt uns immer noch fragen: „Weshalb sollten wir nun anders antworten?“ Es gibt jedoch eine Reihe anderer möglicher Fragen, und diese müssen sorgfältig formuliert sein. Außerdem wiederholen wir es nochmals: Alle, also auch unsere Leser, müssen darauf vorbereitet sein, dass beispielsweise von 1973 bis 1977 möglicherweise völlig andere Bedingungen herrschen.

Wir sollten deshalb, in allen Einzelheiten, eine Strategie zur Anlage in Aktien bereithalten, wobei der eine Teil für beide Arten von Investoren geeignet ist und der andere eher für die Gruppe der professionellen Anleger. Doch legen wir unseren Lesern als eine der wichtigsten Regeln nahe, dass sie ihre Aktien verkaufen

---

10 Zum Anlagevermögen zählen die materiellen Güter (etwa Immobilien, Fabriken, Maschinen und Lagerbestand), aber auch die finanziellen Güter (etwa Bargeld, kurzfristige Investitionen und offene Rechnungen). Nicht zum Anlagevermögen gehören der Markenwert, Copyrights, Patente, Franchisen, der ideelle Firmenwert und Warenzeichen. Wie man den Wert des Anlagevermögens berechnet, finden Sie in der Fußnote 162 auf Seite 219.



sollten, wenn ihr Kurs nicht weit über dem Anlagevermögen liegt.<sup>10</sup> Die Gründe für diesen scheinbar altmodischen Rat liegen sowohl in der Praxis als auch in der Psychologie. Die Erfahrung hat uns Folgendes gelehrt: Wenn es viele gute Wachstumsunternehmen gibt, die mit dem mehrfachen Wert des Anlagevermögens bewertet werden, hängt der Käufer solcher Aktien von den Launen und Schwankungen an der Börse zu stark ab. Im Gegensatz dazu kann sich der Investor in Aktien beispielsweise von öffentlichen Versorgern etwa zum Kurs des Nettoanlagevermögens, als Eigentümer eines Anteils an einem gesunden und expandierenden Unternehmen betrachten. Die Aktien wurden zu einem vernünftigen Kurs erworben – ganz gleich, was auch immer der Aktienmarkt dagegen sagen mag. Eine solche konservative Anlagestrategie wird wahrscheinlich mehr Ertrag bringen als aufregende Abenteuer in den glamourösen und gefährlichen Bereichen antizipierten Wachstums.

Die Kunst der Kapitalanlage hat allerdings auch eine Eigenschaft, die nicht die allgemeine Zustimmung findet: Ein achtbares, wenn auch nicht besonders spektakuläres Ergebnis kann auch von einem Laien mit einem Minimum an Aufwand und Fachwissen erzielt werden. Doch um diesen leicht erreichbaren Standard zu verbessern, sind viel Einsatz und mehr als nur Grundwissen erforderlich. Wenn Sie versuchten, nur ein wenig zusätzliches Wissen und ein bisschen Überlegung bei Ihren Investments einzusetzen, dann müssten Sie vielleicht feststellen, dass sie nicht besser, sondern im Gegenteil schlechter abgeschnitten haben.

Weil im Prinzip jeder, der eine repräsentative Auswahl an Aktien kauft und hält, die Marktdurchschnitte erreichen kann, scheint es vergleichsweise einfach zu sein, besser als der Markt als Ganzes abzuschneiden. Tatsächlich jedoch ist der Anteil der klugen Menschen, die dies versuchen und scheitern, überraschend hoch. Selbst die meisten Investmentfonds, mit all ihren erfahrenen Mitarbeitern, haben, über mehrere Jahre gesehen, nicht die Performance des Gesamtmarktes erwirtschaftet. Ähnlich ist es mit der Statistik der veröffentlichten Vorhersagen zum Aktienmarkt, die Brokerfirmen machen: Es gibt stichhaltige Beweise dafür, dass deren berechnete Prognosen nicht zuverlässiger sind, als wenn man sich auf einen einfachen Münzwurf verlassen würde.

Beim Verfassen dieses Buches haben wir versucht, immer an diese einfache Falle bei der Kapitalanlage zu denken. Die schon genannten Vorteile einer simplen Portfoliostrategie – der Kauf von hochwertigen Anleihen und eine diversifizierte Liste führender Aktien – kann jeder Investor mit ein wenig Expertenhilfe nutzen. Abenteuer jenseits dieses sicheren und vernünftigen Bereichs sind sehr

gefährlich, insbesondere, wenn es um das Temperament geht. Bevor ein Investor sich auf ein derartiges Risiko einlässt, sollten er und auch seine Berater sicher sein, dass sie eine klare Vorstellung vom Unterschied zwischen Investition und Spekulation haben und dass sie den Unterschied zwischen dem Marktwert einer Aktie und dem ihr zugrunde liegenden Wert kennen.

Eine Anlagestrategie auf der festen Grundlage des Prinzips der Sicherheitsspanne kann ansehnliche Gewinne bringen. Doch die Entscheidung, mit dieser Art von zufälligen Gewinnen sein Glück zu versuchen anstatt mit den sicheren Früchten des defensiven Investierens, sollte erst dann getroffen werden, wenn man sich zuvor einer gründlichen „Gewissensforschung“ unterzogen hat.

Ein letzter Blick in die Vergangenheit. Als der junge Autor 1914 an die Wall Street ging, hatte niemand die geringste Ahnung von dem, was das kommende halbe Jahrhundert bringen würde. An der Börse vermutete niemand, dass zwei Monate später der Erste Weltkrieg ausbrechen und die New York Stock Exchange geschlossen würde. Heute, im Jahr 1972, befinden wir uns im reichsten und mächtigsten Land der Welt, doch sind wir mit allen möglichen größeren Problemen konfrontiert und schauen eher mit Sorge als mit Zuversicht in die Zukunft. Und dennoch: Wenn wir unsere Aufmerksamkeit auf die Erfahrungen bei der Kapitalanlage in Amerika beschränken, können wir aus den zurückliegenden 57 Jahren auch Zuversicht schöpfen. Trotz all der Unbeständigkeit und Unglücksfälle, die ebenso die Welt erschütterten, wie sie unvorhersehbar waren, blieb es plausibel, dass solide Regeln zur Kapitalanlage im Allgemeinen auch solide Ergebnisse bringen. Wir müssen bei all unserem Handeln die Annahme unterstellen, dass dies auch weiterhin so bleiben wird.

*Anmerkung für den Leser:* Dieses Buch spricht nicht die gesamten Anlagemethoden der Sparer und Anleger an; es behandelt nur den Teil ihres Vermögens, den Sie bereit sind, in marktfähige (oder rückzahlbare) Wertpapiere zu investieren, also in Anleihen und Aktien. Folglich sprechen wir auch nicht über Anlagevarianten wie Sparkonten und Termingelder, Bausparkonten, Lebensversicherungen, Auszahlungspläne und Immobilienhypotheken oder Kapitalbesitz. Der Leser sollte stets bedenken, dass immer dann, wenn er das Wort „jetzt“ oder Ähnliches im Text findet, von der Zeit Ende 1971 oder Anfang 1972 die Rede ist.

## Kommentar zur Einleitung

Wenn Sie Luftschlösser gebaut haben, dann muss Ihre Arbeit nicht unbedingt vergebens gewesen sein; genau dort gehören sie hin. Jetzt sollten Sie die Fundamente dafür errichten.

*Henry David Thoreau, Walden*

Graham sagte bereits zu Anfang, dass dieses Buch nicht zeigen wird, wie man besser sein kann als der Markt. Das kann kein Buch, das bei der Wahrheit bleiben will.

Stattdessen wird dieses Buch Ihnen drei wichtige Lehren mit auf den Weg geben:

- wie Sie die Risiken minimieren können, endgültige Verluste zu erleiden;
- wie Sie die Chancen maximieren können, ansehnliche Gewinne zu erzielen;
- wie Sie das selbstzerstörerische Verhalten unter Kontrolle bringen können, das die meisten Anleger daran hindert, ihr volles Potenzial auszuschöpfen.

Damals, in den Jahren des Aufschwungs Ende der 90er-Jahre, als die Technologie-Aktien ihren Wert fast täglich zu verdoppeln schienen, schien der Gedanke absurd, dass man fast sein ganzes Geld verlieren könnte. Aber am Ende des Jahres 2002 hatten viele der Dot.com- und Telekommunikations-Aktien 95 % oder mehr ihres Wertes verloren. Wenn man 95 % seines Geldes verloren hat, dann muss man 1.900 % gewinnen, nur um wieder am Ausgangspunkt zu sein.<sup>11</sup> Ein derart hohes Risiko einzugehen, kann Sie so tief ins Minus bringen, dass es unmöglich ist, daraus wieder herauszukommen. Und genau deshalb betont Graham immer wieder, wie wichtig es ist, Verluste zu vermeiden – nicht nur in den Kapiteln 6, 14 und 20, sondern auch in seinen ständigen Warnhinweisen, die den gesamten Text dieses Buchs durchziehen.

Doch gleichgültig, wie vorsichtig Sie sind, der Kurs Ihrer Anlagen wird von Zeit zu Zeit immer wieder einmal sinken. Dieses Risiko kann zwar niemand ausschließen, doch wird Graham Ihnen zeigen, wie Sie es beherrschen können – und wie Sie Ihre Ängste unter Kontrolle bringen können.

---

11 Um diese Aussage in die richtige Perspektive zu bringen, sollten Sie einmal darüber nachdenken, wie oft es vorkommt, dass Sie eine Aktie für 30 \$ kaufen und für 600 \$ verkaufen können.

## Sind Sie ein intelligenter Investor?

Nun wollen wir eine wirklich wichtige Frage beantworten. Was meint Graham genau, wenn er von einem „intelligenten Investor“ spricht? Damals, in der ersten Auflage dieses Buches, hat Graham diesen Begriff definiert – und verdeutlicht, dass diese Art von Intelligenz nichts mit einem Intelligenzquotienten oder einem Eignungstest zur Zulassung zu einem Studium zu tun hat. Es bedeutet ganz einfach, geduldig, diszipliniert und lernbegierig zu sein. Sie müssen allerdings auch Ihre Emotionen im Zaum halten und selbstständig denken können. Diese Art von Intelligenz, erklärt Graham, „ist eher eine Eigenschaft des Charakters als des Gehirns“<sup>12</sup>.

Es ist bewiesen, dass ein hoher Intelligenzquotient und eine höhere schulische Ausbildung nicht ausreichen, damit ein Investor intelligenter ist. Im Jahr 1998 verlor Long-Term Capital Management L. P., ein Hedgefonds, der von einem Heer von Mathematikern, Informatikern und zwei Nobelpreisträgern im Bereich der Wirtschaftswissenschaften geleitet wurde, innerhalb weniger Wochen mehr als 2 Milliarden \$ bei einer riesigen Wette darauf, dass der Anleihenmarkt wieder „normal“ würde. Doch der Anleihenmarkt wurde immer weniger „normal“ – und LTCM musste so viel Kredit aufnehmen, dass beim Kollaps des Hedgefonds fast das gesamte globale Finanzsystem in Mitleidenschaft gezogen wurde.<sup>13</sup>

Und damals, im Frühjahr 1720, besaß Sir Isaac Newton Aktien der South Sea Company, der heißesten Aktie in England. Als er das Gefühl hatte, dass der Markt außer Kontrolle geriet, ärgerte sich der große Physiker, dass er die Bewegung der Himmelskörper berechnen könne, nicht jedoch den Wahnsinn der Menschen. Newton verkaufte seine South-Sea-Aktien und erzielte einen Gewinn von 7.000 £. Doch einige Monate später wurde er von der wilden Begeisterung der Börse mitgerissen und stieg bei einem wesentlich höheren Kurs wieder ein – und verlor 20.000 £ (was dem heutigen Wert von mehr als 3 Millionen \$ entspricht). Für den Rest seines Lebens verbot er allen, die Worte „South Sea“ in seiner Anwesenheit auch nur in den Mund zu nehmen.<sup>14</sup>

---

12 Benjamin Graham, *The Intelligent Investor* (Harper & Row, 1949), S. 4.

13 Ein Hedgefonds ist ein Geld-Pool, der, vom Staat weitgehend unreglementiert, aggressiv für wohlhabende Klienten investiert. Roger Lowenstein beschrieb die Geschichte von LTCM hervorragend in seinem Buch *When Genius Failed* (Random House, 2000).

14 John Carswell, *The South Sea Bubble* (Cresset Press, London, 1960), S. 131 und S. 199. Siehe auch [www.harvard-magazine.com/issues/mj99/damnd.html](http://www.harvard-magazine.com/issues/mj99/damnd.html).

Nach den Maßstäben, mit denen wir normalerweise Intelligenz definieren, war Sir Isaac Newton einer der intelligentesten Menschen, die jemals gelebt haben. Aber nach Grahams Vorstellungen war Newton weit entfernt davon, ein intelligenter Investor zu sein. Denn als er zuließ, dass das Geschrei der Massen sein eigenes Urteilsvermögen übertönte, handelte der größte Wissenschaftler der Welt wie ein Narr.

Kurz gesagt: Wenn Sie bei der Kapitalanlage bisher keinen Erfolg hatten, dann nicht deshalb, weil Sie dumm sind. Der Grund ist, wie bei Sir Isaac Newton, dass Sie noch nicht die emotionale Disziplin entwickelt haben, die zur erfolgreichen Kapitalanlage erforderlich ist. In Kapitel 8 beschreibt Graham, wie Sie Ihre Intelligenz steigern, indem Sie Ihre Emotionen in den Griff bekommen und nicht zulassen, sich der Irrationalität des Marktes zu beugen. Dort können Sie für seine Lehre den Beweis antreten, wonach es mehr mit dem Charakter als mit dem Gehirn zu tun hat, wenn man ein intelligenter Investor sein möchte.

## **Eine Chronik der Katastrophen**

Nehmen wir uns einen Augenblick Zeit, einige der größeren finanziellen Entwicklungen der zurückliegenden Jahre zu betrachten:

- Im schlimmsten Börsen-Crash seit der Großen Depression verloren die amerikanischen Aktien 50,2 % ihres Wertes – oder 7,4 Billionen \$ zwischen März 2000 und Oktober 2002.
- Weitaus höhere Kursverluste waren bei den heißesten Unternehmen der 90er-Jahre zu verzeichnen, beispielsweise bei AOL, Cisco, JDS Uniphase, Lucent und Qualcomm – und zusätzlich die völlige Zerstörung Hunderter Internet-Aktien.
- Anklagen wegen gewaltiger finanzieller Betrügereien bei einigen der größten und angesehensten Unternehmen in Amerika, darunter Enron, Tyco und Xerox.
- Die Konkurse einstmals glänzender Unternehmen wie Consecro, Global Crossing und WorldCom.
- Anschuldigungen, dass Wirtschaftsprüfungsgesellschaften die Bücher fälschten und sogar Aufzeichnungen vernichteten, um ihren Klienten dabei behilflich zu sein, die Anleger zu täuschen.
- Beschuldigungen, dass leitende Angestellte bei führenden Unternehmen Hunderte Millionen Dollar zu ihrem persönlichen Vorteil abgezweigt hätten.

- Beweise dafür, dass Aktienanalysten an der Wall Street bestimmte Aktien in der Öffentlichkeit lobten, privat jedoch zugaben, sie seien Schrott.
- Ein Aktienmarkt, der, selbst nach einem Absturz, der einem das Blut in den Adern gefrieren ließ, nach historischen Maßstäben überbewertet scheint und viele Experten vermuten lässt, dass die Aktienkurse noch weiter fallen würden.
- Ein unerbittlicher Rückgang der Zinssätze, der Investoren keine andere attraktive Wahl lässt, als in Aktien anzulegen.
- Ein Umfeld für Investoren, das von unvorhersehbaren Bedrohungen durch globalen Terrorismus und Krieg im Mittleren Osten erschüttert ist.

Ein großer Teil des Schadens könnte von Investoren vermieden werden – und wurde vermieden –, wenn sie Grahams Grundsätze verinnerlichten und danach lebten. Wie Graham sagt: „Während Begeisterung erforderlich ist, um auf anderen Gebieten Großes zu erreichen, führt sie an der Wall Street unausweichlich in die Katastrophe.“ Als sich viele Leute von Internet-Aktien, von großen „Wachstumsaktien“, von Aktien insgesamt, mitreißen ließen, begingen sie den gleichen dummen Fehler wie Isaac Newton. Sie ließen sich von der Meinung anderer beeinflussen. Sie ignorierten Grahams Warnung, dass „die wirklich schrecklichen Verluste“ sich immer dann ereignen, wenn „der Käufer vergaß zu fragen: Wie viel?“ Am schmerzhaftesten ist es, wenn sie die Kontrolle über sich selbst dann verlieren, wenn sie diese am nötigsten brauchen. Diese Leute bewiesen Grahams Behauptung, dass „das Hauptproblem der Investoren – und auch ihr schlimmster Feind – wahrscheinlich sie selbst sind“.

## **Die sichere Sache, die gar nicht sicher war**

Viele dieser Anleger ließen sich insbesondere von Technologie- und Internet-Aktien mitreißen; sie saßen dem Irrtum auf, dass diese Branche noch jahrelang weit- aus stärker wachsen würden als jede andere, wenn nicht sogar auf Dauer:

- Mitte 1999, nach einem Gewinn von 117,3 % in den ersten fünf Monaten des Jahres, sagte Alexander Cheung, der Portfoliomanager des Monument Internet Fund, dass sein Fonds über die nächsten drei bis fünf Jahre hinweg einen Gewinn von jeweils 50 % erzielen und über die nächsten 20 Jahre hinweg durchschnittlich um 35 % zulegen würde.<sup>15</sup>
- Nachdem sein Amerindo Technology Fund im Jahr 1999 um unglaubliche 248,9 % gestiegen war, lachte Portfoliomanager Alberto Vilar jeden aus, der es wagte, daran zu zweifeln, dass das Internet eine stetige Gelddruckmaschine sei:

„Wenn Sie nicht in diesem Bereich sind, dann werden Sie kaum Erfolg haben. Sie sitzen auf einem Pferd oder in einem Buggy, ich aber sitze in einem Porsche. Sie möchten Ihre Chancen nicht verzehnfachen? Dann gehen Sie woanders hin.“<sup>16</sup>

- Im Februar 2000 verkündete der Hedgefonds-Manager James J. Cramer, dass Unternehmen, die etwas mit dem Internet zu tun haben, „die Einzigen sind, die es wert sind, sie heute im Portfolio zu haben“. Diese „Gewinner der neuen Welt“, wie er sie nannte, „sind die Einzigen, die in guten und in schlechten Zeiten an Wert zulegen werden“. Cramer griff Graham sogar frontal an: „Sie müssen alle Matrizen, Formeln und Texte über Bord werfen, die es vor dem Web gab ... Wenn wir das gemacht hätten, was Graham und Dodd gelehrt haben, dann hätten wir keine 10 Cent zu verwalten.“<sup>17</sup>

All diese so genannten Experten ignorierten Grahams nüchterne Warnungen: „Offensichtliche Aussichten auf materielles Unternehmenswachstum sind nicht auch offensichtliche Gewinne für die Investoren.“ Zwar scheint es leicht zu sein vorherzusehen, welche Branche am schnellsten wachsen wird, doch hat diese Prognose keinen wirklichen Wert, wenn die meisten anderen Investoren bereits das Gleiche erwarten. Wenn dann jeder entschieden hat, dass eine bestimmte Branche „offensichtlich“ die beste ist, in die man investieren kann, sind die Kurse ihrer Aktien bereits so hoch getrieben worden, dass sie eigentlich nur noch fallen können.

- 
- 15 Constance Loizos, „Q & A: Alex Cheung“, *Investment News*, 17. Mai 1999, S. 38. Der höchste Durchschnittsgewinn über 20 Jahre hinweg in der Geschichte der Investmentfonds lag bei 25,8 % pro Jahr und wurde vom legendären Peter Lynch von Fidelity Magellan in den zwei Jahrzehnten vor dem 31. Dezember 1994 erzielt. Innerhalb von 20 Jahren machte Lynch aus 10.000 \$ mehr als 982.000 \$. Cheung sagte voraus, dass sein Fonds aus 10.000 \$ im gleichen Zeitraum mehr als 4 Millionen \$ erzielen würde. Anstatt Cheung für lächerlich überoptimistisch zu halten, warfen die Investoren ihm das Geld nach und schleuderten im folgenden Jahr mehr als 100 Millionen \$ in seinen Fonds. Ein Investment von 10.000 \$ in den Monument Internet Fund im Mai 1999 wäre bis Ende des Jahres 2002 auf 2.000 \$ geschrumpft. (Der Monument Fund existiert in seiner ursprünglichen Form nicht mehr und wird heute unter dem Namen Orbitex Emerging Technology Fund geführt.)
  - 16 Lisa Reilly Cullen, „The Trophe Digit Club“, *Money*, Dezember 1999, S. 170. Hätten Sie am Jahresende 1999 10.000 \$ in Vilars Fonds investiert, dann wären Ihnen am Jahresende 2002 lediglich 1.195 \$ übrig geblieben – eine der schlimmsten Zerstörungen von Reichtum in der Geschichte der Fondsbranche.
  - 17 Siehe [www.thestreet.com/funds/smarter/891820.html](http://www.thestreet.com/funds/smarter/891820.html). Cramers Lieblingsaktien stiegen nicht „in guten und in schlechten Zeiten“. Bis zum Jahresende 2002 war eine von ihnen schon pleite, und ein Investment von 10.000 \$, das gleichmäßig über Cramers Auswahl verteilt worden wäre, hätte 94 % an Wert verloren, und es wären nur noch 597,44 \$ übrig geblieben. Vielleicht meinte Cramer, dass seine Aktien nicht in „der neuen Welt“ zu „Gewinnern“ würden, sondern in einer Welt, die erst noch geschaffen werden müsste.

Zumindest heute hat niemand mehr den Mut zu behaupten, dass Technologie auch weiterhin die größte Wachstumsbranche der Welt sein wird. Auf alle Fälle sollten Sie sich merken: Diejenigen, die jetzt behaupten, dass die nächste „sichere Sache“ das Gesundheitswesen oder Energie oder Immobilien oder Gold sein würde, werden letztlich wahrscheinlich nicht mehr Recht haben als diejenigen, die den Rummel um High-Tech veranstaltet hatten.

## **Der Silberstreifen am Horizont**

Während in den 90er-Jahren kein Kurs für Aktien zu hoch sein konnte, haben wir 2003 den Punkt erreicht, an dem kein Kurs niedrig genug sein kann. Das Pendel ist zurückgeschwungen, so wie Graham es schon immer wusste – von irrationaler Übertreibung zu ungerechtfertigtem Pessimismus. Im Jahr 2002 entnahmen die Anleger 27 Milliarden \$ aus Aktienfonds, und eine Studie, die von der Security Industry Association durchgeführt wurde, besagt, dass jeder zehnte Anleger den Aktienanteil seines Portfolios um mindestens 25 % reduziert hatte. Die gleichen Leute, die Ende der 90er-Jahre ganz begierig Aktien kauften – als die Kurse stiegen und deshalb teuer wurden –, verkauften Aktien, als die Kurse fielen und, per definitionem, billiger wurden.

Wie Graham im Kapitel 8 so hervorragend aufzeigt, verhält es sich genau umgekehrt. Der intelligente Investor stellt fest, dass die Aktien riskanter und nicht weniger riskant werden, wenn ihre Kurse steigen – und weniger riskant, wenn die Kurse fallen, und nicht riskanter. Der intelligente Investor befürchtet einen Bullenmarkt, weil damit die Aktien beim Kauf teurer werden. Umgekehrt (solange Sie genügend Bargeld zur Hand haben, um die nötigen Ausgaben bestreiten zu können) sollten Sie sich auf einen Bärenmarkt freuen, weil dann die Aktien zu reduzierten Preisen zu haben sind.<sup>18</sup>

Fassen Sie sich also ein Herz: Der Tod des Bullenmarktes ist nicht die schlechte Nachricht, wie jeder glaubt. Dank des Kursverlustes ist nun eine wesentlich sicherere – und vernünftiger – Zeit gekommen, ein Vermögen aufzubauen. Lesen Sie weiter und lassen Sie sich von Graham zeigen, wie es geht.

---

18 Die einzige Ausnahme von dieser Regel ist ein Investor, der schon lange im Ruhestand ist, weil er vielleicht nicht mehr die Zeit hat, einen Bärenmarkt durchzustehen. Doch auch ein älterer Investor sollte seine Aktien nicht verkaufen, nur weil der Kurs gefallen ist; diese Strategie verwandelt Papierverluste nicht nur in reale Verluste, sondern nimmt den Erben die Möglichkeit, diese Aktien zu geringeren steuerlichen Belastungen zu erhalten.



# Investieren oder Spekulieren: Ergebnisse, die ein intelligenter Investor erwarten darf

**D**ieses Kapitel gibt einen Überblick über die Ansichten, die in den folgenden Kapiteln näher erläutert werden. Insbesondere möchten wir gleich am Anfang unsere Vorstellung von einer angemessenen Portfoliostrategie für den nicht professionellen Privatanleger entwickeln.

## Investition oder Spekulation

Was verstehen wir unter einem „Investor“ oder „Anleger“? Im gesamten Buch verwenden wir diese Begriffe im Gegensatz zum „Spekulanten“. Schon 1934 versuchten wir in unserem Buch *Security Analysis*, [3] den Unterschied zwischen den beiden genau zu formulieren: „Eine Kapitalanlage liegt dann vor, wenn sie nach gründlicher Analyse die Sicherheit des eingesetzten Kapitals und einen angemessenen Gewinn verspricht. Anlagen, die diesen Kriterien nicht entsprechen, sind spekulativ.“

Während wir an dieser Definition die folgenden 38 Jahre hartnäckig festhielten, haben sich bei der Verwendung des Begriffs „Investor“ oder „Anleger“ in diesem Zeitraum radikale Veränderungen ergeben. Nach dem großen Markteinbruch von 1929 bis 1932 wurden *alle* Aktien naturgemäß weitgehend als spekulativ angesehen. (Ein führender Experte sagte rundweg, dass nur Anleihen zur Kapitalanlage gekauft werden könnten [4].) Also mussten wir unsere Definition gegen den Vorwurf verteidigen, dass sie das Konzept des „Investierens“ zu weit auslege.

Heute ist es genau umgekehrt: Wir müssen unsere Leser davor bewahren, dass sie den allgemeinen Sprachgebrauch akzeptieren, der den Begriff „Investor“ oder „Anleger“ auf jeden und alle anwendet, die Aktien kaufen. In unserer letzten Auflage zitierten wir die folgende Schlagzeile eines Artikels auf der ersten Seite einer der führenden Finanzzeitschriften vom Juni 1962:

*Kleinanleger pessimistisch, sie verkaufen Odd-Lots leer*

Im Oktober 1970 kritisierte die gleiche Zeitschrift im Editorial „waghalsige Anleger“, die zu diesem Zeitpunkt auf die Käuferseite stürmten.

Diese Zitate verdeutlichen sehr gut die Verwirrung, die viele Jahre lang beim Gebrauch der Begriffe „investieren“ und „spekulieren“ vorherrschte. Denken Sie an unsere obige Definition von Kapitalanlage und vergleichen Sie diese mit dem Verkauf von Aktien durch einen unerfahrenen Menschen, der nicht einmal besitzt, was er verkauft, und der weitgehend emotional der Überzeugung ist, dass er diese Aktien zu einem wesentlich geringeren Kurs zurückkaufen kann. (Es ist wichtig zu betonen, dass der Markt, als dieser Artikel 1962 erschien, bereits einen größeren Abschwung hinter sich hatte und nunmehr für einen noch größeren Aufschwung bereit war. Für Leerverkäufe war das also eine Zeit, wie sie schlechter nicht hätte sein können.) Im weiteren Sinn könnte man den später benutzten Begriff „waghalsig“ als einen lächerlichen Widerspruch bezeichnen – etwa wie „verschwenderische Geizhalse“ –, wäre dieser falsche Gebrauch der Sprache nicht so zynisch.

Die Zeitung verwendete das Wort „Investor“ in diesen Fällen, weil, in der Sprache der Wall Street, jeder ein Investor war, der Aktien kaufte oder verkaufte, gleichgültig, was er kaufte oder zu welchem Zweck oder zu welchem Kurs, und gleichgültig, ob gegen Bares oder auf Marge. Vergleichen Sie dies mit der Einstellung der Öffentlichkeit zu Aktien im Jahr 1948, als über 90 % der Befragten sich gegen den Kauf von Aktien aussprachen [5]. Zur Begründung gab etwa die Hälfte der Befragten an „nicht sicher, ein Glücksspiel“ und die andere Hälfte sagte „Ich kenne mich damit nicht aus“.<sup>19</sup> Es ist wirklich ironisch (wenn auch nicht überraschend), dass Aktienkäufe aller Art allgemein als höchst spekulativ oder riskant

---

19 Die Studie, die Graham zitiert, wurde von der University of Michigan für die Fed durchgeführt und im *Federal Reserve Bulletin* im Juli 1948 veröffentlicht. Gefragt wurde: „Stellen Sie sich vor, ein Mann möchte sein Geld nicht ausgeben. Er kann es entweder auf ein Bankkonto einzahlen oder Anleihen kaufen oder investieren. Was glauben Sie, wäre das Klügste, was er mit dem Geld machen könnte – zur Bank bringen, Sparbriefe kaufen, in Immobilien anlegen oder Aktien kaufen?“ Nur 4 % glaubten, Aktien würden einen „zufrieden stellenden“ Gewinn bringen; 26 %

angesehen wurden, und das zu einer Zeit, als sie zu höchst attraktiven Kursen gehandelt wurden und schon bald zu ihrem größten Aufschwung der Geschichte ansetzten. Umgekehrt verwandelte die bloße Tatsache, dass die Aktienkurse, nach den vorhergehenden Erfahrungen, auf ein zweifelsfrei gefährliches Niveau gestiegen waren, sie in „Investitionen“ und alle Käufer von Aktien in „Investoren“.

Die Unterscheidung zwischen Investition und Spekulation in Aktien war immer sehr nützlich, und der Wegfall dieser Unterscheidung gibt Anlass zu Besorgnis. Wir haben oft gesagt, dass die Wall Street als Institution gut beraten wäre, diese Unterscheidung wieder einzuführen und dies im Umgang mit der Öffentlichkeit zu betonen. Andernfalls werden die Börsen eines Tages für schwere spekulative Verluste verantwortlich gemacht, weil sie diejenigen, die diese Verluste erlitten haben, nicht ausreichend gewarnt haben. Ironischerweise wiederum scheint ein großer Teil der Geldknappheit einiger Brokerfirmen die Folge davon zu sein, dass sie spekulative Aktien in ihre Portfolios gelegt hatten. Wir vertrauen darauf, dass der Leser dieses Buchs eine vernünftige und klare Vorstellung der Risiken gewinnen wird, die zum Engagement in Aktien gehören – Risiken, die von den Gewinnmöglichkeiten, die sie bieten, nicht zu trennen sind – und er sich immer und überall vor Augen halten wird, dass beides in die Überlegungen des Anlegers einbezogen werden muss.

Was wir eben sagten, lässt den Schluss zu, dass es möglicherweise keine „reine“ Anlagestrategie mehr geben wird, die ausschließlich repräsentative Aktien einbezieht – in dem Sinn, dass man immer erwarten kann, sie zu einem Kurs zu kaufen, der kein beunruhigend hohes Marktrisiko und kein Risiko eines „Papierverlustes“ enthält. Meistens muss der Anleger die Existenz eines spekulativen Elements in seinen Aktienbeteiligungen anerkennen. Es ist seine Aufgabe, diese Komponente innerhalb enger Grenzen zu halten, und er muss sich psychologisch und finanziell darauf einstellen, dass es zu vorübergehenden oder länger anhaltenden unerwünschten Ergebnissen kommen kann.

Zwei Anmerkungen zur Spekulation mit Aktien an sich sollten noch hinzugefügt werden, allerdings im Gegensatz zu jenem spekulativen Element, das heute

---

hielten das für „nicht sicher“ oder für ein „Glücksspiel“. Von 1949 bis 1958 verzeichnete der Aktienmarkt mit 18,7 % jährlich einen seiner höchsten Zehn-Jahres-Gewinne seiner Geschichte. In einem faszinierenden Echo auf diese frühe Studie der Fed ergab eine Umfrage, die von *Business Week* am Jahresende 2002 durchgeführt wurde, dass nur 24 % der Anleger bereit waren, mehr in Investmentfonds oder Aktien zu investieren. Nur drei Jahre zuvor waren es noch 47 %.

in den meisten maßgeblichen Aktien enthalten ist. Offene Spekulation ist weder illegal noch unmoralisch noch – für die meisten Menschen – einträglich. Natürlich sind einige Spekulationen notwendig und unvermeidbar, denn in vielen Situationen gibt es bei Aktien nennenswerte Möglichkeiten zu gewinnen und zu verlieren, und die Risiken dabei müssen von jemandem übernommen werden.<sup>20</sup> Ebenso wie intelligentes Investieren gibt es auch die intelligente Spekulation. Doch gibt es viele Situationen, in denen Spekulation nicht intelligent ist. Die wichtigsten sind: (1) zu spekulieren, wenn man glaubt, man würde investieren; (2) ernsthaft zu spekulieren, und nicht nur als Zeitvertreib, wenn man nicht über das notwendige Wissen und die erforderlichen Fähigkeiten verfügt; und (3) wenn man mehr Geld aufs Spiel setzt, als man sich leisten kann zu verlieren.

Nach unserer konservativen Ansicht sollte jeder Nichtprofi, der *auf Marge*<sup>21</sup> handelt, wissen, dass er in Wirklichkeit spekuliert, und es ist die Pflicht seines Brokers, ihn dahingehend zu beraten. Und jeder, der bei einer so genannten „heißen“ Aktienemission oder auf eine ähnliche Weise Aktien kauft, ist ein Glücksspieler. Spekulationen sind immer faszinierend, und es kann viel Spaß machen, wenn man auf der Gewinnerseite steht. Wenn Sie damit Ihr Glück versuchen wollen, dann legen Sie einen Teil Ihres Vermögens – je weniger, umso besser – zu diesem Zweck auf ein getrenntes Konto. Füllen Sie dieses Konto aber nie mit weiterem Geld auf, nur weil der Markt gestiegen ist und die Gewinne nur so hereinströmen. Dann ist es an der Zeit, darüber nachzudenken, das Geld von Ihrem spekulativen Konto abzuziehen. Vermischen Sie niemals Spekulationen und Investitionen – weder auf dem gleichen Konto noch in Ihrem Denken.

---

20 Spekulation ist auf zwei Ebenen von Vorteil: Erstens hätten ungetestete neue Unternehmen (wie Amazon.com oder in früheren Zeiten Edison Electric Light Co.) nie das notwendige Kapital zur Expansion aufbringen können. Die verlockende, langfristige Chance auf enorme Gewinne ist das Fett, das die Innovationsmaschinerie schmiert. Zweitens wird das Risiko, immer wenn eine Aktie gekauft oder verkauft wird, weitergegeben (aber niemals eliminiert). Der Käufer erwirbt das Risiko, dass der Kurs fällt, während der Verkäufer immer noch das Risiko behält, dass der Kurs der Aktie, die er verkauft hat, steigen könnte.

21 Ein Margenkonto gibt Ihnen die Möglichkeit, mit von der Brokerfirma geliehenem Geld Aktien zu kaufen. Indem Sie mit geliehenem Geld investieren, verdienen Sie mehr, wenn die Kurse Ihrer Aktien steigen – Sie können aber auch vom Markt gefegt werden, wenn die Kurse fallen. Die Sicherheit für das Darlehen ist der Wert der Anlagen auf dem Konto – und so müssen Sie Geld nachschießen, wenn dieser Wert unter den Darlehensbetrag sinkt. Weitere Informationen zum Margenkonto finden Sie unter [www.sec.gov/investor/pubs/margin.htm](http://www.sec.gov/investor/pubs/margin.htm), [www.sia.com/publikations/pdfMarginsA.pdf](http://www.sia.com/publikations/pdfMarginsA.pdf) und [www.nyse.com/pdfs/2001\\_factbook\\_09.pdf](http://www.nyse.com/pdfs/2001_factbook_09.pdf).

## **Ergebnisse, die ein defensiver Investor erwarten darf**

Den defensiven Investor haben wir bereits als jemanden definiert, der hauptsächlich an Sicherheit interessiert ist und Scherereien vermeiden will. Welchem Kurs sollte er im Allgemeinen folgen, und welche Gewinne kann er unter „durchschnittlichen, normalen Bedingungen“ erwarten – wenn es derartige Bedingungen tatsächlich gibt? Zur Beantwortung dieser Fragen werden wir zunächst in Betracht ziehen, was wir zu diesem Thema vor sieben Jahren geschrieben haben. Anschließend werden wir untersuchen, welche bedeutsamen Veränderungen sich seither bei den zugrunde liegenden Faktoren, die den zu erwartenden Gewinn beeinflussen, vollzogen haben. Und letztlich sollten wir überlegen, was wir tun und was wir unter den gegenwärtigen Bedingungen (Anfang 1972) erwarten sollten.

### *1. Was wir vor sechs Jahren sagten*

Wir haben empfohlen, dass der Investor sein Vermögen auf hochklassige Anleihen und führende Aktien verteilen soll. Der Anteil, der in Anleihen angelegt wird, sollte 25 % nicht unter- und 75 % nicht überschreiten, was umgekehrt für den Anteil der Aktien gilt. Die einfachste Aufteilung wäre 50 : 50, mit Korrekturen, um das Gleichgewicht wiederherzustellen, wenn die Entwicklungen auf dem Markt das Verhältnis um etwa 5 % verändert haben. Als Alternative könnte der Investor auch den Anteil der Aktien auf 25 % reduzieren, „wenn er das Gefühl hat, dass der Aktienmarkt gefährlich hoch gestiegen ist“, und umgekehrt bis auf einen Anteil von 75 % erhöhen, „wenn er glaubt, dass ein Kursabschwung eine Aktie immer attraktiver macht“.

Im Jahr 1965 konnte ein Anleger bei hochklassigen zu versteuernden Anleihen etwa 4,5 % und etwa 3,25 % bei nicht zu versteuernden Anleihen erzielen. Der Dividendengewinn der führenden Aktien (der Dow Jones Industrial Average stand bei 892) lag lediglich bei 3,2 %. Dies und andere Tatsachen gemahnten zur Vorsicht. Wir unterstellten, dass ein Investor unter „normalen Marktbedingungen“ einen anfänglichen Dividendengewinn zwischen 3,5 % und 4,5 % mit Aktien erzielen sollte, zu dem noch ein stetig wachsender zugrunde liegender Wert (und bei „normalen Marktwert“) einer repräsentativen Aktienausswahl um etwa den gleichen Betrag hinzukommen sollte, was einem jährlichen Gesamtgewinn (Dividende plus Kursgewinn) von 7,5 % entspräche. Die hälftige Aufteilung zwischen Anleihen und Aktien würde vor Steuern etwa 6 % Gewinn abwerfen. Wir fügten noch hinzu, dass der Aktienanteil einen gewissen Schutz gegen den

Verlust der Kaufkraft bieten sollte, der durch eine hohe Inflationsrate verursacht werden könnte.

Es soll noch darauf hingewiesen werden, dass die oben berechnete Erwartung von einer wesentlich geringeren Kurssteigerung der Aktien ausging, als sie zwischen 1949 und 1964 erreicht wurde. Diese Steigerung betrug durchschnittlich mehr als 10 % bei den gelisteten Aktien, und es wurde allgemein als sicher angesehen, dass man auch in der Zukunft mit ähnlich zufrieden stellenden Ergebnissen rechnen könnte. Nur wenige waren damals bereit, ernsthaft die Möglichkeit in Betracht zu ziehen, dass die hohe Steigerungsrate in der Vergangenheit bedeuten könne, die Aktienkurse seien „nun zu hoch“, und dass „die wunderbaren Ergebnisse seit 1949 nicht sehr gute, sondern *schlechte* Ergebnisse in der Zukunft bedeuten könnten“[6].

## 2. Was seit 1964 geschah

Die große Veränderung seit 1964 war der Anstieg der Zinssätze für erstklassige Anleihen auf Rekordniveau, obwohl sich die Kurse seit 1970 schon deutlich von ihren Tiefstständen erholt hatten. Mit guten Industrianleihen konnte man nunmehr etwa 7,5 % erzielen und damit wesentlich mehr als die 4,5 % von 1964. In der Zwischenzeit stiegen die Dividendengewinne der Aktien, die im Dow Jones enthalten waren, auch während des Börsenabschwungs von 1969 bis 1970, doch im Augenblick (der Dow liegt bei 900) sind es weniger als 3,5 % im Vergleich zu 3,2 % zum Ende des Jahres 1964. Die Veränderung der aktuellen Zinsen verursachte in diesem Zeitraum einen Rückgang beim Marktkurs der mittelfristigen (20 Jahre) Anleihen um maximal 38 %.

In diesen Entwicklungen liegt ein paradoxer Aspekt. 1964 sprachen wir ausführlich über die Möglichkeit, dass die Aktienkurse zu hoch seien und letztlich stark fallen müssten. Wir zogen aber die Möglichkeit nicht speziell in Betracht, dass mit den Kursen der hochklassigen Anleihen das Gleiche passieren könnte. (Aber, soweit wir wissen, auch sonst niemand.) Auf Seite 90 warnten wir davor, dass „die Kurse langfristiger Anleihen als Reaktion auf Zinsveränderungen stark schwanken könnten“. Im Lichte dessen, was seither geschehen ist, glauben wir, dass diese Warnung – mit entsprechenden Beispielen – nicht stark genug betont wurde. Denn es ist eine Tatsache: Wenn ein Investor 1964 zum Schlusskurs von 874 eine bestimmte Summe in den DJIA investiert hätte, dann hätte er am Ende des Jahres 1971 einen kleinen Gewinn verzeichnet; selbst auf dem geringsten Niveau (631) im Jahr 1970 wäre sein Verlust geringer gewesen als mit guten langfris-

tigen Anleihen. Hätte er andererseits in US-Sparbriefe investiert, in kurzfristige Industrieanleihen oder in Sparkonten, hätte er keinen Verlust im Marktwert des eingesetzten Kapitals gehabt, und er hätte einen höheren Gewinn verzeichnet als mit guten Aktien. Es stellte sich somit heraus, dass echte Barwerte 1964 die bessere Anlage waren als Aktien – trotz der Erfahrung, dass bei einer Inflation, rein theoretisch, Aktien gegenüber Barwerten die bessere Anlage sind. Der Verlust im notierten Nennwert guter längerfristiger Anleihen entstand durch die Entwicklungen im Geldmarkt, einem schwer verständlichen Bereich, der normalerweise keinen großen Einfluss auf die Anlagestrategie von Privatanlegern hat.

Dies ist nur ein weiteres Beispiel für eine endlose Reihe von Erfahrungen, die bewiesen haben, dass Kurse von Wertpapieren nie vorhersehbar sind.<sup>22</sup> Fast immer schwankten die Kurse von Anleihen geringer als die von Aktien, und im Allgemeinen könnten Anleger gute Anleihen jeglicher Laufzeit kaufen, ohne sich über den Marktwert Sorgen machen zu müssen. Es gab einige Ausnahmen von der Regel, und der Zeitraum nach 1964 stellte sich als eine solche heraus. In einem späteren Kapitel werden wir mehr zu den Veränderungen bei den Kursen von Anleihen sagen.

### *3. Erwartungen und Strategien Ende 1971 und Anfang 1972*

Gegen Ende des Jahres 1971 war es möglich, 8 % zu versteuernde Zinsen auf gute mittelfristige Industrieanleihen und von der Steuer befreite 5,7 % auf gute Landes- oder Kommunalanleihen zu bekommen. Im kurzfristigen Bereich konnte man mit US-Staatsanleihen mit einer Restlaufzeit von fünf Jahren etwa 6 % realisieren. Im letzteren Fall brauchte sich der Käufer keine Sorgen über einen möglichen Verlust im Marktwert zu machen, weil er sicher sein konnte, dass er am Ende einer relativ kurzen Haltezeit den gesamten Einsatz und 6 % Zinsen bekommen würde. Der Dow Jones warf auf einem nachgebenden Kursniveau von 900 nur 3,5 % ab.

Gehen wir, so wie in der Vergangenheit, nun davon aus, dass die grundlegende strategische Entscheidung darin besteht, wie man das Anlagevermögen zwischen hochklassigen Anleihen (oder anderen so genannten Barmitteln) und füh-

---

22 Bitten lesen Sie diese Aussage Grahams noch einmal und beachten Sie, was der größte Experte in Sachen Kapitalanlage sagt: Die Zukunft der Kurse von Wertpapieren ist niemals vorhersehbar. Und wie Sie weiter vorne schon gelesen haben, hat Graham nichts anderes im Sinn, als Ihnen zu helfen, sich mit dieser Tatsache auseinanderzusetzen. Weil Sie das Verhalten der Märkte nie prognostizieren können, müssen Sie lernen, wie Sie Ihr eigenes Verhalten vorhersehen und kontrollieren.

renden Aktien, die im Dow enthalten sind, aufteilt. Welchen Kurs sollte ein Investor unter den derzeitigen Bedingungen einschlagen, wenn man keinen triftigen Grund hat, eine signifikante Aufwärts- oder Abwärtsbewegung in der nächsten Zeit vorherzusagen? Zuerst wollen wir feststellen, dass es keine ernsthaft nachteiligen Veränderung gibt; ein defensiver Investor sollte mit einer Dividende von 3,5 % auf seine Aktien rechnen können und auch mit einer jährlichen durchschnittlichen Kurssteigerung von 4 %. Später werden wir erklären, dass diese Wertsteigerung auf der Reinvestition der verschiedenen Unternehmen basiert, die jährlich in etwa den gleichen Betrag aus dem Gewinn einbehalten. Der Gesamtgewinn vor Steuern bei Aktien würde dann bei etwa 7,5 % liegen, etwas weniger als die Zinsen hochklassiger Anleihen.<sup>23</sup> Nach Steuern würde der durchschnittliche Gewinn bei Aktien etwa 5,3 % ausmachen [7]. Das wäre in etwa das Gleiche, was man derzeit für gute steuerfreie Anleihen mit mittlerer Laufzeit bekommt.

Diese Erwartungen sind für Aktien gegenüber Anleihen weit weniger günstig als in unserer Analyse von 1964. (Diese Schlussfolgerung ergibt sich zwangsweise aus der Tatsache, dass seit 1964 die Anleihenrendite weit höher gestiegen ist als die Rendite von Aktien.) Wir dürfen niemals die Tatsache aus den Augen verlieren, dass der Zins und der Anlagebetrag bei guten Anleihen wesentlich besser geschützt sind und sie somit auch sicherer sind als Dividenden und Kurssteigerungen bei Aktien. Folglich müssen wir daraus schließen, dass heute, gegen Ende des Jahres 1971, Anleihen den Aktien eindeutig vorzuziehen sind. Wenn wir sicher sein könnten, dass dies richtig ist, müssten wir dem defensiven Anleger raten, sein gesamtes Anlagekapital so lange in Anleihen zu investieren und nicht in Aktien, bis sich das Renditeverhältnis deutlich zu Gunsten von Aktien verändert hat.

Doch natürlich können wir nicht sicher sein, dass Anleihen besser sind als Aktien, so wie es heute aussieht. Der Leser wird sofort an den Faktor Inflation den-

---

23 Wie gut war Grahams Vorhersage? Auf den ersten Blick sieht es recht gut aus: Von Anfang 1972 bis Ende 1981 erzielten Aktien einen durchschnittlichen Gewinn von 6,5 %. (Graham sagte nichts über den Zeitraum, doch ist es plausibel anzunehmen, dass er von einem Zeitraum von zehn Jahren ausging. Allerdings wütete die Inflation in diesem Zeitraum mit jährlich 8,6 %, und fraß damit den gesamten Gewinn auf, den die Aktien einbrachten. In diesem Abschnitt des Kapitels, fasst Graham die „Gordon-Gleichung“ zusammen, die im Wesentlichen besagt, dass der künftige Gewinn am Aktienmarkt aus der Summe des gegenwärtigen Dividendenertrags und des Gewinnwachstums besteht. Bei einem Dividendenertrag von knapp 2 % und einer Inflation von etwas über 2 % ist ein künftiger jährlicher Gewinn von etwa 6 % durchaus plausibel. (Siehe auch den Kommentar zu Kapitel 3.)



ken, der ein starkes Argument sein kann. Im nächsten Kapitel werden wir darlegen, dass unsere umfangreichen Erfahrungen mit der Inflation in den USA im Verlauf dieses Jahrhunderts, bei den derzeitigen Unterschieden in der Rendite, nicht zu Gunsten von Aktien gegenüber Anleihen sprechen würde. Doch besteht immer die Möglichkeit – obwohl wir es als eher unwahrscheinlich betrachten – einer sich beschleunigenden Inflation, was auf unterschiedliche Weise Aktien gegenüber Anleihen den Vorzug einräumen sollte, weil bei Anleihen immer nur ein fester Betrag ausbezahlt wird.<sup>24</sup> Es gibt aber auch die andere Möglichkeit – die wir ebenfalls für höchst unwahrscheinlich halten –, nämlich dass die amerikanische Wirtschaft ohne steigende Inflation so profitabel wird, dass ein deutlicher Wertanstieg der Aktien in den nächsten Jahren gerechtfertigt wäre. Letztlich gibt es noch die häufiger vorkommende Möglichkeit, dass wir Zeuge eines spekulativen Anstiegs des Aktienmarktes werden, ohne dass es dafür in den zugrunde liegenden Werten einen Grund gibt. Jede dieser Ursachen könnte bei Investoren Bedauern darüber auslösen, dass sie sich zu 100 % auf Anleihen konzentriert haben, selbst wenn diese eine günstigere Rendite aufweisen.

Deshalb empfehlen wir, nach der verkürzten Diskussion dieser wichtigen Fragen, noch einmal die gleiche grundlegende Kompromiss-Strategie für defensive Anleger, nämlich immer einen wesentlichen Teil ihres Anlagevermögens sowohl in Anleihen als auch in Aktien zu investieren. Es ist immer noch richtig, dass Sie eine einfache 50:50-Aufteilung zwischen diesen beiden Komponenten wählen sollten, oder aber ein Verhältnis, abhängig von ihrer Einschätzung, das zwischen mindestens 25 % und höchstens 75 % variiert. Diese alternativen Konzepte werden wir in einem späteren Kapitel genauer betrachten.

Da derzeit der Gesamtgewinn mit Aktien nahezu gleich dem ist, der sich mit Anleihen erzielen lässt, würde sich der gegenwärtig zu erwartende Gewinn (einschließlich des Kursanstiegs der Aktien) für den Investor kaum ändern, ganz gleich, wie er sein Anlagevermögen auf diese beiden Komponenten aufteilt. Wie oben schon berechnet, sollte der Gesamtgewinn etwa 7,8 % vor Steuern oder 5,5 % nach Steuern (oder steuerfrei) ausmachen. Ein Gewinn in dieser Größen-

---

24 Seit 1997, als inflationsgeschützte Schatzbriefe eingeführt wurden, sind Aktien nicht automatisch die bessere Wahl für jene Anleger, die glauben, dass die Inflation zunehmen werde. Diese inflationsgeschützten Schatzbriefe steigen, anders als die üblichen Anleihen, wenn der Index der Verbraucherpreise nach oben geht, und machen den Anleger immun gegen inflationsbedingte Verluste. Aktien bieten keine derartige Garantie und sind tatsächlich nur ein schwacher Schutz gegen hohe Inflationsraten. (Weitere Einzelheiten finden Sie im Kommentar zu Kapitel 2.)

ordnung ist immer höher als der, den der normale konservative Investor lange Zeit realisieren konnte. Dies scheint nicht besonders attraktiv im Vergleich zu den 14 % Gewinn, die Aktien in den 20 Jahren des zwischen 1949 und 1969 vorherrschenden Bullenmarktes erzielten. Man sollte sich aber auch daran erinnern, dass sich der Kurs des Dow Jones zwischen 1949 und 1969 verfünffacht hat, während Gewinne und Dividenden sich nur verdoppelten. Somit beruhte der größte Teil des beeindruckenden Aufschwungs in dieser Zeit auf einer Veränderung in der Einstellung der Investoren und Spekulanten und weniger auf den zugrunde liegenden fundamentalen Werten der Unternehmen. Insoweit könnte man dies sehr wohl einen „sich selbst erzeugenden Vorgang“ nennen.

Als wir über das Aktien-Portfolio eines defensiven Anlegers sprachen, ging es nur um die führenden Aktien, beispielsweise um die 30 im Dow Jones gelisteten Titel. Dies haben wir der Einfachheit halber getan – und nicht, weil nur diese 30 Titel allein für einen Kauf geeignet seien. Es gibt viele andere Unternehmen guter Qualität, die ebenso gut oder gar besser sind als diejenigen, die im Dow aufgeführt sind. Zu diesen zählen wir viele öffentliche Versorgungsunternehmen (die einen eigenen Dow-Jones-Index haben).<sup>25</sup> Doch wichtig hierbei ist, dass sich die Gesamtgewinne eines defensiven Investors wahrscheinlich nicht von denen einer diversifizierten oder repräsentativen Liste unterscheiden oder – genauer – dass weder er noch seine Berater mit Sicherheit vorhersagen können, welche Unterschiede sich letztlich entwickeln werden. Es stimmt, dass die Kunst des cleveren Investierens insbesondere in der Auswahl solcher Titel liegt, die bessere Ergebnisse vorweisen können als der Gesamtmarkt. Aus Gründen, auf die wir noch zurückkommen werden, sind wir skeptisch, dass defensive Anleger in der Lage sind, überdurchschnittliche Ergebnisse zu erzielen – was bedeuten würde, dass sie ihre eigene Performance überbieten müssten.<sup>26</sup> (Unsere Skepsis gilt auch in Bezug auf das Management großer Investmentfonds durch Experten.)

---

25 Heute sind die am weitesten verbreiteten Alternativen zum Dow Jones Industrial Average im Standard & Poor's-500-Index (dem S&P) und im Wilshire-5000-Index enthalten. Der S&P konzentriert sich auf 500 große und bedeutende Unternehmen, die etwa 70 % des gesamten Wertes des amerikanischen Aktienmarktes ausmachen. Der Wilshire 5000 verfolgt die Gewinne fast jeder signifikanten und bedeutenden Aktie in Amerika, insgesamt etwa 6.700 Unternehmen. Aber da die größten Unternehmen fast den gesamten Wert des Index bestimmen, gleicht der Gewinn des Wilshire 5000 normalerweise dem des S&P 500. Mehrere billige Investmentfonds ermöglichen es den Anlegern, sich an Unternehmen dieser Indizes als einzelnes, praktisches Portfolio zu beteiligen. (Siehe Kapitel 9)

26 Siehe Seiten 382–385 und 397–401

Wir möchten unsere Meinung an einem Beispiel darstellen, das auf den ersten Blick genau das Gegenteil zu beweisen scheint. Zwischen Dezember 1960 und Dezember 1970 stieg der DJIA (Dow Jones Industrial Average) um 36 % von 616 auf 839 Punkte. Doch im gleichen Zeitraum kletterte der wesentlich größere und stärker gewichtete S&P-Index von 58,11 auf 92,15 Punkte, was einer Steigerung von 58 % entspricht. Offensichtlich war die zweite Gruppe besser. Wer aber wäre 1960 so voreilig gewesen und hätte vorhergesagt, dass eine bunte Mischung von Aktien letztlich besser abschneiden würde als die edlen „30 Tyrannen“ des Dow? All dies beweist, und darauf bestehen wir, dass nur selten jemand verlässliche Vorhersagen über künftige Kurse treffen kann – weder absolut noch relativ.

Wir wiederholen hier, ohne uns rechtfertigen zu wollen – denn Warnungen kann man nicht oft genug aussprechen –: Ein Investor kann nicht auf mehr, als auf durchschnittliche Ergebnisse hoffen, wenn er Neuemissionen oder „heiße“ Titel gleich welcher Art kauft. Damit sind die Papiere gemeint, die wegen schneller Gewinne empfohlen werden. Langfristig gesehen, ist fast immer das Gegenteil der Fall. Ein defensiver Investor muss sich auf die Aktien wichtiger Unternehmen mit einer langen Liste profitabler Geschäfte in gutem finanziellem Zustand beschränken. (Jeder Aktienanalyst, der sein Geld wert ist, könnte eine derartige Liste erstellen.) Aggressive Anleger können andere Arten von Aktien kaufen, doch sollten sie, nach einer gründlichen Analyse, wirklich attraktiv sein.

Zum Ende dieses Abschnitts möchten wir dem defensiven Anleger noch kurz drei zusätzliche Strategien aufzeigen. Die erste ist, Anteile bewährter Investmentfonds zu kaufen, anstatt sein eigenes Aktienportfolio einzurichten. Er könnte auch einen der „common trust funds“ (Treuhandfonds) oder Mischfonds wählen, die in vielen Bundesstaaten der USA von Treuhandgesellschaften und Banken gemanagt werden. Wenn er viel Vermögen anlegt, könnte er sich die Dienste einer anerkannten Vermögensverwaltung sichern. Diese bietet ihm eine professionelle Verwaltung seiner Investitionen nach genormten Vorgaben. Die dritte Möglichkeit ist das so genannte Cost Averaging, was bedeutet, dass man jeden Monat oder jedes Quartal einen bestimmten, immer gleich bleibenden Betrag in Aktien investiert. Somit kauft man, wenn die Kurse niedrig sind, mehr Anteile, als wenn sie hoch sind. Wahrscheinlich wird man insgesamt einen zufrieden stellenden Durchschnittspreis erzielen. Genau gesagt, ist diese Methode ein breiter angelegtes Konzept, das wir unter dem Begriff „Formula Investing“ kennen. Auf Letzteres haben wir schon hingewiesen, als wir Ihnen vorschlugen, den Anteil der Aktien im Depot zwischen mindestens 25 % und höchstens 75 % zu variieren, immer im umgekehr-

ten Verhältnis zum Geschehen am Markt. Diese Gedanken nutzen dem defensiven Anleger, und sie werden in späteren Kapiteln ausführlicher besprochen.<sup>27</sup>

## **Ergebnisse, die ein aggressiver Anleger erwarten darf**

Unser professioneller Aktienkäufer wird natürlich bessere als nur durchschnittliche Gewinne wünschen und erwarten als sein defensiver oder passiver Mitstreiter. Zuerst jedoch muss er sicherstellen, dass seine Resultate nicht schlechter sind. Es ist kein großer Trick dabei, mit viel Energie, einem Studium und angeborenen Fähigkeiten an die Wall Street zu gehen und Verluste anstatt Gewinne einzufahren. Wenn diese Vorteile in die falsche Richtung gelenkt werden, können sie nicht mehr von den Nachteilen unterschieden werden. Deshalb ist es äußerst wichtig, dass ein professioneller Anleger mit einer klaren Planung beginnt, die beschreibt, welche Aktionen Chancen auf Erfolg bieten und welche nicht.

Zuerst aber wollen wir die verschiedenen Wege betrachten, auf denen es Investoren und Spekulanten im Allgemeinen schaffen, bessere als nur durchschnittliche Gewinne zu erzielen.

1. *Trading*. Dies bedeutet normalerweise, dass man Aktien kauft, wenn die Kurse steigen, und verkauft, wenn sie zu fallen beginnen. Die ausgewählten Aktien zählen wahrscheinlich zu denen, die sich besser „verhalten“ haben als der Marktdurchschnitt. Einige Profis engagieren sich in Leerverkäufen. In diesem Fall verkaufen sie Papiere, die sie nicht besitzen, sondern die sie sich im Rahmen der etablierten „Börsen-Maschinerie“ ausleihen. Ihr Ziel ist es, von einem darauf folgenden Kursverfall zu profitieren und die Aktien zu einem geringeren Kurs zurückzukaufen, als sie sie vorher verkauft haben. (Wie unser Zitat aus dem *Wall Street Journal* besagt, versuchen sich zuweilen sogar unbeleckte „Kleinanleger“ – vergessen Sie diesen Begriff! – in dieser Disziplin.)

2. *Aktienauswahl auf kurze Sicht*. Damit meinen wir, dass man Aktien von Unternehmen kauft, die steigende Gewinne veröffentlichen, oder von denen man annimmt, dass sie steigende Gewinne bekannt geben werden, oder von denen man glaubt, dass sich bei ihnen irgendeine andere günstige Entwicklung anbahnt.

---

27 Weitere Ratschläge zu bewährten Investmentfonds finden Sie in Kapitel 9. Die professionelle Verwaltung durch eine anerkannte Anlageberatungsfirma wird in Kapitel 10 beschrieben. Das Cost-Averaging wird in Kapitel 5 erläutert.

3. *Aktienauswahl auf lange Sicht.* Hier liegt normalerweise die Betonung auf einer hervorragenden Wachstumsentwicklung in der Vergangenheit, die sich wahrscheinlich auch in der Zukunft fortsetzen wird. In manchen Fällen kann sich auch ein „Investor“ für Unternehmen entscheiden, die bisher noch keine beeindruckenden Ergebnisse erzielt haben, von denen man aber annimmt, das sie noch eine hohe Ertragskraft entwickeln werden. (Derartige Unternehmen findet man häufig im Technologiebereich – zum Beispiel Computer, Arzneimittel, Elektronik –, und sehr oft entwickeln sie neue Verfahren oder Produkte, die äußerst viel versprechend erscheinen.)

Über die Erfolgsaussichten eines Anlegers in diesem Bereich haben wir bereits eine negative Ansicht geäußert. Die erste haben wir, sowohl theoretisch als auch praktisch, aus dem Bereich Kapitalanlage ausgeschlossen. Der Handel mit Aktien ist nichts, „was, nach gründlicher Analyse, die Sicherheit des eingesetzten Kapitals und einen zufrieden stellenden Gewinn bietet“. Mehr darüber erfahren Sie in einem späteren Kapitel über das Traden.<sup>28</sup>

Bei seinen Bemühungen, die aussichtsreichsten Aktien entweder für einen nur kurzen Zeitraum oder für längere Zeit zu finden, sieht sich der Anleger zwei Arten von Hindernissen gegenüber – das erste stammt aus der menschlichen Fehlbarkeit und das zweite aus der Art seiner Konkurrenz. Es könnte sein, dass er sich in seiner Einschätzung der Zukunft irrt; oder selbst wenn er Recht behält, könnte der aktuelle Kurs bereits das beinhalten, was er erwartet. Im Bereich der kurzfristigen Aktienauswahl sind die Jahresergebnisse des Unternehmens an der Wall Street allgemein bekannt; die Ergebnisse des nächsten Jahres, soweit sie vorhersehbar sind, werden schon ins Auge gefasst. Somit wird der Anleger, der seine Papiere hauptsächlich auf der Grundlage hervorragender Ergebnisse dieses Jahres auswählt oder weil man ihm sagt, was er nächstes Jahr erwarten kann, wahrscheinlich feststellen, dass andere Anleger aus den gleichen Gründen schon das Gleiche getan haben.

Wählt man Aktien wegen ihrer langfristigen Aussichten aus, dann sind die Nachteile auf der Seite der Anleger grundsätzlich die gleichen. Die Möglichkeit, dass man sich in seiner Einschätzung ganz einfach irrt – was wir anhand unseres Beispiels mit den Fluggesellschaften bereits dargestellt haben –, ist zweifellos größer, als wenn man es mit kurzfristigen Gewinnen zu tun hat. Weil die Experten in derartigen Vor-

---

28 Siehe Kapitel 8.

hersagen oft vom richtigen Weg abkommen, ist es theoretisch möglich, dass ein Investor davon profitiert, dass er die richtige Vorhersage trifft, wenn die Wall Street als Ganzes falsche Prognosen abgibt. Aber das ist reine Theorie: Wie viele professionelle Anleger können sich darauf verlassen, dass sie den Scharfsinn oder die prophetische Gabe haben, die professionellen Analysten in ihrem Lieblingsspiel zu schlagen – der Prognose langfristiger künftiger Gewinne?

Somit kommen wir zu folgender logischer, wenn auch beunruhigender Schlussfolgerung: Um sich eine einigermaßen vernünftige Chance ausrechnen zu können, stetig überdurchschnittliche Ergebnisse zu erzielen, muss der Anleger Strategien verfolgen, die (1) in sich vernünftig und viel versprechend und (2) an der Wall Street nicht üblich sind.

Gibt es für den Anleger derartige Strategien? In der Theorie: Ja. Und es gibt gute Gründe anzunehmen, dass die Antwort sich auch in die Praxis umsetzen lässt. Jeder weiß, dass spekulative Kursbewegungen in beide Richtungen, nach oben und nach unten, häufig zu weit ausschlagen. Dies gilt oft für den gesamten Markt, immer aber für einzelne Titel. Außerdem kann eine Aktie unterbewertet sein, weil sich niemand für sie interessiert oder weil es ungerechtfertigte, verbreitete Vorurteile gegen sie gibt. Wir können einen Schritt weiter gehen und feststellen, dass in einem erstaunlich großen Bereich des Aktienhandels diejenigen, die damit befasst sind – höflich ausgedrückt –, sich selbst nicht kennen. In diesem Buch werden wir zahlreiche Beispiele von (früheren) Diskrepanzen zwischen Kurs und Wert nennen. Somit hat es den Anschein, dass jeder intelligente Mensch mit ein bisschen Verständnis für Zahlen an der Wall Street Gewinne einstreichen kann, wenn er nur die Dummheit anderer Menschen ausnutzt. Zwar erweckt es diesen Anschein, doch irgendwie funktioniert das nicht so einfach. Kauft man einen vernachlässigten und deshalb unterbewerteten Titel, um vom Kursanstieg zu profitieren, so stellt sich das in der Regel als ein Geduldsspiel heraus. Verkauft man eine zu beliebte – und damit überbewertete – Aktie leer, so ist dies nicht nur eine Mutprobe und ein Ausdauerstest, sondern auch eine Frage, wie prall gefüllt die Briefftasche ist.<sup>29</sup> Das Prinzip ist vernünftig, die erfolgreiche Umsetzung ist nicht unmöglich, jedoch eine Kunst, die nicht leicht zu beherrschen ist.

Es gibt auch noch eine große Gruppe von „Sondersituationen“, wobei man davon ausgehen kann, dass sie über mehrere Jahre hinweg einen hübschen Jahresgewinn von 20 % oder mehr einbringen können, und das mit einem minimalen Risiko für diejenigen, die sich in diesem Bereich auskennen. Dazu gehören Kursunterschiede einer Aktie an verschiedenen Börsen (Arbitrage), Auszahlungen

bei Unternehmensliquidationen, abgesicherte Termingeschäfte und anderes mehr. Der typische Fall ist eine vorgesehene Fusion oder Übernahme, wobei bestimmte Aktien einen deutlich höheren Wert einnehmen, wenn das Projekt bekannt wird. Die Anzahl solcher Geschäfte hat in den vergangenen Jahren deutlich zugenommen und sollte für Experten höchst profitabel gewesen sein. Doch mit der Vielzahl von Übernahmeangeboten kamen auch wesentlich mehr Hindernisse auf, sodass Fusionen oftmals nicht zustande kamen. Damit kam es auch zu etlichen Verlusten bei diesen Geschäften, die zuvor sehr verlässlich waren. Vielleicht wurde der Profit aber auch geschmälert, weil zu viel Konkurrenz aufkam.<sup>30</sup>

Die geringere Rentabilität dieser Sondersituationen stellt eine Art selbstzerstörischen Vorgang dar – vergleichbar mit dem Gesetz der abnehmenden Gewinne, das sich seit der ersten Auflage dieses Buchs entwickelt hat. 1949 konnten wir Ihnen eine Studie der Schwankungen an den Börsen vorlegen, die sich auf die vorhergehenden 75 Jahre bezog und eine Formel bestätigte – auf der Grundlage der Gewinne und der aktuellen Zinssätze –, um ein Niveau zu bestimmen, zu dem man den DJIA unter seinem inneren oder intrinsischen Wert kaufen und über diesem Wert verkaufen konnte. Es handelte sich dabei um die Anwendung des Leitspruchs der Rothschilds: „Kaufe billig und verkaufe teuer.“<sup>31</sup> Dieser hatte den Vorteil, dass er ge-

- 
- 29 Mit Leerverkauf ist gemeint, dass man eine Wette eingeht, dass der Kurs einer Aktie fällt und nicht steigt. Der Leerverkauf vollzieht sich in drei Schritten: Erst borgen Sie sich Aktien von jemandem, der sie wirklich besitzt; dann verkaufen Sie die geliehenen Aktien sofort; und im letzten Schritt kaufen Sie diese Aktien später auf dem Markt wieder zurück und geben sie an den Eigentümer zurück. Wenn der Kurs fällt, können Sie die entliehenen Aktien billiger zurückkaufen. Die Differenz zwischen dem Kurs, zu dem Sie die geborgte Akte verkauft haben, und dem Kurs, zu dem Sie die Aktien später am Markt zurückgekauft haben, ist Ihr Bruttogewinn, der um die Dividende oder Zinsrate gekürzt wird. Abgezogen werden auch noch die Transaktionskosten, die der Broker verlangt. Wenn der Kurs der Aktie nicht fällt, sondern steigt, dann ist der potenzielle Verlust unbegrenzt – und deshalb sind Leerverkäufe für die meisten Privatanleger unvertretbar spekulativ.
- 30 Ende der 80er-Jahre, als feindliche Übernahmen und fremd finanzierte Unternehmenskäufe sich vervielfachten, errichtete man an der Wall Street Arbitrage-Schalter, um von den Irrtümern bei der Kursgestaltung bei diesen komplexen Geschäften zu profitieren. Diese Sache lief so gut, das die einfachen Gewinne verschwanden, und viele dieser Schalter wurden geschlossen. Obwohl Graham noch ein Mal darauf eingeht, ist diese Art des Handels für die meisten Anleger nicht mehr möglich oder nicht mehr angemessen, weil nur Multi-Millionen-Geschäfte groß genug sind, um lohnende Gewinne zu erzielen. Sehr wohlhabende Privatanleger und Institutionen können diese Strategie über Hedgefonds noch nutzen, die sich auf Fusionen oder Arbitragegeschäften spezialisiert haben.
- 31 Die Familie Rothschild, angeführt von Nathan Mayer Rothschild, war die beherrschende Kraft im europäischen Investmentbanking und Brokergeschäft des 19. Jahrhunderts. Eine hervorragende Geschichte dazu schrieb Niall Ferguson in seinem Buch *The House of Rothschild: Money's Prophets, 1798-1848* (Viking, 1998).

nau im Gegensatz zur tief verwurzelten und schädlichen Maxime der Wall Street stand, nach der man kaufen sollte, wenn die Kurse gestiegen, und verkaufen, weil die Kurse gefallen waren. Leider funktionierte diese Formel nach 1949 nicht mehr. Ein zweites Beispiel ist, nach einem Vergleich der angegebenen Ergebnisse für den Zeitraum von 1897 bis 1933 mit der wesentlich fragwürdigeren Performance seit 1934, die berühmte „Dow-Theorie“ über die Kursbewegungen an der Börse.

Ein drittes und letztes Beispiel für die goldenen Chancen, die es derzeit nicht mehr gibt: Ein großer Teil unserer eigenen Geschäfte an der Wall Street hatte sich auf den Erwerb von Schnäppchen konzentriert, die man ganz leicht an der Tatsache erkennen konnte, dass sie zu einem Kurs gehandelt wurden, der sogar noch unter dem Wert des Nettoumlaufvermögens lag, nicht eingerechnet die Werksgebäude und andere Vermögensteile und der Abzug aller noch ausstehenden Verbindlichkeiten. Es ist ganz klar, dass diese Titel zu einem Kurs gehandelt wurden, der weit unter dem Preis lag, den ein Privatunternehmer verlangen würde. Kein Firmeninhaber würde sein Eigentum zu einem so lächerlich geringen Preis verkaufen. Seltsamerweise waren derartige Abweichungen gar nicht so schwer zu finden. 1957 wurde eine Liste mit fast 200 Titeln dieser Art, die am Markt verfügbar waren, veröffentlicht. Auf verschiedene Weise stellten sich all diese Schnäppchen als rentabel heraus, und der durchschnittliche Jahresgewinn erwies sich als lukrativer als bei den meisten anderen Investitionen. Doch auch diese verschwanden im nächsten Jahrzehnt vom Markt, und damit ein zuverlässiger Bereich für kluge und erfolgreiche Geschäfte für professionelle Anleger. Allerdings gab es zu den niedrigen Kursen von 1970 wieder eine beträchtliche Anzahl solcher Papiere, die unter dem Wert des Umlaufvermögens gehandelt wurden, und trotz der starken Erholung des Marktes blieben am Jahresende noch genügend übrig, um damit ein ganzes Portfolio füllen zu können.

Der professionelle Investor hat auch unter den heutigen Bedingungen verschiedene Möglichkeiten, überdurchschnittliche Ergebnisse zu erzielen. Die lange Liste marktfähiger Wertpapiere muss eine ordentliche Zahl von Titeln enthalten, die nach logischen und zuverlässigen Normen als unterbewertet gelten. Diese sollten im Durchschnitt mehr als zufrieden stellende Resultate bringen als der DJIA oder jede ähnlich repräsentative Liste. Unserer Meinung nach lohnt sich aber der Aufwand nur, wenn der Anleger jährlich mindestens 5 % mehr als bei den übrigen Aktien in seinem Depot erwirtschaften kann. Wir werden versuchen, eines oder mehrere Konzepte zur Aktienauswahl zu entwickeln, die für einen aktiven Investor geeignet sind.



## Kommentar zu Kapitel 1

Alles Unheil dieser Welt geht davon aus, dass die Menschen nicht still in ihrer Kammer sitzen können.

*Blaise Pascal*

Weshalb, glauben Sie, jubeln die Broker auf dem Parkett der New York Stock Exchange immer, wenn die Glocke erklingt, die den Schluss des Handelstages verkündet – ganz gleichgültig, wie der Markt sich an diesem Tag verhielt? Weil sie, immer wenn sie traden, Geld verdienen – unabhängig davon, ob Sie ebenfalls Geld verdient haben oder nicht. Wenn Sie, liebe Leser, spekulieren und nicht investieren, dann verringern Sie Ihre eigenen Chancen, Vermögen aufzubauen, und vergrößern die eines anderen.

Grahams Definition von „Investieren“ könnte nicht deutlicher sein: „Eine Investition liegt dann vor, wenn sie, nach gründlicher Analyse, die Sicherheit des eingesetzten Kapitals und einen angemessenen Gewinn verspricht.“<sup>30</sup> Beachten Sie, dass „Investieren“ im Sinne von Graham aus drei gleichwertigen Teilen besteht:

- Sie müssen ein Unternehmen und die Zuverlässigkeit der zugrunde liegenden Geschäfte gründlich analysieren, bevor Sie die Aktie kaufen;
- Sie müssen sich ganz bewusst vor einem gravierenden Verlust schützen;
- Sie müssen eine „angemessene“, jedoch keine überragende Rendite anstreben.

Ein Investor berechnet den Wert einer Aktie auf der Grundlage der Geschäfte des Unternehmens. Ein Spekulant wettet darauf, dass der Kurs steigt, weil irgendjemand bereit ist, mehr für die Aktie zu bezahlen. Wie Graham einmal sagte, beurteilen Investoren „den Marktwert nach bewährten Wertmaßstäben“, während sich der Wert einer Aktie bei Spekulanten am Börsenkurs orientiert.<sup>31</sup> Für einen Spe-

---

30 Graham geht sogar noch weiter, indem er die Schlüsselbegriffe seiner Definition untermauert: „Gründliche Analyse“ bedeutet „das Studium der Fakten im Lichte bewährter Standards von Wert und Sicherheit“, während „Sicherheit des eingesetzten Kapitals“ Schutz vor Verlust unter allen normalen und vernünftigerweise vorstellbaren Bedingungen oder Änderungen kennzeichnet und „angemessene“ (oder „zufrieden stellende“) Gewinne sich auf „jeden Prozentsatz oder Betrag eines Gewinns beziehen, ganz gleich, wie gering, solange der Investor sie akzeptiert, vorausgesetzt, er handelt mit hinreichender Intelligenz“ (*Security Analysis*, 1934, S. 55 bis 56).

31 *Security Analysis*, 1934, S. 310.

kulanten ist der ständige Fluss der Notierungen wie Sauerstoff: Nimmt man ihn weg, dann stirbt er. Für Investoren sind die „notierten Werte“, wie Graham sie nennt, weit weniger wichtig. Graham ermahnt sie dringend, nur dann zu investieren, wenn sie sich mit einer Aktie wohl fühlen, selbst wenn sie keine Möglichkeit hätten, den Tageskurs zu erfahren.<sup>32</sup>

Es ist wie beim Glücksspiel im Kasino oder bei der Pferdewette: An der Börse zu spekulieren kann spannend sein oder sogar lohnend (wenn Sie Glück haben). Es ist jedoch der denkbar schlechteste Weg, Ihr Vermögen aufzubauen. Und genau deshalb hat die Wall Street, ähnlich wie Las Vegas oder die Pferderennbahn, die Chancen so eingerichtet, das letztlich immer das Haus gewinnt – und das gegen jeden, der den Versuch unternimmt, gegen das Haus in seinem ihm eigenen spekulativen Spiel zu gewinnen.

Andererseits ist das Investieren eine einzigartige Art von Kasino – eines, in dem Sie letztendlich nicht verlieren können, solange Sie sich an die Spielregeln halten, die die Chancen zu Ihren Gunsten wenden. Menschen, die investieren, verdienen Geld für sich selbst, Menschen, die spekulieren, verdienen Geld für den Broker. Und das wiederum ist der Grund, weshalb die Wall Street immer die beständigen Vorteile des Investierens herunterspielt und den prunkvollen Reiz der Spekulation betont.

## **Unsicher mit hoher Geschwindigkeit**

Wenn man Spekulation mit Investition verwechsle, warnt Graham, dann sei das immer ein Fehler. In den 90er-Jahren führte diese Verwechslung zur Massenvernichtung von Kapital. Fast jeder, so hat es den Anschein, hatte plötzlich die Geduld verloren, und Amerika wurde zu einem Land der Spekulation, besiedelt mit Tradern, die von Aktie zu Aktie sprangen wie Heuschrecken im August auf einer Blumenwiese.

Die Menschen fingen an zu glauben, dass der Test einer Anlagetechnik lediglich darin bestünde, dass sie „funktioniert“. Wenn sie in irgendeinem Zeitraum bessere Ergebnisse brachte als der Gesamtmarkt, gleichgültig, wie gefährlich oder dumm eine Taktik war, dann prahlten die Leute, dass sie „Recht“ hätten. Doch der

---

32 Wie Graham in einem Interview riet: „Fragen Sie sich selbst: Wenn es keinen Markt für diese Aktie gäbe, würde ich dann unter diesen Bedingungen ebenfalls in dieses Unternehmen investieren?“ (*Forbes*, 1. Januar 1972, S. 90.)

intelligente Investor hat kein Interesse daran, nur vorübergehend „Recht“ zu haben. Um Ihre langfristigen finanziellen Ziele zu erreichen, müssen Sie nachhaltig und zuverlässig Recht behalten. Die Techniken, die in den 90er-Jahren „in“ wurden – Day-Trading, das Ignorieren der Diversifikation im Portfolio, durchgeknallte heiße Investmentfonds, „Systeme“ zur Aktienauswahl –, schienen zu funktionieren. Doch hatten sie keine Chance, sich langfristig durchzusetzen, weil sie nicht alle drei Kriterien erfüllten, die Graham an Investitionen knüpfte.

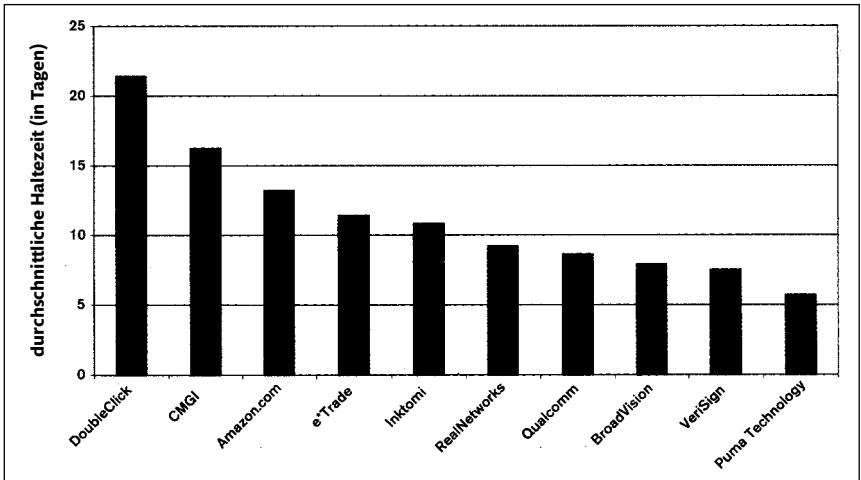
Um zu sehen, weshalb zeitweise hohe Gewinne überhaupt nichts beweisen, stellen Sie sich zwei Orte vor, die 200 Kilometer voneinander entfernt liegen. Wenn ich mit dem Auto die Höchstgeschwindigkeit von 100 km/h beachte, kann ich die Strecke in zwei Stunden schaffen. Wenn ich aber mit 200 km/h fahre, dann schaffe ich diese Distanz innerhalb einer Stunde. Wenn ich dies versuche und überlebe: Habe ich dann Recht? Sollten Sie der Versuchung nicht widerstehen können und es auch ausprobieren wollen, weil Sie hören, wie ich prahle, dass es funktioniert? Glänzende Tricks, um den Markt zu schlagen, sind genau das Gleiche: Auf kurzen Strecken, solange Ihr Glück anhält, funktionieren sie. Langfristig jedoch werden Sie sich damit umbringen.

1973, als Graham letztmalig *Intelligent investieren* überarbeitete, lag die jährliche Umschlagsquote an der NYSE bei 20 %, was bedeutet, dass der typische Aktionär eine Aktie fünf Jahre lang hielt, bevor er sie verkaufte. Im Jahr 2002 übertraf die Umschlagsquote 105 %, was einer Haltezeit von 11,4 Monaten entspricht. Damals, 1973, hielt der durchschnittliche Investmentfonds seine Aktien fast drei Jahre lang; 2002 war dieser Zeitraum auf nur 10,9 Monate geschrumpft. Es sieht so aus, als würden die Fondsmanager ihre Aktien gerade einmal so lange beobachten, bis sie herausfinden, dass sie sie gar nicht hätten kaufen sollen; dann verkaufen sie diese umgehend und beginnen von vorn.

Selbst die angesehensten Vermögensverwaltungen wurden kribbelig. Anfang 1995 hatte Jeffrey Vinik, der Manager von Fidelity Magellan (damals der größte Investmentfonds der Welt), 42,5 % seines Vermögens in Technologie-Aktien investiert. Vinik verkündete, dass die meisten seiner Anteilhaber „in den Fonds investiert haben, um Ziele zu erreichen, die noch Jahre entfernt sind ... Ich glaube, ihre Ziele sind die gleichen wie die meinigen, und dass sie, so wie ich, vermuten, dass ein langfristiges Konzept am besten ist“. Doch ein halbes Jahr, nachdem er diese edel anmutenden Worte geschrieben hatte, verkaufte Vinik seine gesamten Technologie-Aktien, wobei er innerhalb von acht ekstatischen Wochen Papiere im Wert von nahezu 19 Milliarden \$ auf den Markt warf. So viel zum Thema „langfris-

tig“! Und im Jahr 1999 drängte Fidelitys Discount-Broker-Abteilung ihre Kunden, überall und jederzeit zu traden und dazu einen Minicomputer zu benutzen – was genau dem neuen Werbeslogan der Firma entsprach: „Jede Sekunde zählt.“

**Abb. 1-1:** Aktien in Höchstgeschwindigkeit



Und an der NASDAQ erreichte der Umschlag WARP-Geschwindigkeit, wie die Abbildung 1-1 zeigt.<sup>33</sup>

Im Jahr 1999 wechselten beispielsweise die Aktien von Puma Technology innerhalb von durchschnittlich 5,7 Tagen den Besitzer. Trotz des grandiosen Mottos der NASDAQ – „Die Börse der nächsten hundert Jahre“ – hielten viele Kunden ihre Aktien kaum hundert Stunden.

## Das finanzielle Videospiel

Die Wall Street ließ das Online-Trading wie eine Hochgeschwindigkeits-Gelddruckerei erscheinen: Discover Brokerage, der Online-Zweig des ehrwürdigen Bro-

<sup>33</sup> Quelle: Steve Galbraith, Sanford C. Bernstein & Co. Research Report, 10. Januar 2000. Die Aktien in dieser Abbildung hatten im Jahr 1999 einen durchschnittlichen Gewinn von 1.196,4 % erzielt. Im Jahr 2000 verloren sie durchschnittlich 79,1 %, 35,5 % im Jahr 2001 und 44,5 % im Jahr 2002, wodurch die Gewinne von 1999 vernichtet wurden, und noch ein wenig mehr.

kerhauses Morgan Stanley, ließ einen TV-Werbespot laufen, in dem ein vergammelter Lastzugfahrer einen reich aussehenden Manager mitnimmt. Dann wurde ein Foto, auf dem ein tropischer Strand abgebildet war, auf dem Armaturenbrett gezeigt, und der Manager fragt: „Urlaub?“ – „Nein, das ist mein Zuhause“, antwortet der Lastzugfahrer. Überrascht sagt der Mann im Anzug: „Sieht ja aus wie eine Insel.“ Mit stillem Triumph antwortet der Fahrer: „Rein technisch gesehen ist es eher ein ganzes Land.“

Die Propaganda ging weiter. Online-Trading würde keine Arbeit machen und auch kein Nachdenken erfordern. Ein Fernsehwerbespot von Ameritrade, dem Online-Broker, zeigte zwei Hausfrauen, die gerade vom Joggen zurückkehrten; eine loggt sich in ihren Computer ein, einige Mausklicks später jubelte sie: „Ich glaube, ich habe gerade 1.700 \$ verdient!“ In einem Werbespot für die Brokerfirma Waterhouse fragte jemand den Basketballtrainer Phil Jackson: „Wissen Sie etwas über den Trade?“ Seine Antwort: „Ich werde ihn gleich abwickeln.“ (Wie viele Spiele hätten Jacksons NBA-Teams gewonnen, wenn er mit dieser Philosophie an den Spielfeldrand gegangen wäre? Irgendwie, ohne etwas über das gegnerische Team zu wissen, sondern nur zu sagen, „Wir werden gleich gegen sie gewinnen“, hört sich nicht so an, als sei dies das Rezept für die Meisterschaft.)

1999 tradeten mindestens sechs Millionen Menschen online – und grob geschätzt jeder zehnte davon widmete sich dem „Day-Trading“, nutzte das Internet, um Aktien mit Lichtgeschwindigkeit zu kaufen und zu verkaufen. Jeder, von Barbara Streisand aus dem Showgeschäft bis zu Nicholas Birbas, einem 25-jährigen früheren Kellner aus Queens, warf mit Aktien um sich wie mit heißen Kohlen. „Früher“, spottete Birbas, „legte ich langfristig an, und ich musste feststellen, dass dies nicht besonders schlau war.“ Nunmehr tradete Birbas bis zu zehn Mal täglich und erwartete, innerhalb eines Jahres 100.000 \$ zu verdienen. „Ich kann es nicht aushalten, in meiner Gewinn-/Verlustrechnung rote Zahlen zu sehen“, schauderte es Barbra Streisand in einem Interview mit *Fortune*. „Ich bin Taurus, der Bulle, und deshalb reagiere ich auf Rot. Wenn ich Rot sehe, dann verkaufe ich schnell meine Aktien.“<sup>34</sup>

Der ständige Datenzufluss über Aktien in Bars, Friseursalons, Küchen und Cafés, Taxis und Autobahnraststätten – Finanzseiten im Internet machten aus dem

---

34 Anstatt in die Sterne zu gucken, hätte Streisand besser Kontakt zu Graham im Jenseits gesucht. Der intelligente Investor verschleudert seine Aktien niemals, nur weil der Kurs gefallen ist. Er fragt immer zuerst, ob sich am Wert des entsprechenden Unternehmens etwas geändert hat.

Aktienmarkt ein ununterbrochenes nationales Videospiel. Die Öffentlichkeit fühlte sich über die Börsen besser informiert als je zuvor. Doch während die Menschen in den Daten fast ertranken, hatte leider niemand auch nur den blassesten Schimmer davon, was sie bedeuteten. Aktien wurden von den Unternehmen völlig losgelöst – reine Abstraktionen, nur Blips, die sich über den Bildschirm eines Fernsehers oder eines Computers bewegten. Solange die Blips sich aufwärts bewegten, zählte nichts anderes.

Am 20. Dezember 1999 gab Juno Online Services einen bahnbrechenden Geschäftsplan bekannt: absichtlich so viel Geld wie möglich zu verlieren. Juno publizierte, dass es von nun an alle Verkaufsdienstleistungen kostenlos anbieten würde – keine Gebühr für E-Mails, keine Gebühr für den Internetzugang – und dass es im kommenden Jahr Millionen von Dollars für Werbung ausgeben würde. Nach dieser Erklärung eines Unternehmens-Harakiri schoss Junos Aktie innerhalb von zwei Tagen von 16,375 \$ auf 66,75 \$.<sup>35</sup>

Weshalb sollte man lernen, ob ein Unternehmen gewinnbringend ist oder welche Güter oder Dienstleistungen ein Unternehmen produziert oder wer das Unternehmen leitet, oder sogar, wie das Unternehmen heißt? Alles, was man über Aktien wissen muss, ist das Tickersymbol: CBLT, INKT, PCLN, TGLO, VRSN, WBVN.<sup>36</sup> Auf diese Weise konnte man sie sogar noch schneller kaufen, ohne die nervtötende Verspätung von zwei Sekunden, um sie mit einer Internet-Suchmaschine zu finden. Gegen Ende 1998 verdreifachte sich der Aktienkurs einer winzigen, selten gehandelten Gebäude-Instandhaltungsfirma, Temco Services, innerhalb von einigen Minuten bei rekordverdächtigen Umsätzen. Weshalb? In einer bizarren Form von finanzieller Legasthenie kauften Tausende von Tradern Temco, weil sie das Tickersymbol TMCO mit dem von Ticketmaster Online (TMCS), einem Liebling des Internet, verwechselten, dessen Aktie an diesem Tag erstmalig gehandelt wurde.<sup>37</sup>

Oscar Wilde witzelte, dass ein Zyniker „den Preis von allem kennt, jedoch den Wert von nichts“. Nach dieser Definition ist die Aktienbörse immer zynisch, doch

---

35 Nur ein Jahr später war der Kurs der Juno-Aktien auf 1,093 \$ geschrumpft.

36 Ein Tickersymbol ist eine Abkürzung für den Namen einer Aktiengesellschaft, normalerweise ein bis vier Buchstaben lang, das als Kürzel verwendet wird, um eine Aktie beim Handel zu identifizieren.

37 Dies war kein einmaliger Vorfall; bei mindestens drei weiteren Gelegenheiten kam es in den späten 90er-Jahren dazu, dass Trader die falsche Aktie in die Höhe schießen ließen, als sie ein Tickersymbol mit dem einer neuen Internetfirma verwechselten.

was sich Ende der 90er-Jahre abspielte, hätte selbst Oscar Wilde schockiert. Eine einzige unausgegorene Meinung über den *Kurs* konnte den Aktienkurs eines Unternehmens verdoppeln, selbst wenn der *Wert* des Unternehmens überhaupt nicht geprüft wurde. Gegen Ende 1998 warnte Henry Blodget, ein Analyst bei CIBC Oppenheimer, dass „wie bei allen Internet-Aktien eine Bewertung eher eine Kunst als eine Wissenschaft“ sei. Dann erwähnte er nur die Möglichkeit künftigen Wachstums und setzte das „Kursziel“ für Amazon.com mit einem Schlag von 150 \$ auf 400 \$ hoch. An diesem Tag machte Amazon.com einen Kurssprung um 19 %, und – trotz Blodgets Protest, sein Kursziel sei eine Prognose für ein ganzes Jahr – die Aktie raste innerhalb von drei Wochen auf über 400 \$. Ein Jahr später sagte der Analyst Walter Piecyk von PaineWebber voraus, dass die Aktie von Qualcomm in den nächsten zwölf Monaten auf über 1.000 \$ steigen würde. Die Aktie – die in diesem Jahr schon um 1.842 % zugelegt hatte – kletterte an diesem Tag noch einmal um 31 % auf 659 \$.<sup>38</sup>

## Von der Formel ins Fiasko

Doch zu traden, als würden die Unterhosen brennen, ist nicht die einzige Form der Spekulation. Während des vergangenen Jahrzehnts wurde für eine spekulative Formel nach der anderen geworben, sie wurde populär gemacht und dann beiseite geworfen. All diese Formeln hatten einige Charakteristika gemeinsam – Das ist schnell! Das ist einfach! Und es wird auch nicht wehtun! –, und alle verletzten zumindest eines der Unterscheidungsmerkmale Grahams zwischen Spekulation und Investition. Hier nun einige der modischen Formeln, die letztlich zu einer Bruchlandung führen:

- **Profitieren nach dem Kalender.** Der „Januar-Effekt“ – also die Tendenz kleinerer Aktien, um den Jahreswechsel herum hohe Gewinne zu verzeichnen – wurde in gelehrten Artikeln und populären Büchern in den 80er-Jahren weit verbreitet. Diese Studien zeigten, dass man, wenn man in der zweiten Dezember-Hälfte in kleine Aktien einsteigt und sie bis in den Januar hinein hält, den Markt um 5 bis 10 % schlagen kann. Das erstaunte viele Experten. Immerhin, wenn das so einfach wäre, würden dies bald alle wissen, viele würden es tun, und die Chance würde allmählich verschwinden.

---

38 In den Jahren 2000 und 2001 verloren Amazon.com und Qualcomm insgesamt 85,8 % beziehungsweise 71,3 % ihres Wertes.

Was verursachte den Januar-Sprung? Vor allen Dingen verkaufen viele Anleger ihre lausigsten Aktien am Ende des Jahres, um damit Verlust zu machen und so Steuern zu sparen. Zweitens werden professionelle Vermögensverwalter vorsichtiger, wenn sich das Jahr dem Ende zuneigt, und sie versuchen, ihre gute Performance zu erhalten (oder ihre schwache Performance zu verringern). Deshalb zögern sie, eine Aktie zu kaufen (oder sie zu behalten), wenn deren Kurs fällt. Und wenn eine schwache Aktie auch noch klein und unbedeutend ist, dann wird ein Vermögensverwalter noch weniger wollen, sie zum Jahresende in seinem Bestand zu haben. All diese Faktoren machen kleine Aktien zu finanziellen Schnäppchen; wenn der Verkauf aus steuerlichen Gründen nicht mehr gegeben ist, steigen die Kurse dieser Aktien im Verlauf des Januar wieder und bringen solide und schnelle Gewinne mit sich.

Der Januar-Effekt ist nicht verschwunden, doch wurde er schwächer. Nach William Schwert, einem Professor der Finanzwissenschaften an der University of Rochester, hätten Sie in der Zeit von 1962 bis 1979, wenn Sie gegen Ende Dezember kleine Aktien gekauft und sie Anfang Januar wieder verkauft hätten, den Markt um 8,5 % geschlagen, von 1980 bis 1989 um 4,4 % und von 1990 bis 2001 um 5,8 %.<sup>39</sup>

Als mehr Anleger den Januar-Effekt entdeckten, kauften mehr Trader im Dezember kleine Aktien, wodurch sie teurer und damit auch die Gewinne geringer wurden. Außerdem ist der Januar-Effekt bei den kleinsten Aktien am größten – doch nach Aussage der Plexus Group, einer führenden Autorität auf dem Gebiet der Transaktionskosten, können sich die Kosten für Kauf und Verkauf solch kleiner Aktien bis auf 8 % des investierten Kapitals belaufen.<sup>40</sup> Leider werden, sobald Sie Ihren Broker bezahlt haben, die Gewinne des Januar-Effekts hinweggeschmolzen sein.

- **Tun, „was funktioniert“.** 1996 veröffentlichte James O'Shaughnessy, ein unbedeutender Vermögensverwalter, ein Buch mit dem Titel *What Works on Wall Street*. Darin behauptet er, dass „Anleger *viel besser* sein könnten als der Gesamtmarkt“. O'Shaughnessy stellte eine erstaunliche Behauptung auf: Bei einem Einsatz von 10.000 \$ hätte man von 1954 bis 1994 8.074.504 \$ ma-

---

39 Schwert diskutiert diese Ergebnisse in einem hervorragenden Untersuchungsbericht, „Anomalies and Market Efficiency“, verfügbar unter <http://schwert.ssb.rochester.edu/papers.htm>.

40 Siehe Plexus Group Commentary 54, „The Official Icebergs of Transaction Costs“, Januar 1998 unter [www.plexusgroup.com/fs\\_research.html](http://www.plexusgroup.com/fs_research.html).



chen und damit den Markt um das Zehnfache schlagen können, ein Gewinn von durchschnittlich 18,2 % jährlich. Wie? Indem man einen Korb von 50 Aktien kauft, nämlich diejenigen mit den höchsten Jahresgewinnen, mit fünf Jahren ununterbrochener Gewinnsteigerung und einem Kurs, der weniger als das 1,5fache des Unternehmensertrags ausmacht.<sup>41</sup> So, als ob er der Edison der Wall Street wäre, erhielt er das US-Patent Nr. 5 978 778 für seine „automatisierten Strategien“ und gründete eine Gruppe mit vier Investmentfonds, die nach seinen Erkenntnissen arbeiteten. Ende 1999 hatte die Öffentlichkeit mehr als 175 Millionen \$ in die Fonds eingezahlt – und in seinem Jahresbericht für die Anteilhaber stellte O’Shaughnessy großspurig fest: „Wie immer hoffe ich, dass wir zusammen unsere langfristigen Ziele erreichen können, wenn wir unseren Kurs halten und bei unseren bewährten Anlagestrategien bleiben.“

Doch *What works on Wall Street* funktionierte nicht mehr, nachdem O’Shaughnessy sein Buch veröffentlicht hatte. Wie Sie in Abbildung 1-2 sehen können, liefen zwei seiner Fonds so schlecht, dass sie Anfang 2000 geschlossen wurden, und der Gesamtmarkt (gemessen am S&P 500) übertraf jeden dieser Fonds innerhalb von vier Jahren fast zu jeder Zeit.

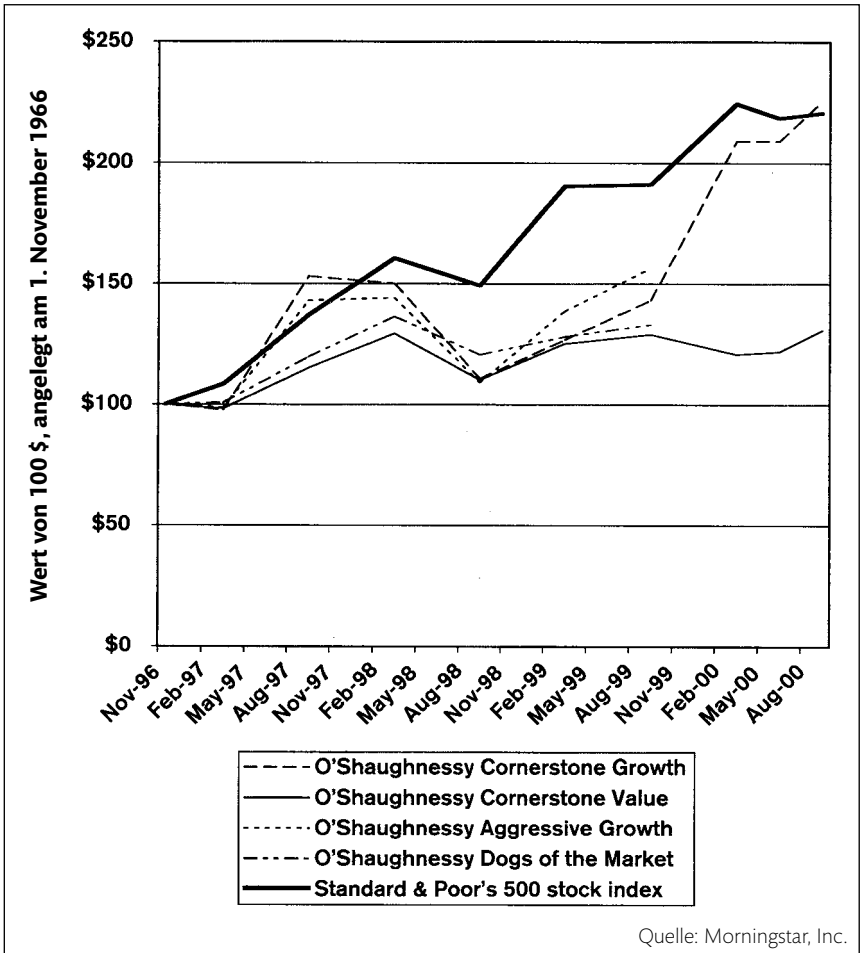
Im Juni 2000 näherte sich O’Shaughnessy seinen „langfristigen Zielen“, nachdem er seine Fonds einem neuen Manager übergab und seine Kunden mit diesen „bewährten Anlagestrategien“ sich selbst überließ.<sup>42</sup> O’Shaughnessys Anteilhaber müssten sich weniger aufregen, hätte er für sein Buch einen genaueren Titel gewählt – beispielsweise *Was an der Wall Street funktionierte ... bis ich dieses Buch geschrieben habe*.

- **Den „Foolish Four“ folgen.** Mitte der 90er-Jahre regte die Website (und einige Bücher) von Motley Fool eine Technik an, die sie „The Foolish Four“ nannten. Nach Motley Fool würden „Sie in den letzten 25 Jahren die Indizes in die Pfanne gehauen haben“ und könnten „Ihre Investmentfonds vernichten“,

41 James O’Shaughnessy, *What Works on Wall Street* (McGraw-Hill, 1996), Seiten XVI, 273–295.

42 Mit bemerkenswerter Ironie begannen die beiden überlebenden O’Shaughnessy-Fonds (heute unter dem Namen Hennessy-Fonds), sich recht gut zu entwickeln, genau zu dem Zeitpunkt, als O’Shaughnessy bekannt gab, dass er das Management einem anderen Unternehmen übertragen würde. Die Anteilhaber der Fonds waren wütend. In einem Chatroom bei Morningstar.com ließ einer Dampf ab: „Ich vermute, dass langfristig für O’S drei Jahre bedeutet. ... Ich kann euren Schmerz mitempfinden, auch ich habe dieser Methode vertraut ... Ich habe mehreren Freunden und Verwandten von diesem Fonds erzählt, und nun bin ich froh, dass sie meinem Rat nicht gefolgt sind.“

**Abb. 1-2:** Was an der Wall Street funktionierte ...



wenn Sie jährlich nur 15 Minuten für die Planung Ihrer Kapitalanlagen übrig hätten. Und das Beste daran, diese Technik berge nur „ein minimales Risiko“. Sie brauchten nur Folgendes zu tun:

- Nehmen Sie die fünf Aktien aus dem DJIA mit den niedrigsten Kursen und den höchsten Dividenden.
- Streichen Sie die Aktie mit dem niedrigsten Kurs.
- Legen Sie 40 % Ihres Geldes in die Aktie mit dem zweitniedrigsten Kurs an.
- Legen Sie jeweils 20 % in die übrigen drei Aktien an.

- Ein Jahr später sortieren Sie den Dow auf die gleiche Art und Weise und erneuern Ihr Portfolio entsprechend den ersten vier Schritten.
- Wiederholen Sie diesen Vorgang so lange, bis Sie reich sind.

Motley Fool behauptete, dass diese Technik in einem Zeitraum von 25 Jahren den Gesamtmarkt um bemerkenswerte 10,1 % jährlich geschlagen hätte. In den nächsten zwei Jahrzehnten, so behauptete das Unternehmen, würden 20.000 \$, die in die „Foolish Four“ investiert würden, auf 1.791.000 \$ anwachsen. (Und, so schlussfolgerte es, Sie könnten noch besser abschneiden, wenn Sie die fünf Aktien des Dow mit der höchsten Dividendenrendite im Verhältnis zur Quadratwurzel des Aktienkurses auswählten, diejenige mit dem höchsten Ergebnis streichen und die nächsten vier kaufen.)

Betrachten wir einmal, ob diese „Strategie“ die Kriterien als Investition nach Graham erfüllt:

- Welche Art von „sorgfältiger Analyse“ könnte rechtfertigen, dass die Aktie mit dem attraktivsten Kurs und der höchsten Dividende gestrichen wird – doch die vier Aktien behalten werden, die weniger dieser wünschenswerten Eigenschaften aufweisen?
- Wie kann es sein, dass es sich um „ein minimales Risiko“ handelt, wenn man 40 % des Anlagekapitals auf eine einzige Aktie setzt?
- Und wie sollte man ein Portfolio, das aus nur vier Aktien besteht, so ausreichend diversifizieren, um die Sicherheit des eingesetzten Kapitals zu gewährleisten?

Kurz und bündig: „The Foolish Four“ war eine der wertlosesten Formel zur Aktienauswahl, die jemals ausgeheckt wurden. Die „Fools“ machten den gleichen Fehler wie O’Shaughnessy: Wenn man eine große Menge von Daten lange genug betrachtet, dann wird man auch eine große Anzahl von Mustern entdecken – wenn auch nur zufällig. Allein durch glücklichen Zufall werden die Unternehmen, die überdurchschnittliche Ergebnisse erwirtschaften, vieles gemeinsam haben. Doch wenn diese Faktoren nicht dazu beitragen, dass die Aktie überdurchschnittlich gut läuft, dann kann man sie auch nicht verwenden, um damit künftige Gewinne zu prognostizieren.

Keiner der Faktoren, die Motley Fools mit solch einem Rummel „entdeckte“ – Streichen der besten Aktie, doppelten Einsatz auf die zweitbeste Aktie, Dividieren der Dividendenrendite durch die Quadratwurzel des Aktienkurses –, könnte die künftige Performance einer Aktie erklären. Die Zeitschrift *Money* fand heraus, dass ein Portfolio, das aus Aktien besteht, in deren Name kein Buchstabe zwei Mal

vorkommt, eine in etwa ebenso gute Performance hat wie das der Foolish Four – und aus demselben Grund: ausschließlich Glück.<sup>43</sup> Wie Graham nie aufhört, uns daran zu erinnern: Aktien laufen in der Zukunft nur gut oder schlecht, weil die zugehörigen Unternehmen gut oder schlecht laufen – nicht mehr und nicht weniger.

Es ist ganz sicher, dass die Foolish Four, anstatt den Markt zu zerlegen, Tausende von Menschen zerlegten, die so dumm waren zu glauben, dass dies eine Form der Kapitalanlage sei. Allein im Jahr 2000 machten die Aktien der Foolish Four – Caterpillar, Eastman Kodak, SBC und General Motors – einen Verlust von 14 %, während der Dow lediglich 4,7 % verlor.

Wie diese Beispiele zeigen, gibt es nur eines, was nie unter einem Bärenmarkt an der Wall Street leidet: dumme Ideen. Jedes dieser so genannten Anlagekonzepte fiel Grahams Gesetz zum Opfer. Alle mechanischen Formeln, die eine bessere Performance versprechen, sind „eine Art von selbstzerstörerischem Vorgang – ähnlich dem Gesetz der schwindenden Gewinne“. Es gibt zwei Ursachen für den Schwund. Wenn die Formel nur eine zufällige statistische Grundlage hat (wie die Foolish Four), dann wird allein die Zeit aufdecken, dass sie von Anfang an keinen Sinn machte. Wenn die Formel tatsächlich in der Vergangenheit funktionierte (wie der Januar-Effekt) und dann veröffentlicht wird, so werden die Börsenexperten immer dafür sorgen, dass dies in der Zukunft nicht mehr vorkommen wird.

All dies bestärkt Grahams Warnung, dass Sie Spekulationen so behandeln müssen wie alte Spieler ihre Besuche im Kasino:

- Sie dürfen sich selbst nie täuschen und denken, dass Sie investieren, wenn Sie in Wirklichkeit spekulieren.
- Spekulation wird in dem Augenblick tödlich, wenn Sie anfangen, sie ernst zu nehmen.
- Sie müssen den Betrag, den Sie bereit sind, aufs Spiel zu setzen, strikt begrenzen.

Ebenso, wie vernünftige Spieler beispielsweise nur 100 \$ in den Spielsaal mitnehmen und den Rest ihres Geldes im Safe des Hotelzimmers lassen, so widmet der Investor nur einen winzigen Teil des gesamten Portfolios einem „Konto für Ver-

---

43 Siehe Jason Zweig: „False Profits“, *Money*, August 1999, S. 55 bis 57. Eine ausführliche Diskussion über die Foolish Four finden Sie auch unter [www.investorhome.com/fool.htm](http://www.investorhome.com/fool.htm).

rücktheiten“. Für die meisten von uns gilt, dass maximal 10 % des Vermögens einem spekulativen Risiko ausgesetzt werden dürfen. *Niemals* aber dürfen Sie zulassen, dass spekulatives Denken Ihre Kapitalanlage beeinflusst, und niemals sollten Sie mehr als 10 % Ihres Vermögens aufs Spiel setzen, gleichgültig, was geschehen mag.

In jedem Fall ist der Spieltrieb ein Teil der menschlichen Natur – und deshalb ist es für die meisten Menschen aussichtslos, auch nur zu versuchen, diesen Trieb zu unterdrücken. Sie müssen ihn aber in Grenzen halten und ihn beherrschen. Die allerbeste Möglichkeit, sich ganz sicher nicht selbst zum Narren machen, ist, dass Sie Spekulation nie mit Investition verwechseln.



# Der Investor und die Inflation



Über Inflation und um den Kampf dagegen wurde in den vergangenen Jahren immer wieder öffentlich nachgedacht. Der Schwund der Kaufkraft des Dollars in der Vergangenheit und insbesondere die Furcht (oder Hoffnung bei Spekulanten) vor einem weiteren ernsthaften Abschwung in der Zukunft hat das Denken an der Wall Street deutlich beeinflusst. Natürlich leiden diejenigen, die ein festes Einkommen beziehen, wenn die Kosten für die Lebenshaltung steigen, und das gilt auch für eine Kapitalanlage mit fester Verzinsung. Für Aktionäre besteht jedoch die Möglichkeit, dass der Verlust der Kaufkraft des Dollars durch steigende Dividenden und Kursgewinne der Aktien ausgeglichen werden kann.

Auf der Grundlage dieser nicht zu leugnenden Tatsachen haben viele Finanzexperten geschlossen, dass (1) Anleihen grundsätzlich eine wenig begehrte Investition seien und (2) folglich Aktien wesentlich interessanter seien als Anleihen. Wir haben von Wohltätigkeitsorganisationen gehört, ihnen sei nahe gelegt worden, dass sie ausschließlich Aktien und keine Anleihen im Portfolio halten sollten.<sup>44</sup>

---

44 Ende der 90er-Jahre hatte sich diese Empfehlung – die für eine Stiftung oder Schenkung mit einem unendlich weiten Zeithorizont durchaus angebracht sein kann – zu Privatanlegern herumgesprochen, deren Leben jedoch endlich ist. In der Auflage von 1994 seines Buches *Stocks for the Long Run* riet Jeremy Siegel, Professor der Finanzwissenschaften an der Wharton School, *(Fortsetzung der Fußnote auf der nächsten Seite)*

Dies ist eine deutliche Abkehr von früheren Zeiten, als Anlagen in Fonds gesetzlich auf hochklassige Anleihen (und einige wenige Vorzugsaktien) beschränkt waren.

Unsere Leser müssen intelligent genug sein zu erkennen, dass selbst erstklassige Aktien *unter allen Bedingungen* auch keine bessere Wahl sein können als Anleihen – das heißt, gleichgültig wie hoch die Aktienkurse stehen und wie gering die aktuelle Dividendenrendite im Vergleich zu den Zinsen ist, die man mit Anleihen erzielen kann. Eine derartige Aussage wäre ebenso absurd wie die umgekehrte – die vor einigen Jahren ebenfalls zu hören war –, wonach jede Anleihe sicherer sei als jede Aktie. In diesem Kapitel wollen wir versuchen, verschiedene Maßstäbe auf den Faktor Inflation anzuwenden, um Aufschluss darüber zu erhalten, in welchem Ausmaß ein Anleger von Hoffnungen auf künftige Preissteigerungen beeinflusst werden kann.

In dieser Angelegenheit, wie in vielen anderen, wenn es um Finanzen geht, müssen wir unsere Ansichten zu einer künftigen Strategie mit den Erfahrungen aus der Vergangenheit begründen. Ist Inflation für dieses Land etwas Neues, zumindest in der gravierenden Form, die sie seit 1965 angenommen hat? Wenn wir vergleichbare (oder schlimmere) Inflationen erlebt haben, welche Lehren können wir daraus ziehen, um der heutigen Inflation begegnen zu können? Beginnen wir mit Tabelle 2-1, einer historischen Zusammenfassung, die uns viel über Veränderungen im allgemeinen Preisniveau und damit einhergehende Veränderungen bei Gewinnen und Marktwert von Aktien sagen kann. Unsere Zahlen beginnen im Jahr 1915 und umfassen somit 55 Jahre, jeweils im Abstand von fünf Jahren. (Statt 1945 nehmen wir die Zahlen von 1946, um nicht das letzte Jahr der Preiskontrollen aus der Kriegszeit einbeziehen zu müssen.)

Zuerst stellen wir fest, dass wir auch schon in der Vergangenheit Inflationen hatten – sogar eine ganze Menge. Die höchste Inflationsrate hatten wir zwischen 1915 und 1920, als sich die Lebenshaltungskosten nahezu verdoppelten. Dies ist mit der Inflation zwischen 1965 und 1970 vergleichbar, als die Preise um 15 % stiegen. Dazwischen lagen drei Zeiträume fallender Preise und dann sechs Perioden steigender Preise mit verschiedenen Steigerungsraten, von denen einige

---

(Fortsetzung von Fußnote 44)

dass risikofreudige Anleger auf Marge kaufen sollten, sich mehr als 35 % ihres Nettowertes leihen sollten, um 135 % des Vermögens in Aktien zu platzieren. Selbst Regierungsmitglieder traten in Aktion: Im Februar 1999 sagte der ehrenwerte Richard Dixon, Finanzminister des Bundesstaates Maryland, seinen Zuhörern auf einer Tagung über Kapitalanlage: „Für niemanden ist es sinnvoll, sein Geld in einen Anleihenfonds zu investieren.“