

BENJAMIN GRAHAM  
DAVID L. DODD

Die Geheimnisse der

# WERTPAPIER ANALYSE

Überlegenes Wissen für Ihre Anlageentscheidung



FBV

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

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

### **Für Fragen und Anregungen:**

[info@finanzbuchverlag.de](mailto:info@finanzbuchverlag.de)

5. korrigierte Auflage 2016

© der deutschen Ausgabe 2008 by FinanzBuch Verlag,  
ein Imprint der Münchner Verlagsgruppe GmbH  
Nymphenburger Straße 86  
D-80636 München  
Tel.: 089 651285-0  
Fax: 089 652096

© der Originalausgabe 1934 by The McGraw-Hill Companies, Inc., Copyright renewed 1962 by The McGraw-Hill Companies, Inc., All rights reserved. Die Originalausgabe erschien unter dem Titel »Security Analysis, The Classic 1940 Edition«

Alle Rechte, insbesondere das Recht der Vervielfältigung und Verbreitung sowie der Übersetzung, vorbehalten. Kein Teil des Werkes darf in irgendeiner Form (durch Fotokopie, Mikrofilm oder ein anderes Verfahren) ohne schriftliche Genehmigung des Verlages reproduziert oder unter Verwendung elektronischer Systeme gespeichert, verarbeitet, vervielfältigt oder verbreitet werden.

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.

Redaktion: Leonie Zimmermann; Moritz Malsch, [buch-concept.de](http://buch-concept.de)  
Lektorat: Marion Reuter, Katrin Schlechtriemen  
Übersetzung: Reno Basler, Florian Schulze, Horst Fugger (Vorwort W. E. Buffett)  
Satz: Daniel Förster, Belgern  
Druck: Dimograf Druckerei sp. z.o.o., Bielsko-Biala/Polen  
Printed in the EU

ISBN Print 978-3-89879-953-9  
ISBN E-Book (PDF) 978-3-86248-858-2  
ISBN E-Book (EPUB, Mobi) 978-3-86248-859-9

— Weitere Informationen zum Verlag finden Sie unter —

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

# INHALT

Vorwort von Warren E. Buffett .....	7
Vorwort zur zweiten Ausgabe .....	9
Vorwort zur ersten Ausgabe .....	11
<b>Wertpapieranalyse</b> .....	13
Einleitung: Die Probleme von Anlagestrategien .....	13
<b>TEIL I      Überblick und Einführung</b> .....	29
KAPITEL 1    Anwendungsbereich und Grenzen der Wertpapieranalyse: Das Konzept des inneren Wertes .....	30
KAPITEL 2    Fundamentale Elemente einer Wertpapieranalyse: Quantitative und Qualitative Faktoren .....	45
KAPITEL 3    Informationsquellen .....	60
KAPITEL 4    Unterschiede zwischen Investment und Spekulation .....	70
KAPITEL 5    Klassifizierung von Wertpapieren .....	82
<b>TEIL II      Investitionen mit Festbetragsansprüchen/                   Festverzinsliche Wertpapiere</b> .....	91
KAPITEL 6    Zur Auswahl von Investitionen mit Festbetragsansprüchen .....	92

KAPITEL 7	Zur Auswahl von Investitionen mit Festbetragsansprüchen: Zweiter und Dritter Grundsatz . . . . .	106
KAPITEL 8	Spezifische Standards für Investitionen in Anleihen . . . . .	121
KAPITEL 9	Spezifische Standards für Investitionen in Anleihen (Fortsetzung) .	132
KAPITEL 10	Spezifische Standards für Investitionen in Anleihen (Fortsetzung) .	151
KAPITEL 11	Spezifische Standards für Investitionen in Anleihen (Fortsetzung) .	161
KAPITEL 12	Besonderheiten der Analyse von Eisenbahn- und Versorgeranleihen . . . . .	175
KAPITEL 13	Weitere Besonderheiten der Anleihenanalyse . . . . .	197
KAPITEL 14	Theorie der Vorzugsaktien . . . . .	204
KAPITEL 15	Auswahltechnik bei Investitionen in Vorzugsaktien . . . . .	216
KAPITEL 16	Gewinnschuldverschreibungen und mit Garantien ausgestattete Wertpapiere. . . . .	229
KAPITEL 17	Mit Garantien ausgestattete Wertpapiere (Fortsetzung) . . . . .	242
KAPITEL 18	Schutzbestimmungen und Rechtsmittel vorrangiger Wertpapiere . .	257
KAPITEL 19	Schutzbestimmungen (Fortsetzung). . . . .	270
KAPITEL 20	Schutzmechanismen bei Vorzugsaktien – Substanzerhaltung nachrangiger Finanzierungspapiere . . . . .	282
KAPITEL 21	Laufende Überprüfung des Portfolios . . . . .	295
<b>TEIL III</b>	<b>Vorrangige Wertpapiere mit spekulativen Eigenschaften . . . . .</b>	<b>305</b>
KAPITEL 22	Bevorrechtigte Emissionen. . . . .	306
KAPITEL 23	Technische Eigenschaften von bevorrechtigten Wertpapieren. . . . .	316
KAPITEL 24	Technische Aspekte von wandelbaren Wertpapieren . . . . .	329
KAPITEL 25	Vorrangige Wertpapiere mit Optionen. Partizipierende Wertpapiere. Wechsel und Kursabsicherung. . . . .	338
KAPITEL 26	Vorrangige Wertpapiere mit bedenklicher Sicherheit . . . . .	350
<b>TEIL IV</b>	<b>Theoretische Betrachtung von Aktieninvestitionen. Der Dividendenfaktor . . . . .</b>	<b>363</b>
KAPITEL 27	Theoretische Betrachtung von Aktieninvestitionen . . . . .	364
KAPITEL 28	Neuere Ansätze für Aktieninvestitionen . . . . .	382
KAPITEL 29	Der Dividendenfaktor in der Aktienanalyse. . . . .	393
KAPITEL 30	Gratisaktien . . . . .	410

<b>TEIL V</b>	<b>Analyse des Erfolgskontos. Der Ertragsfaktor bei der Beurteilung des Stammaktienwerts. . . . .</b>	<b>423</b>
KAPITEL 31	Analyse des Erfolgskontos . . . . .	424
KAPITEL 32	Außerordentliche Verluste und weitere sonstige Positionen in der Erfolgsrechnung . . . . .	440
KAPITEL 33	Irreführende Kunstgriffe in der Erfolgsrechnung. Gewinne von Tochtergesellschaften . . . . .	451
KAPITEL 34	Das Verhältnis von Abschreibungen und ähnlichen Aufwendungen zur Ertragskraft . . . . .	469
KAPITEL 35	Die Abschreibungsverfahren von öffentlichen Versorgungsunternehmen . . . . .	490
KAPITEL 36	Abschreibungen aus Sicht des Investors . . . . .	507
KAPITEL 37	Bedeutung des Ertragsverlaufs . . . . .	536
KAPITEL 38	Besondere Gründe für die kritische Betrachtung oder Ablehnung des führenden Verlaufes . . . . .	551
KAPITEL 39	Kurs-Gewinn-Verhältnisse bei Stammaktien. Anpassungen bei Kapitalisierungsänderungen . . . . .	560
KAPITEL 40	Kapitalstruktur . . . . .	573
KAPITEL 41	Preisgünstige Stammaktien. Eine Analyse der Einkommensquelle . . . . .	586
<b>TEIL VI</b>	<b>Bilanzanalyse. Die Auswirkung von Vermögenswerten . . . . .</b>	<b>599</b>
KAPITEL 42	Bilanzanalyse: Die Bedeutung des Buchwertes . . . . .	600
KAPITEL 43	Die Bedeutung des Umlaufvermögenswertes . . . . .	612
KAPITEL 44	Auswirkungen des Liquidationswertes. Beziehungen zwischen Aktionären und Management . . . . .	629
KAPITEL 45	Bilanzanalyse (Abschluss). . . . .	645
<b>TEIL VII</b>	<b>Weitere Aspekte der Wertpapieranalyse: Unterschiede zwischen Kurs und Bewertung . . . . .</b>	<b>671</b>
KAPITEL 46	Aktioptionen . . . . .	672
KAPITEL 47	Finanzierungs- und Managementkosten . . . . .	683
KAPITEL 48	Aspekte von Unternehmensverschachtelungen . . . . .	693
KAPITEL 49	Vergleichende Analyse von Unternehmen derselben Branche . . . . .	703
KAPITEL 50	Unterschiede zwischen Kurs und Wert . . . . .	718

KAPITEL 51	Unterschiede zwischen Kurs und Wert (Fortsetzung) . . . . .	738
KAPITEL 52	Markt- und Wertpapieranalyse. . . . .	747
<b>Anhang</b>	. . . . .	761
Anmerkungen zur Einleitung	. . . . .	762
Anmerkungen zu Teil I	. . . . .	764
Anmerkungen zu Teil II.	. . . . .	769
Anmerkungen zu Teil III	. . . . .	808
Anmerkungen zu Teil IV	. . . . .	818
Anmerkungen zu Teil V–VII	. . . . .	824
Register	. . . . .	901
Über die Autoren	. . . . .	929

## VORWORT VON WARREN E. BUFFETT

In meiner überfüllten Bibliothek stehen vier Bücher, die ich ganz besonders schätze. Sie alle wurden schon vor mehr als 50 Jahren geschrieben. Dennoch wäre jedes von ihnen auch dann von enormem Wert für mich, läse ich es heute zum ersten Mal. Ihre Weisheit bleibt, obwohl das Papier verblasst.

Zwei dieser Bücher sind Erstausgaben von *Der Wohlstand der Nationen* (1776) von Adam Smith und *Intelligent Investieren* (1949) von Benjamin Graham. Ein drittes ist die Originalausgabe des Buches, das Sie gerade in den Händen halten: *Die Geheimnisse der Wertpapieranalyse* von Graham und Dodd. Ich habe dieses Buch schon während meiner Zeit an der Columbia University 1950 und 1951 studiert, als ich das außergewöhnliche Glück hatte, Ben Graham und Dave Dodd als Lehrer zu haben. Das Buch und diese beiden Männer haben mein Leben verändert.

In praktischer Hinsicht wurde das, was ich lernte, zum Fundament aller meiner Entscheidungen als Investor und im Geschäftsleben. Schon lange vor meiner Begegnung mit Ben und Dave war ich vom Aktienmarkt fasziniert. Ehe ich mit 11 Jahren meine erste Aktie kaufte – früher konnte ich mir die für den Kauf nötigen 115 Dollar nicht leisten – hatte ich in der öffentlichen Bibliothek in Omaha jedes Buch gelesen, das mit dem Aktienmarkt zu tun hatte. Viele von ihnen fand ich faszinierend – interessant waren sie alle. Aber wirklich nützlich war keines von ihnen.

Meine intellektuelle Odyssee war allerdings vorbei, als ich Ben und Dave kennenlernte; zunächst durch ihre Veröffentlichungen, später auch persönlich. Sie haben eine Straßenkarte des Investierens geschaffen, an der ich mich nun schon seit 57 Jahren orientiere. Es gab nie einen Grund, nach einer anderen Karte zu suchen.

Warren E. Buffett





## VORWORT ZUR ZWEITEN AUSGABE

Der Umstand, dass seit der Erstveröffentlichung dieses Werkes sechs Jahre vergangen sind, liefert die Rechtfertigung, wenn nicht sogar die Notwendigkeit für die vorliegende umfangreiche Überarbeitung. Die rasanten Veränderungen in der Wirtschaftswelt gestatten den Autoren keine lange Bequemlichkeit. Der Einfluss eines großen Krieges erweitert unsere Aufgabenstellung um einen besonderen Punkt. In Bezug auf Anlagestrategien können wir die Bedeutung des Krieges für die Zukunft bestenfalls andeuten. Hinsichtlich der Wertpapieranalyse an sich können die neuen Unsicherheiten die Thematik komplizieren, doch sollten sie deren Grundlagen oder Methoden nicht verändern.

Wir haben den Text im Hinblick auf einige Zielsetzungen überarbeitet. Zahlreiche Schwachpunkte wurden korrigiert und durch einige neue Beurteilungen ersetzt. Im Finanzbereich wurde den aktuellen Entwicklungen Rechnung getragen, insbesondere den Auswirkungen der Regulierungen durch die *Securities and Exchange Commission*. Die Beständigkeit von niedrigen Zinssätzen rechtfertigt eine neue Herangehensweise an diese Thematik. Dagegen bringt uns die erneute Bestätigung des Vertrauens der Wall Street auf Trends zu einer umfassenderen, jedoch nicht wesentlich anderen Kritik dieser modernen Anlagephilosophie.

Obwohl sich, da die Zeit schnell verstreicht, ein zu großes Beharren auf aktuellen Beispielen als Bumerang erweisen kann, haben wir Veranschaulichungen verwendet, die in den Rahmen der Jahre 1939 bis 1940 passen. Doch glauben wir ebenso, dass viele alte Beispiele, die bei ihrer ersten Erwähnung die Zukunft herausgefordert haben, gegenwärtig ziemlich nützlich sind, um die vorgeschlagenen Methoden zu überprüfen. Daher haben wir in Anlehnung an eine unserer Ideen gewagt, zu allen relevanten Beispielen aus 1934 das Nachspiel als »Labor-test« angewandter Wertpapieranalyse zu betrachten. Die im Text bzw. als Anmerkung vorgenommene Bezugnahme auf jeden einzelnen Fall ermöglicht es dem Leser, zu den Behauptungen des Wertpapieranalysten eigene Überprüfungen durchzuführen.

Die Erweiterung des Umfangs dieses Buches ergibt sich zum Teil aus der erhöhten Anzahl von Beispielen, zum Teil aus zusätzlichen Klarstellungen hinsichtlich vieler Punkte und vor allem aus einer erweiterten Analyse von Eisenbahngesellschaften und zusätzlichen neuen Statistiken zu allen an der New York Stock Exchange gelisteten Industrieunternehmen. Die allgemeine Gliederung des Werkes wurde beibehalten, obwohl einige Personen, die es als Text verwenden, andere Vorschläge unterbreitet haben. Wir vertrauen jedoch darauf, dass die Reihenfolge der Kapitel beim Lesen ohne große Schwierigkeiten abgeändert werden kann zur Vereinfachung für Leser, die beispielsweise mit der Theorie und Praxis der Stammaktienanalyse beginnen möchten.

BENJAMIN GRAHAM  
DAVID L. DODD

*New York City, Mai 1940*

## VORWORT ZUR ERSTEN AUSGABE

Dieses Buch richtet sich an alle, die ein ernstes Interesse an der Bewertung von Wertpapieren haben. Es ist jedoch nicht für den Einsteiger gedacht, da es einige Bekanntschaft mit der Terminologie und den grundlegenden Konzepten der Finanzierungslehre voraussetzt. Der Anwendungsbereich dieses Werkes ist umfassender, als es der Titel aussagen mag. Es behandelt nicht nur die Analysemethoden für einzelne Wertpapiere, sondern ebenso die Festlegung allgemeiner Richtlinien zur Auswahl und Absicherung von Wertpapieren. Infolgedessen liegt der Schwerpunkt auf der Unterscheidung von Anlage und Spekulation, der Durchführung von seriösen und brauchbaren Sicherheitstests sowie dem Verständnis der Rechte und wahren Interessen von Anlegern vorrangiger Wertpapiere und Besitzern von Stammaktien.

Das vorrangige, jedoch nicht alleinige Kriterium bei der Aufteilung der Seiten auf die verschiedenen Themen war die jeweilige Bedeutsamkeit. Einige grundlegend wichtige Themen, zum Beispiel die Bestimmung der zukünftigen Aussichten von Unternehmen, finden nur kurz Berücksichtigung, da hierzu wenig Nützliches gesagt werden kann. Andere Themen wurden nur gestreift, da sie weithin bekannt sind. Umgekehrt haben wir die Verfahren zur Aufdeckung von günstigen Wertpapieren weit über ihre Bedeutung für den gesamten Anlagebereich hinaus betont, da die dem Wertpapieranalysten eigentümlichen Begabungen bei dieser Aktivität vielleicht ihren ergiebigsten Ausdruck finden. Auf ähnliche Weise haben wir die Eigenschaften von vorrangigen Wertpapieren (Wandelanleihen etc.) ziemlich ausführlich untersucht, da diesen Instrumenten – angesichts ihrer umfangreichen Entwicklung in den letzten Jahren – in gewöhnlichen Lehrbüchern nur unzureichende Aufmerksamkeit zukommt.

Unser vorherrschendes Ziel war jedoch, dieses Werk eher kritisch als deskriptiv zu gestalten. Wir befassen uns in erster Linie mit Konzepten, Methoden, Standards, Prinzipien und vor allem logischer Argumentation. Bei der Hervorhebung von Theorie ist ihr prak-

tischer Nutzen relevant. Weiterhin haben wir vermieden, Richtlinien vorzugeben, die nur schwer verfolgt werden können, oder technische Vorgehensweisen, die mehr Probleme bereiten, als sie nützen.

Die hauptsächliche Aufgabenstellung dieses Werkes betraf jedoch die Perspektive – die unterschiedlichen Erfahrungen der jüngeren und entfernten Vergangenheit sollen zu einer Synthese verbunden werden, die der Überprüfung durch eine stets mysteriöse Zukunft standhält. Während des Schreibens mussten wir gegen die weitverbreitete Auffassung kämpfen, dass Katastrophen in der Finanzwelt eine dauerhafte Ordnung bilden; zum Veröffentlichungszeitpunkt sehen wir bereits die jahrhundertealte Schwäche des Anlegers wiederauferstehen, dass sein Geld ein Loch in seine Tasche brennt. Jedoch ist es vor allem der konservative Anleger, der ständig an die Lektionen der Jahre 1931 bis 1933 und die vorhergehenden Zusammenbrüche erinnert werden muss. Die von uns als Investitionen mit fixen Rückflüssen bezeichneten Anlagen können nur vernünftig ausgewählt werden, wenn sie – um mit Spinoza zu sprechen – »vom Standpunkt der Katastrophe aus« betrachtet werden. Bei anderen Arten von Wertpapierengagements haben wir uns durchgehend bemüht, den Leser vor einer Überbetonung von oberflächlichen und kurzzeitigen Gegebenheiten zu schützen. Zwanzig Jahre vielseitiger Erfahrungen an der Wall Street haben den älteren Autor gelehrt, dass diese Überbetonung zugleich der Irrglaube und der Untergang der Finanzwelt ist.

Unser größter Dank gehört unseren vielen Freunden, die uns bei der Vorbereitung dieses Werkes ermutigt und geholfen haben.

BENJAMIN GRAHAM  
DAVID L. DODD

*New York City, Mai 1934*

# WERTPAPIERANALYSE

## EINLEITUNG

### DIE PROBLEME VON ANLAGESTRATEGIEN

Obwohl die Wertpapieranalyse genau genommen ohne Bezugnahme auf irgendwelche genauen Anlagepläne oder -standards betrieben werden kann, wäre eine derartige Aufgabenspezialisierung ziemlich unrealistisch. Eine kritische Analyse von Bilanzen und Gewinn- und Verlustrechnungen, Vergleiche von ähnlichen Wertpapieren, die Untersuchung von Vertragsbedingungen und Schutzklauseln bei Anleihen und Vorzugsaktien – diese typischen Tätigkeiten des Wertpapieranalysten werden ausnahmslos mit dem Ziel praktischer Kauf- und Verkaufsabsichten ausgeführt und sie müssen innerhalb eines umfassenden Rahmens von Anlageprinzipien oder spekulativen Grundsätzen betrachtet werden. In diesem Werk trachten wir nicht nach einer genauen Abgrenzung zwischen Anlagetheorie und Analysetechnik, doch zuweilen vereinen wir beide Begriffe in ihrer engen Beziehung innerhalb der Finanzwelt.

Daher scheint es am besten, unsere Darstellung mit einem kurzen Rückblick auf die Probleme der Methoden einzuleiten, denen der Wertpapierkäufer gegenübersteht. Eine derartige Diskussion ist, zumindest teilweise, durch die beim Verfassen dieses Kapitels vorherrschenden Bedingungen geprägt. Doch hoffen wir, dass mögliche Veränderungen ausreichend in Betracht gezogen werden, um unseren Schlussfolgerungen mehr als nur vorübergehendes Interesse und vorübergehende Wertschätzung beizumessen. Tatsächlich betrachten wir solche Veränderungen als zentralen Dreh- und Angelpunkt in der Finanzwelt. Zum besseren Verständnis unseres Standpunktes stellen wir zusammengefasstes Datenmaterial vor, das die Umkehrungen und Umbrüche von Werten und Standards verdeutlichen soll, die sich im letzten Vierteljahrhundert ereignet haben.



Kursspanne	47	9	25	297	74	150	828	414	612
Ertrag pro Aktie (in \$)	8.86	0.07	4.71	32.75	19.64	24.30	36.48	26.10	32.46
Dividende pro Aktie	Nil	Nil	Nil	7.00	5.00	6.00	30.00	24.00	26.00
KGV <sup>?</sup>	10,0 ×	1,9 ×	5,3 ×	12,2 ×	3,0 ×	6,2 ×	25,5 ×	12,7 ×	18,8 ×
Rendite (in %) <sup>?</sup>	Nil	Nil	Nil	2.0	8.1	4.0	3.1	6.3	4.2
<b>Pennsylvania R.R.:</b>									
Kursspanne	65	53	60	55	41	46	50	14	30
Ertrag pro Aktie (in \$)	4.64	4.14	4.33	6.23	3.82	5.07	2.94	0.84	1.95
Dividende pro Aktie	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	2.00	0.50	1.25
KGV <sup>?</sup>	15,0 ×	12,2 ×	13,8 ×	10,9 ×	8,1 ×	9,2 ×	25,6 ×	7,2 ×	15,5 ×
Rendite (in %) <sup>?</sup>	4,6	5,7	5,0	5,5	7,3	6,5	2,5	8,9	4,1
<b>American Tel. &amp; Tel.:</b>									
Kursspanne	153	110	137	145	119	130	190	111	155
Ertrag pro Aktie (in \$)	9.58	8.64	9.26	11.79	11.31	11.48	9.62	8.16	9.05
Dividende pro Aktie	8.00	8.00	8.00	9.00	9.00	9.00	9.00	9.00	9.00
KGV <sup>?</sup>	16,5 ×	11,9 ×	14,8 ×	12,6 ×	10,4 ×	11,3 ×	21,0 ×	12,3 ×	17,1 ×
Rendite (in %) <sup>?</sup>	5,2	7,3	5,8	6,2	7,6	6,9	4,7	8,1	5,8

\* Axe-Houghton Konjunktur- und Industriekursindex, beide nicht trendbereinigt; Renditen von 10 hochwertigen Eisenbahnanleihen – alle mit freundlicher Genehmigung von E. W. Axe & Co., Inc.

? Die Höchst-, Tief- und Durchschnittskurse wurden mit den durchschnittlichen Gewinnen und Dividenden in jeder Periode verglichen.

‡ Die Zahlen der Jahre 1936 bis 1938 wurden angepasst, um eine Aktiedividende in Höhe von 40 Prozent anzugeben.

§ Die Zahlen wurden angepasst, um verschiedene Aktiedividenden und Aktiensplits zwischen 1913 und 1930 widerzuspiegeln (letztenendlicher Gegenwert: etwa 25 Aktien im Jahr 1936 für eine Aktie im Jahr 1912).

|| Ausschließlich eine Aktie der Electric Bond and Share Securities Corporation, die 1925 als Dividende ausgeschüttet wurde.

‡ Die Zahlen der Jahre 1936 bis 1938 wurden angepasst, um einen Aktientausch im Verhältnis 6:1 im Jahr 1926 widerzuspiegeln.

Die drei Referenzzeiträume 1911 bis 1913, 1923 bis 1925 und 1936 bis 1938 wurden ausgewählt, da sie die besten Annäherungen zum »Normalzustand« bzw. zur relativen Stabilität darstellen, die in den Intervallen während des letzten Vierteljahrhunderts gefunden werden konnten. Zwischen dem ersten und zweiten Dreijahreszeitraum gab es den Zusammenbruch durch den Krieg und hektischen Wohlstand, gefolgt von einer Nachkriegsunterbrechung, Inflation und einer tief gehenden Depression. Zwischen 1925 und 1936 gab es einen »Neuzeit-Boom«, den großen Zusammenbruch und die Depression und anschließend eine ungleichmäßige Erholung zum Normalzustand. Doch wenn wir die Dreijahreszeiträume an sich untersuchen, kommen wir nicht umhin, die selbst in relativ normalen Zeiten steigende tendenzielle Instabilität festzustellen. Dies zeigt sich anschaulich in der fortschreitenden Ausweitung der Kurven in Grafik A, welche die Schwankungen der allgemeinen Konjunktur und der Kurse von Industrieaktien während der betreffenden Jahre nachzeichnen.

Es wäre töricht, aus diesen Entwicklungen eine noch größere Instabilität für die Zukunft abzuleiten. Doch wäre es gleichfalls unvorsichtig, die Bedeutung dieser Vorgänge zu bagatellisieren und allzu bereit zu der bequemen Überzeugung von 1925 zurückzukehren, dass wir kontinuierlich auf höhere Stabilität und größeren Wohlstand hinsteuern. Die Zeiten scheinen flexible und aufgeschlossene Anlagestrategien zu gebieten sowie Vorsicht bei Akzeptanz jeder Theorie hinsichtlich der Zukunft. Mit diesen Warnungen als Orientierungshilfe wollen wir nun dazu übergehen, bestimmte Anlageprobleme kurz zu untersuchen.

## **ANLAGEN IN HOCHWERTIGE ANLEIHEN UND VORZUGSAKTIEN**

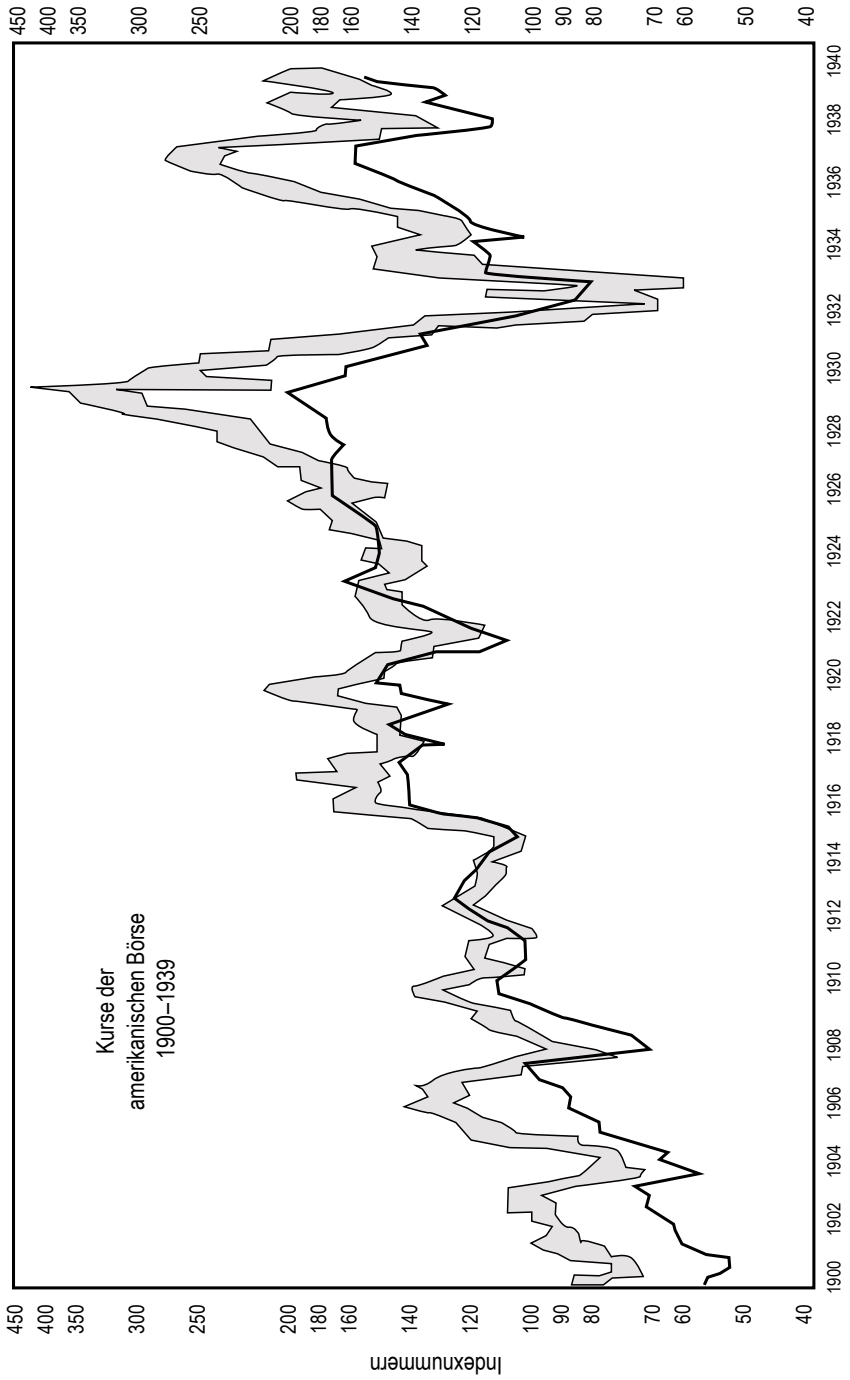
Anlagen in Anleihen werfen heutzutage mehr verwirrende Probleme auf, als es 1913 der Fall zu sein schien. Die wichtigste Frage drehte sich damals um die Erzielung der höchsten Rendite bei entsprechender Sicherheit; und falls der Anleger mit den niedrig verzinsten Standardemissionen (fast ausschließlich Pfandbriefe von Eisenbahngesellschaften) zufrieden war, konnte er sie angeblich »mit geschlossenen Augen kaufen, beiseitelegen und vergessen«. Heutzutage muss der Anleger mit einem dreifachen Problem ringen: der Sicherheit von Zinsen und Kapital, den zukünftigen Anleihenrenditen und -kursen und dem zukünftigen Wert des Dollar. Die Beschreibung dieses Dilemmas ist einfach, eine zufriedenstellende Lösung erscheint jedoch beinahe unmöglich.

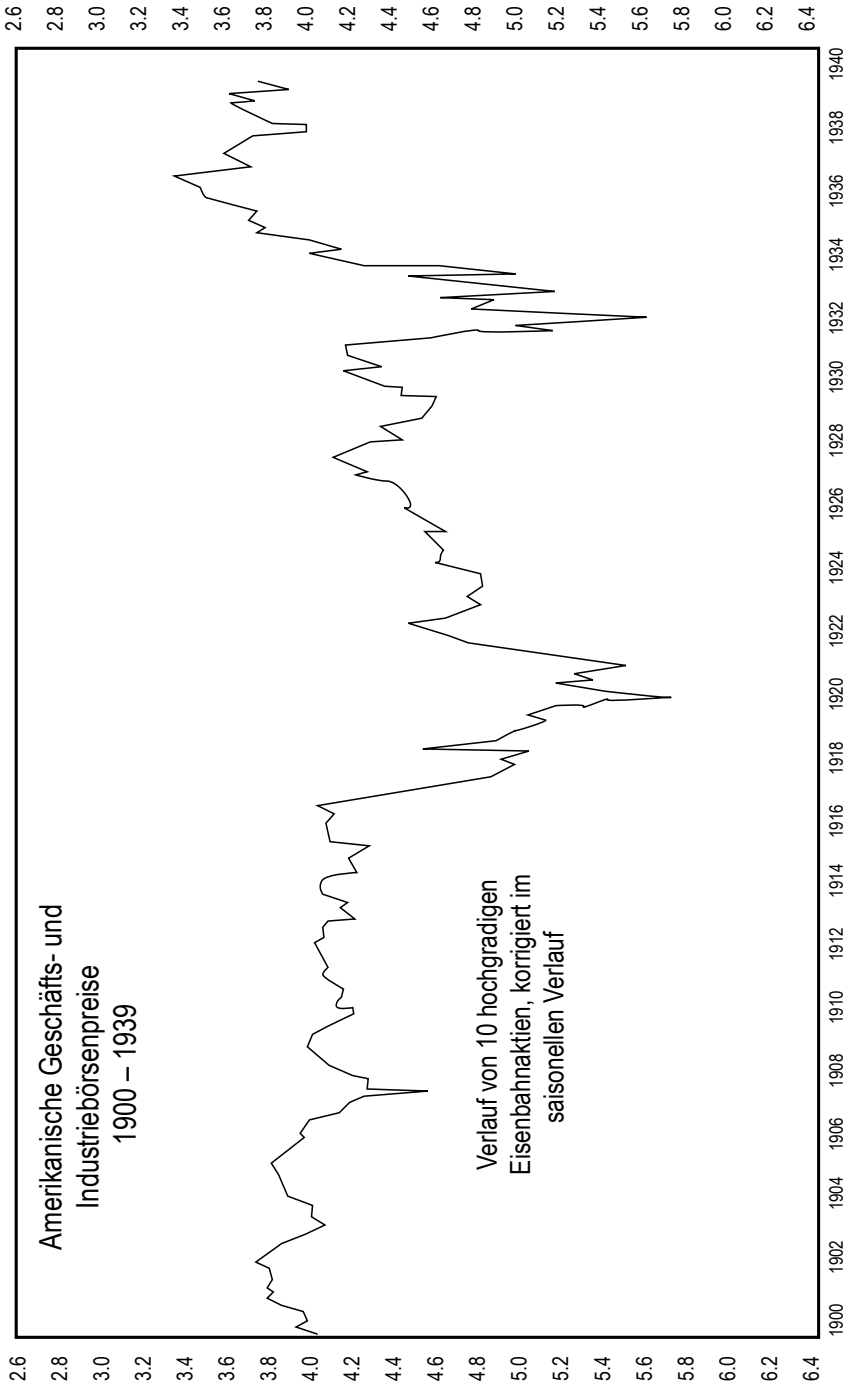
**DIE SICHERHEIT VON ZINSEN UND KAPITAL** – Zwei schwere Depressionen in den letzten zwanzig Jahren und der Zusammenbruch einer hohen Anzahl von Eisenbahnwertpapieren, die einst unzweifelhaft als sicher galten, deuten darauf hin, dass die Zukunft eventuell weitere unsanfte Erschütterungen für den selbstgefälligen Anleiheninvestor



mit sich bringt. Die alte Vorstellung von »beständigen Kapitalanlagen«, die von Veränderungen und Sorgen ausgenommen sind, hat ohne Zweifel endgültig ausgedient. Unsere Untersuchungen führen uns jedoch zu dem Schluss, dass der Anleger durch ausreichend strenge Auswahlstandards und halbwegs häufige anschließende Überprüfungen in der Lage sein sollte, den meisten schwerwiegenden Verlusten, die ihn in der Vergangenheit verwirrt haben, zu entgehen. Somit sollte sich der Zufluss an Zinsen und Kapital selbst in einer Depression als zufriedenstellende Einnahme herausstellen. Eine sorgfältige Auswahl muss auch eine entsprechende Betrachtung von zukünftigen Aussichten einschließen, doch wir gehen nicht davon aus, dass der Anleger hellseherische Fähigkeiten haben oder sich auf Unternehmen beschränken muss, die außergewöhnliche Gewinnsteigerungen versprechen. Diese Hinweise beziehen sich auf (wahrhaft) hochwertige Vorzugsaktien und Anleihen.

DIE ZUKUNFT VON ZINSSÄTZEN UND ANLEIHENKURSEN – Die beispiellos niedrigen Renditen kurz- und langfristiger Anleihen können für den Anleger – neben der angeborenen Unzufriedenheit mit einer geringen Rendite – auch aus anderen Gründen besorgniserregend sein. Falls sich die niedrigen Zinssätze als vorübergehend erweisen und auf bisherige Niveaus ansteigen, könnten die Kurse von langfristigen Anleihen mindestens 25 Prozent ihres Marktwertes verlieren. Ein derartiger Preisverfall entspräche einem Zinsverlust von etwa zehn Jahren. 1934 gingen wir davon aus, dass diese Möglichkeit ernsthaft in Betracht gezogen werden muss, da die zu diesem Zeitpunkt niedrigen Zinssätze ebenso gut das Phänomen einer unterentwickelten Konjunktur sein konnten, vorbehaltlich eines radikalen Anstiegs mit wiederkehrender Handelsaktivität. Doch das Verharren dieser niedrigen Zinssätze über mehrere Jahre, trotz der beträchtlichen Konjunkturausweitung 1936 bis 1937, würde nachhaltig für eine Akzeptanz dieser Situation als bekanntes Ergebnis von Überschussliquidität oder staatlicher Fiskalpolitik oder beidem sprechen. Durch den Ausbruch eines europäischen Krieges 1939 wurde diesem Problem eine neue Unsicherheit hinzugefügt. Der Erste Weltkrieg bewirkte einen starken Anstieg der Zinssätze und einen gleichzeitigen Kursverfall hochwertiger Anleihen. Zwischen den Situationen von 1914 und 1939 gibt es ausreichende Ähnlichkeiten und Unterschiede, die eine einfache Prognose zu riskant machen. Offensichtlich ist die Gefahr eines beträchtlichen Verfalls der Anleihenurse (vom Niveau Anfang 1940 aus betrachtet) immer noch reell; doch unterliegt eine Nichtanlagepolitik in Erwartung eines derartigen Ereignisses vielen praktischen Einwänden. Die schlüssigste Reaktion auf diese unsichere Situation ist vielleicht eine Vorliebe für Laufzeiten von nicht länger als 15 Jahren ab Kaufdatum. Für den Kleinanleger stellen US-Sparbriefe eine optimale Lösung dieses (und des vorangehenden) Problems dar, da das Recht der Ablösung nach *Ermessen des Inhabers* gegen einen Kursverfall absichert. Die Einführung dieser Kleinschuldverschreibungen hat, wie wir in einer ausführlicheren Diskussion aufzeigen werden, die Lage der meisten Wertpapierkäufer wahrhaft revolutioniert.





DER WERT DES DOLLAR – Falls der Anleger sicher ist, dass die Kaufkraft des Dollar in der Zukunft erheblich abnimmt, sollte er statt Anleihen ohne Zweifel Stammaktien oder Rohstoffe bevorzugen. Soweit Inflation – im allgemein verwendeten Sinn – eine Rolle spielt, gestaltet sich die Anlagestrategie des typischen Anleihenkäufers verwirrender. Die Argumente für und gegen eine endgültige Inflation sind ungewöhnlich bedeutsam und wir müssen eine Wahl treffen. Der Verlauf des Kursniveaus seit 1933 scheint falsche Inflationsängste zu suggerieren, doch die Vergangenheit ist hinsichtlich der Zukunft nicht zwangsläufig aufschlussreich. Vorsichtigerweise sollte eine ausgeglichene Anlagestrategie erwogen werden, das heißt die Einbeziehung von Stammaktien oder Sachwerten, um Absicherung gegen einen Sturz des Dollar zu bieten. Eine derartige Mischstrategie brächte Probleme eigener Art mit sich und in letzter Instanz muss jeder Anleger selbst entscheiden, welches Alternativrisiko er bevorzugen würde.

## **SPEKULATIVE ANLEIHEN UND VORZUGSAKTIEN**

Die Probleme dieser großen Gruppe von Wertpapieren liegen nicht in der Gruppe selbst, sondern entstehen aus den Gruppen von festverzinslichen Anlagepapieren und Stammaktien, zwischen denen sie liegen. Die umfassenden Grundsätze, die dem Kauf von spekulativen vorrangigen Wertpapieren zugrunde liegen, bleiben aus unserer Sicht unverändert: (1) Das Risiko des Kapitalverlustes kann nicht allein durch eine höhere Rendite ausgeglichen werden, sondern muss mit der angemessenen Aussicht eines Kursanstiegs einhergehen. (2) Generell ist es sinnvoller, diese Emissionen – statt als eine untergeordnete Art vorrangiger Wertpapiere – als Stammaktien zu betrachten, jedoch unter Berücksichtigung ihrer limitierten Ansprüche.

## **DAS ANLAGEPROBLEM BEI STAMMAKTIEN**

Die Spekulation mit Stammaktien, wie der Begriff im Allgemeinen verstanden wird, ist nicht so schwierig zu verstehen, wie praktisch durchzuführen. Der Spekulant riskiert sein Geld allerdings aufgrund seiner Vermutung oder Beurteilung hinsichtlich des allgemeinen Marktes, der Bewegung einer bestimmten Aktie oder möglicherweise der zukünftigen Entwicklung eines Unternehmens. Zweifellos haben sich die Probleme des Spekulanten mit den Jahren verändert, doch neigen wir zu der Ansicht, dass sich die für den Erfolg notwendigen Fähigkeiten beziehungsweise die notwendige Übung sowie die rechnerischen Wahrscheinlichkeiten, die gegen ihn stehen, im Vergleich zu früheren Jahren nicht wesentlich unterscheiden. Doch die Aktienspekulation im eigentlichen Sinn ist nicht Gegenstand dieser Ausgabe.

AKTUELLE PRAXIS – Wir befassen uns mit der *Anlage* in Stammaktien, die wir vorläufig als Käufe definieren, die auf einer Wertanalyse basieren und durch eindeutige Richtlinien der Kapitalerhaltung überprüft werden. Wenn wir uns zur Bestimmung dieser Richtlinien die aktuelle Praxis ansehen, finden wir wenig, außer der recht unklaren Vorstellung, dass »eine gute Aktie eine gute Anlage darstellt«.

»Gute« Aktien stammen entweder von (1) erstklassigen Unternehmen mit zufriedenstellenden Bilanzen – eine verlässliche Kombination, um in der Zukunft positive Ergebnisse zu erzielen – oder von (2) finanzstarken Unternehmen mit besonders attraktiven Aussichten auf zukünftige Gewinnsteigerungen. (Von Anfang 1940 an können wir Coca-Cola als Beispiel für (1), Abbott Laboratories als Beispiel für (2) und General Electric als Beispiel für beide angeben.)

Doch obwohl das Börsenpublikum sehr eindeutige und anscheinend logische Vorstellungen hinsichtlich der *Qualität* der als Anlage gekauften Stammaktien hat, sind seine *quantitativen* Standards – das Verhältnis von Kurs zu bestimmbarem Wert – so unklar, dass sie fast nicht existieren. Bilanzielle Werte scheinen vollkommen außer Acht gelassen zu werden. Durchschnittliche Gewinne haben geringe Bedeutung, sofern es einen Markttrend gibt. Das sogenannte »Kurs-Gewinn-Verhältnis« wird verschiedenartig angewendet, manchmal auf vergangene, gegenwärtige oder zukünftige Daten. Doch kann die Kennzahl selbst kaum als Standard bezeichnet werden, da sie von der Anlagepraxis beherrscht wird – und nicht umgekehrt. Um es anders auszudrücken: Das »richtige« Kurs-Gewinn-Verhältnis ist jenes, das vom Markt bestimmt wird. Es lässt sich kein Beweis dafür finden, dass zu irgendeiner Zeit von 1926 bis heute Anleger von Stammaktien als Gruppe ihre Anteile verkauft haben, weil das Kurs-Gewinn-Verhältnis zu hoch war.

Doch wie die gegenwärtige Praxis von Anlegern in Stammaktien, einschließlich nahezu allen Investmentfonds, in Anbetracht der scheinbaren Abwesenheit von Überwachungsstandards als *Anlage* bezeichnet werden kann, können wir nicht ergründen. Es wäre wesentlich logischer und hilfreicher, dies als »Spekulation mit Aktien von soliden Unternehmen« zu bezeichnen. Gewiss waren die Ergebnisse solcher »Anlagen« am Aktienmarkt nicht von denen altbekannter Spekulation zu unterscheiden, außer vielleicht bei der Gewinnspanne. Eine auffallende Bestätigung dieser Behauptung, bei Anwendung auf die Jahre nach dem Zusammenbruch von 1929, findet sich beim Vergleich der Kursspanne von General Electric seit 1930 mit der Kursspanne von Stammaktien allgemein. Die aufgeführten Daten zeigen, dass die Stammaktie von General Electric – als wahrscheinlich führende und unzweifelhaft renommierteste Industrieaktie heutzutage – größere Kursschwankungen aufwies als die breite Masse von Stammaktien.

Jahr	General Electric		Dow-Jones Industrials		Standard Statistics Industrials*	
	Hoch	Tief	Hoch	Tief	Hoch	Tief
1930	95,375	41,5	294,1	157,5	174,1	98,2
1931	54,75	22,825	194,4	73,8	119,1	48,5
1932	26,125	8,5	88,8	41,2	63,5	30,7
1933	30,25	10,5	108,7	50,2	92,2	36,5
1934	25,25	16,825	110,7	85,5	93,3	69,3
1935	40,825	20,5	148,4	96,7	113,2	72,8
1936	55	34,5	184,9	143,1	148,5	109,1
1937	64,825	34	194,4	113,6	158,7	84,2
1938	48	27,25	158,4	99,0	119,3	73,5
1939	44,625	31	155,9	121,4	118,3	86,7

\* Wöchentliche Kursindizes (1926 = 100) von 350 Industrie-Emissionen 1939 und 347 Emissionen in früheren Jahren.

### **Kursspanne: General Electric Common, Dow Jones Industrial und Standard Statistics Industrial Stock Index 1930–1939**

Die Behauptung des Aktienmarktes im Jahr 1937, dass General Electric einen Wert von 1,87 Mrd. Dollar hatte und fast ein Jahr später einen Wert von 784 Mio. Dollar, war geradezu widersinnig. Innerhalb von zwölf Monaten gab es sicherlich kein Ereignis, das mehr als die Hälfte des Wertes dieses mächtigen Unternehmens vernichtet hätte, und es gab nicht den Anschein einer Behauptung der Anleger, dass der Gewinnrückgang von 1937 bis 1938 irgendeine dauerhafte Bedeutung für die Zukunft des Unternehmens hatte. Die Aktie von General Electric notierte bei 64,90 Dollar, weil das Börsenpublikum optimistisch eingestellt war, und bei 27,25 Dollar, weil das gleiche Börsenpublikum Pessimismus hegte. Diese Kurse als »Anlagewert« zu bezeichnen bedeutet entweder, die englische Sprache oder den gesunden Menschenverstand zu verdrehen oder beides.

VIER PROBLEME – Angenommen, der Käufer von Stammaktien würde nach eindeutigen Anlagerichtlinien suchen, nach denen er seine Transaktionen ausrichten kann, dann könnte er seine Aufmerksamkeit auf vier Fragestellungen richten: (1) die zukünftigen Gewinne des Unternehmens, (2) der Qualitätsunterschied zwischen verschiedenen Arten von Unternehmen, (3) der Einfluss von Zinssätzen auf die von ihm geforderten Dividenden oder Erträge und schließlich (4) der Zeitfaktor, durch den seine Käufe im Unterschied zum Kurs bestimmt werden.

DIE ALLGEMEINE ZUKUNFT VON UNTERNEHMENSGEWINNEN – Wenn wir diese Fragestellung im Hinblick auf frühere Erfahrungen untersuchen, ist unsere eindeutige Reaktion wahrscheinlich ein gesunder Zweifel an der Seriosität der Beurteilung des Aktienmarktes bezüglich aller Angelegenheiten in der Zukunft. Die Daten in unserer ersten Tabelle zeigen sehr deutlich, dass der Markt die Attraktivität von industriellen Stammaktien für die Jahre vor 1926 insgesamt unterschätzt hat. Deren Kurse zeigten eine eher vorsichtige Einschätzung vergangener und aktueller Gewinne, ohne Anzeichen, dass ein Aufschlag für Wachstumsmöglichkeiten gezahlt wurde, die erstklassigen Unternehmen einer schnell expandierenden Staatengemeinschaft innewohnen. 1913 machten Wertpapiere von Eisenbahngesellschaften und Beförderungsunternehmen die Mehrheit an festverzinslichen Anlagepapieren und Aktien aus. 1925 war ein Großteil der Investitionen in Straßenbahnen durch die Entwicklung des Automobils gefährdet, doch selbst zu dieser Zeit gab es keine Neigung, eine ähnliche Bedrohung für die Dampfisenbahnen zu erkennen.

Die weitverbreitete Anerkennung eines zukünftigen Wachstums von Stammaktien behauptete sich als Einfluss auf den Aktienmarkt erst zu einer Zeit, als die dynamischsten Faktoren unserer nationalen Expansion (territoriale Entwicklung und rapider Bevölkerungszuwachs) eigentlich nicht länger wirksam waren und unsere Wirtschaft im Begriff war, schwerwiegenden Problemen von Instabilität entgegenzusehen, die sich aus diesen Dämpfern des Wachstums ergaben. Die Überbewertungen der Neuzeitjahre erstreckten sich auf nahezu jedes Wertpapier und selbst solche mit nur kurzzeitig steigenden Gewinnen galten als Kaufempfehlung, wobei öffentliche Versorgungsunternehmen und Handelsketten besonders favorisiert wurden. Selbst zum Ende des Jahres 1931 zeigten die für diese Wertpapiere gezahlten hohen Preise nicht die innewohnenden Beschränkungen dieser Aktien, so wie der Markt fünf Jahre später nicht in der Lage war, die kritischen Veränderungen der Positionen von Eisenbahnanleihen und -aktien wahrzunehmen.

QUALITÄTSUNTERSCHIEDE – Der Aktienmarkt von 1940 hat seine klar definierten Eigenschaften, die hauptsächlich auf der Erfahrung der jüngeren Vergangenheit und den eher scheinbaren Zukunftsaussichten begründet sind. Die Tendenz, größere und finanzstärkere Unternehmen zu bevorzugen, ist vielleicht deutlicher denn je. Dies wird durch den Höchststand von 1929 unterstützt, der aus unserer Sicht sowohl auf einen besseren Widerstand gegen eine Depression als auch auf eine vollständigere Erholung der Ertragskraft von erstklassigen Unternehmen hinweist. Ebenso gibt es eine gewöhnliche Vorliebe für bestimmte Branchen, einschließlich kleinerer Unternehmen. Am bedeutendsten sind Aktien von Chemie- und Luftfahrtunternehmen, Erstere aufgrund ihres in der Tat bemerkenswerten Wachstums durch Forschung, Letztere aufgrund des hohen Zugangs an Rüstungsaufträgen. Doch diese Vorlieben des gegenwärtigen Aktienmarktes, obwohl sie leicht nachzuvollziehen sind, lassen bei Skeptikern einige Fragen aufkommen. Als

Erstes muss der außergewöhnliche Unterschied zwischen den Kursen von beliebten und weniger bekannten Wertpapieren beachtet werden. Falls die durchschnittlichen Gewinne der Jahre 1934 bis 1939 als Kriterium herangezogen werden, scheinen die »guten Aktien« etwa zum Zwei- bis Dreifachen der anderen Aktien zu notieren. Hinsichtlich der Vermögenswerte ist der Unterschied weitaus größer, da die bekannten Wertpapiere offensichtlich eine wesentlich höhere Kapitalrendite hatten. Die Übergehungen von Vermögenswerten hat eine Stufe erreicht, wo selbst das Umlaufvermögen wenig beachtet wird, sodass der Marktwert eines halbwegs erfolgreichen Unternehmens wahrscheinlich deutlich unter seinem Liquidationswert liegt, falls es ein hohes Nettoumlaufvermögen besitzt.

Das Verhältnis von »guten Aktien« und sonstigen Aktien muss im Hinblick darauf gesehen werden, was von der amerikanischen Konjunktur allgemein erwartet wird. Jede Prognose hierzu wäre äußerst leichtsinnig, doch es ist angebracht, darauf hinzuweisen, dass der Verlauf der letzten fünfzehn Jahre an sich keine Basis für die Erwartung einer langfristigen Aufwärtsbewegung von Umsätzen und Gewinnen liefert. Wenn wir die Zukunft anhand der Vergangenheit beurteilen, müssen wir eine vollständige Wandlung des scheinbaren Ausblicks von 1940 im Vergleich zu 1924 erkennen. 1924 wurden eine stetige Erhöhung der Produktion und ein konstanter Anstieg des als »normal« erachteten Wertes als selbstverständlich angesehen. Doch, soweit zur Zeit ersichtlich, muss der Durchschnitt der Industrieproduktion für die Jahre 1923 bis 1925, der im Index des Federal Reserve Board früher mit 100 gesetzt wurde<sup>1</sup>, weiterhin als Normalwert angesehen werden, sofern wir eine Prognose erstellen können.

Natürlich wird der Anleger nicht die Möglichkeit eines abermaligen dauerhaften Anstiegs bestreiten, doch wichtig für ihn ist, dass er sich darauf nicht verlassen kann.

Falls dies die Arbeitshypothese des gegenwärtigen Aktienmarktes darstellt, folgt daraus, dass Aktienkäufer allgemein ein weiteres Wachstum der Gewinne von großen Unternehmen auf Kosten kleinerer Unternehmen und von vorteilhaften Branchen auf Kosten aller anderen erwarten. Eine derartige Erwartung scheint die theoretische Basis für die hohen Kurse der einen Gruppe und die niedrigen Kurse der anderen darzustellen. Dass Aktien mit guten vergangenen Entwicklungen und günstigen Aussichten mehr wert sind als andere, versteht sich von selbst. Doch ist es nicht möglich, dass die Wall Street ihre Vorlieben, in diesem wie in vielen anderen Fällen, zu weit getrieben hat? Kann nicht das typische große und erfolgreiche Unternehmen einer zweifachen Beschränkung unterliegen: (1) dass seine bloße Größe ein weiteres eindrucksvolles Wachstum ausschließt; (2) dass seine hohe Kapitalrendite das Unternehmen anfällig für Angriffe von Wettbewerbern bzw. Regulierungsbehörden macht?

---

1 1940 änderte das Board diesen Index. Es wurden neue Elemente hinzugefügt und der Durchschnitt der Jahre 1935 bis 1939 als Basis verwendet.



Vielleicht sind kleinere Unternehmen und weniger gefragte Branchen als Gruppe auch eindeutig unterbewertet, sowohl absolut als auch im Verhältnis zu den bevorzugten Wertpapieren. Theoretisch kann dies sicherlich zutreffen, da auf einem bestimmten Kursniveau die guten Aktien zu hoch und die anderen zu niedrig notieren. Doch gibt es überzeugende, wenn nicht beweiskräftige Gründe, zu behaupten, dass dieses Niveau 1940 bereits erreicht worden sein könnte. Die beiden möglichen Schwachpunkte der »guten Aktien« gehen mit entsprechenden günstigen Möglichkeiten anderer Aktien einher. Die zahlreichen unter ihrem Umlaufvermögenswert notierenden Wertpapiere sind selbst in normalen Märkten ein überzeugendes Anzeichen, dass die Wall Street ihre Vorlieben übertrieben hat. Und schließlich müssen wir bei Weiterführung unserer Analyse erkennen, dass die Börsennotierungen kleiner Unternehmen Hunderttausende landesweiter privater Unternehmen jeder Größe repräsentieren. Allem Anschein nach prognostiziert die Wall Street den kontinuierlichen Rückgang aller Unternehmen außer sehr großen, die sich überaus gut entwickeln sollen. Aus unserer Sicht scheint eine solche Entwicklung weder wirtschaftlich wahrscheinlich noch politisch möglich.

Ähnliche Zweifel können hinsichtlich der Gewichtung vorgebracht werden, die der Aktienmarkt auf bestimmte bevorzugte Branchen legt. Eine derartige Vorgehensweise muss aufgrund ihres Charakters immer übertrieben werden, denn die enthusiastischen Neigungen des Börsenpublikums sind quantitativ nicht überprüfbar. Der Markt hat nicht nur seinen Optimismus übersteigert, sondern auch ein überraschendes Talent bei der Favorisierung von Branchen gezeigt, die sich bald danach ungünstigen Entwicklungen ausgesetzt sahen. (Als Beispiel hierfür stehen die Aktien von Backwarenunternehmen 1925, die Wertpapiere von Funk- und Kältetechnik 1927, die öffentlichen Versorgungsunternehmen und Handelsketten 1928 bis 1929 und Spirituosenemissionen 1933). Es ist interessant, die Kaufbegierde der »Anleger« in Bezug auf Abbott Laboratories im Jahr 1939 mit ihrer verhältnismäßigen Gleichgültigkeit gegenüber American Home Products zu vergleichen – das Erstere ein Pharmaunternehmen mit angeblich hervorragenden, das Letztere mit mittelmäßigen Aussichten. Diese Unterscheidung kann sich als gründlich und scharfsinnig herausstellen. Doch der Leser, der sich an den nicht so entfernten Enthusiasmus des Marktes für American Home Products und deren Partnergesellschaften (insbesondere Lambert) im Jahr 1927 erinnert, kann vom Ergebnis kaum überzeugt sein.<sup>2</sup>

ZINSSÄTZE – Bei Betrachtung des dritten bedeutsamen Punktes, das heißt dem Verhältnis von Zinssätzen und Stammaktienkursen, wird deutlich, dass bei einem Andauern der momentanen niedrigen Anleihenrenditen die durchschnittlichen Aktienrenditen entsprechend fallen müssen und die erwartete Ertragskraft je Dollar ansteigen muss (im Vergleich zur Situation 1923 bis 1925). Die großzügigere Bewertung der Gewinne in den

---

2 Die für diese drei Unternehmen relevanten Daten finden sich im Anhang, Anmerkung 1.

Jahren 1936 bis 1938 scheint, wie die Daten des Dow Jones Industrial Average Index auf Seite 14 zeigen, somit durch eine Veränderung des langfristigen Zinssatzes gerechtfertigt zu sein. Die beunruhigende Frage ist daher, ob der Rückgang der Zinssätze nicht eng mit dem Ende der Expansion der Wirtschaft und mit einem Absinken der durchschnittlichen Kapitalrentabilität verbunden ist. Falls dies zutrifft, können die negativ auf die Aktienwerte wirkenden Faktoren allgemein den positiven Einfluss von niedrigen Zinsen übertreffen. In diesem Fall könnte die Ertragskraft je Dollar 1936 bis 1938 nicht wirklich höher gewesen sein als anderthalb Dekaden zuvor.

**DIE WAHL DES RICHTIGEN ZEITPUNKTES** – In den letzten Jahren hat die Wahl des richtigen Kauf- und Verkaufszeitpunktes, im Unterschied zum richtigen Kurs, an Bedeutung gewonnen. Da Wertpapierkurse früher gewöhnlich keinen starken Schwankungen unterlagen, war der Zeitpunkt des Kaufs nicht von besonderer Bedeutung. Zwischen 1924 und 1929 entwickelte sich eine bequeme, jedoch irreführende Zuversicht in das unbegrenzte zukünftige Wachstum solider Aktien, sodass jeder Fehler bei der Wahl des richtigen Zeitpunktes durch eine Erholung des Marktes auf ein höheres Niveau korrigiert werden musste. In der letzten Dekade gab es – mit Ausnahme von wenigen Wertpapieren – weitreichende Schwankungen ohne einen langfristigen Aufwärtstrend. Unter diesen Umständen ist es nicht verwunderlich, dass eine erfolgreiche Kapitalanlage, ähnlich einer erfolgreichen Spekulation, unausweichlich an die Wahl des richtigen Kauf- und Verkaufszeitpunktes gebunden ist. Wir stellen daher fest, dass eine Prognose der hauptsächlichen Marktzyklen nunmehr ein integraler Bestandteil der Anlagekunst bei Stammaktien zu sein scheint.

Die Aussagekraft von Aktienmarktprognosen ist Gegenstand ausgiebiger Recherchen und möglicherweise energischer Auseinandersetzungen. An dieser Stelle müssen wir uns mit einer abgekürzten Beurteilung zufriedengeben, die vielleicht unsere eigenen Vorurteile zusammen mit unseren Untersuchungen widerspiegelt. Wir sind der Ansicht, dass ein richtiger Zeitpunkt nicht durchgängig erfolgreich bestimmt werden kann, sofern nicht der Kaufzeitpunkt mit einem – nach analytischen Standards gemessenem – attraktiven Preisniveau zusammenfällt. In ähnlicher Weise muss sich der Anleger danach richten, nicht hauptsächlich aufgrund technischer Marktsignale zu verkaufen, sondern aufgrund eines Anstiegs des Kursniveaus über einen durch objektive Bewertungsstandards gerechtfertigten Punkt hinaus. Es kann sein, dass es im Rahmen dieser Höchstgrenzen verfeinerte Techniken gibt, die ein besseres Timing und zufriedenstellendere Gesamtergebnisse liefern. Dennoch können wir uns nicht dem Schluss entziehen, dass der am meisten akzeptierte Grundsatz der Wahl des richtigen Zeitpunktes, das heißt, Käufe erst *nach* eindeutiger Ankündigung eines Aufschwungs vorzunehmen, im Grunde genommen dem wesentlichen Charakter einer Kapitalanlage widerspricht. Traditionsgemäß besaß der Anleger die Geduld und den Mut seiner Überzeugung und kaufte, wenn der gestresste oder

entmutigte Spekulant verkaufte. Doch inwiefern unterscheidet sich der Anleger, der abwartet, bis er durch den Markt ermutigt wird, von einem Spekulanten und verdient somit ein besseres Schicksal als dieser?

FAZIT – Unsere Suche nach eindeutigen Anlagerichtlinien für den Käufer von Stammaktien hat mehr Warnungen als konkrete Ratschläge hervorgebracht. Wir sind zu dem alten Prinzip geführt worden, dass der Anleger ein Konjunkturtief und ein niedriges Marktniveau abwarten sollte, um repräsentative Stammaktien zu kaufen. Zu anderen Zeiten kann er nur zu Kursen kaufen, die er später bereut. Dagegen sollten die unzähligen sogenannten zweitklassigen Unternehmen unter allen Umständen zumindest einige wirkliche Anlagemöglichkeiten bieten – außer auf dem Höhepunkt einer Hausse. Dieses breite, doch recht unbeliebte Gebiet stellt vielleicht eine bessere Herausforderung für die Interessen eines echten Anlegers und die Begabungen des Wertpapieranalysten dar.



# **TEIL I**

## **ÜBERBLICK UND EINFÜHRUNG**

# **KAPITEL 1**

## **ANWENDUNGSBEREICH UND GRENZEN DER WERTPAPIERANALYSE: DAS KONZEPT DES INNEREN WERTES**

Eine Analyse verlangt das gewissenhafte Studium aller verfügbaren Fakten mit dem Anspruch, aus diesen und auf Grundlage akzeptierter Prinzipien und schlüssiger Logik Rückschlüsse ableiten zu können. Das ist eine wissenschaftliche Methode. Die Analyse von Wertpapieren aber wird dadurch behindert, dass Investitionen von Natur aus keine exakte Wissenschaft darstellen. Das Gleiche gilt für die Jurisprudenz und die Medizin, auch bei diesen spielen sowohl individuelle Fähigkeiten (Kunsthierarchie) als auch der Zufall eine wichtige Rolle bei der Entscheidung über Erfolg oder Misserfolg. Nichtsdestoweniger ist in diesen Berufsfeldern Analytik nicht nur hilfreich, sondern auch unersetzlich, sodass dies auch in Bezug auf Investitionen und möglicherweise ebenfalls in Bezug auf Spekulation angenommen werden dürfte.

Während der letzten drei Dekaden hat das Ansehen von Wertpapieranalysten an der Wall Street beide Extreme erlebt, zunächst einen brillanten Aufstieg und dann einen unbeschreiblichen Fall – gekoppelt mit der Veränderung der Aktienkurse, jedoch keineswegs parallel zu dieser. Der Aufstieg der Wertpapieranalyse währte ohne Unterbrechung bis 1927 und kennzeichnet damit eine lange Periode, während der ein allseitig anwachsendes Interesse an Finanzberichten und statistischen Daten festzustellen war. Aber die mit dem Jahr 1927 einsetzende »New Era« kam einer Loslösung von analytischen Ansätzen gleich; und weil dem Anschein nach weiterhin Wert auf Zahlen und Fakten gelegt werden sollte, wurden diese von Pseudoanalysten manipuliert, um für den Selbstbetrug dieser Zeit eine

Lanze zu brechen. Der Marktzusammenbruch im Oktober 1929 war zwar für jene Analysten, die einen kühlen Kopf bewahrt hatten, keine Überraschung, aber der im Fortgang der Krise um sich greifende Einbruch der Ertragskraft selbst lang bewährter Unternehmen machte ihre Berechnungen sinnlos. Im Ergebnis gerieten seriöse Analysten doppelt in Verruf: zunächst – vor dem Kollaps – wegen ihres Widerstands gegen imaginäre Werte und dann – nach dem Kollaps – wegen der verschwundenen realen Werte.

Die Erfahrungen aus der Zeit zwischen 1927 bis 1933 tragen einen dermaßen außergewöhnlichen Charakter, dass sie nur schwerlich die geeignete Grundlage für eine Bewertung des Nutzens einer Wertpapieranalyse darstellen können. Für die Zeit ab 1933 kann man vielleicht zu einer anderen Einschätzung gelangen. In Bezug auf Anleihen und Vorzugsaktien wird hier die Auffassung vertreten, dass geeignete Prinzipien bei der Auswahl und Ablehnung von Wertpapieren ihren Nutzen hinreichend unter Beweis gestellt haben. Bei Stammaktien scheinen partielle Marktbesonderheiten den konservativen Standpunkt unterlaufen zu haben, im Gegenzug zeigten viele aus analytischen Gesichtspunkten zunächst billige Papiere eine eindrucksvolle Entwicklung. Auf der anderen Seite lieferte der analytische Ansatz Anlass, das allgemeine Aktienkursniveau Anfang 1937 als zu hoch und ein Jahr darauf als zu niedrig einzuschätzen.

## **BESCHREIBENDE FUNKTION EINER ANALYSE**

Die mit einer Wertpapieranalyse verfolgten Funktionen können mit den drei Überschriften »beschreibend«, »selektiv« und »kritisch« umschrieben werden. Die intuitivste, die beschreibende Form, beinhaltet die Zusammenfassung der wichtigsten Fakten eines Wertpapiers sowie ihre sinnvolle und übersichtliche Darstellung. Diese Funktion wird zumindest für alle marktgängigen Unternehmenspapiere durch die verschiedenen Publizitätsverpflichtungen und durch *Standard Statistics and Fitch Services* u. a. adäquat gewährleistet. Ein weitergehender Ansatz besteht darin, die spezifischen Stärken und Schwachstellen eines Wertpapiers zu bestimmen und diese mit denen von Unternehmen zu vergleichen, die einen ähnlichen Charakter haben, und anschließend zu entscheiden, welche Faktoren für die zukünftige Entwicklung maßgeblich sein werden. Derartige Analysen können für nahezu alle Unternehmenspapiere vorgenommen werden und ihre Anwendung sollte sich nicht nur in Bezug auf Investitionsentscheidungen, sondern auch in Bezug auf intelligente Spekulationen als hilfreich erweisen, da sie eine strukturierte qualitative Basis für Bewertungen bieten.

## DIE SELEKTIVE FUNKTION EINER WERTPAPIERANALYSE

In ihrer selektiven Funktion geht die Wertpapieranalyse weiter und liefert bereits im Ergebnis selbst eine bestimmte Handlungsempfehlung. Dabei wird das Ziel verfolgt, zu klären, ob ein Wertpapier gekauft, verkauft, gehalten oder gegen ein anderes ausgetauscht werden sollte. Zunächst ist jedoch noch unklar, für welche Arten von Wertpapieren und welche Entscheidungssituationen sich diese positive Analysefunktion besonders eignet. Es bietet sich an, mit einer Reihe von Beispielen für analytische Bewertungen zu beginnen, um darauf aufbauend später einen allgemeinen Ansatz zu entwickeln.

BEISPIELE FÜR ANALYTISCHE BEWERTUNGEN – Im Jahr 1928 wurden von *St. Louis-San Francisco Railway Company* 6-prozentige nicht kumulative Vorzugsaktien mit großem Volumen aufgelegt und an die Öffentlichkeit zu einem Preis von 100 verkauft. Aus den Unternehmensdaten war ersichtlich, dass dieses Unternehmen während seiner ganzen Geschichte nicht in einem Jahr mehr als das Eineinhalbfache seiner festen Verbindlichkeiten zuzüglich der Vorzugsdividenden erwirtschaftet hatte. In Anbetracht dieser Fakten folgte denn auch aus der Anwendung allgemein anerkannter Standards bei der Auswahl von Wertpapieren, dass dieses Wertpapier als ungenügend abgesichert einzustufen war und daher für einen Kauf nicht infrage hätte kommen dürfen.

Ein Gegenbeispiel: Im Juni 1932 wurden 5-Prozent-Anleihen von *Owens-Illinois Glass Company*, fällig 1939, zu einem Kurs von 70 gehandelt, die so eine jährliche Rendite von 11 Prozent bis zur Fälligkeit in Aussicht stellten. Die Unternehmenserträge überstiegen die Zinsverpflichtungen um ein Vielfaches – und dies nicht nur im Durchschnitt der zurückliegenden Jahre, sondern auch in den schweren Depressionsjahren. Die in der Anleihe verbrieften Schulden waren zudem hinreichend durch Vermögenswerte des Unternehmens gedeckt und nachrangig zu den Anleihen waren noch Vorzugs- und Stammaktien mit einem sehr hohen aggregierten Marktwert im Umlauf – selbst wenn man für diese Berechnung das jeweilige Kurstief veranschlagt hatte. Aus der Analyse für dieses Wertpapier folgte wegen der überzeugenden Absicherung und des attraktiven Preises eine deutliche Kaufempfehlung.

Nun zu einem Beispiel aus dem Bereich der Stammaktien. Im Jahr 1922, vor dem Boom für Wertpapiere aus der Luftfahrtindustrie, wurden Aktien von *Wright Aeronautical Corporation* an der *New York Stock Exchange* für nur 8 Dollar gehandelt, obwohl sie eine Dividende von einem US-Dollar ausschüttete, eine Zeit lang mehr als 2 Dollar pro Aktie Gewinn erwirtschaftete und in der Bilanz ein Finanzvermögen ausgewiesen war, das pro Aktie 8 Dollar überstieg. In diesem Fall wäre man bei einer Analyse zu dem Ergebnis gelangt, dass der innere Wert der Aktie substanziell über ihrem Marktpreis lag.

Dasselbe Wertpapier hatte im Jahr 1928 mit 280 Dollar pro Aktie sein Kurshoch erreicht. Die Unternehmenserträge betragen zu diesem Zeitpunkt 8 Dollar pro Aktie, im



Vergleich dazu 3,77 Dollar im Jahr 1927. Es wurde eine Dividende von 2 Dollar pro Aktie ausgeschüttet und jeder Aktie standen Nettovermögenswerte von weniger als 50 Dollar gegenüber. Eine Analyse hätte zu dem Ergebnis geführt, dass der Aktienkurs zum größten Teil auf Grundlage einer Kapitalisierung zukünftiger und unsicherer Gewinnaussichten gebildet wurde – mit anderen Worten, dass der innere Wert weit niedriger zu vermuten war als der Marktpreis.

Eine dritte Variante von Analyseergebnissen kann anhand des Vergleichs von *Interborough Rapid Transit Company First and Refunding 5s* mit den *Collateral 7 % Notes* desselben Unternehmens veranschaulicht werden, als beide Papiere im Jahr 1933 zum gleichen Preis (62) notierten. Die 7-Prozent-Schuldverschreibungen verbrieften offensichtlich einen höheren Wert als die 5s. Je Stückelung der Schuldverschreibung von 1000 Dollar waren zur Absicherung 5s-Papiere mit einem Nominalwert von 1736 Dollar hinterlegt; die Tilgung der Schuldverschreibungen wurde fällig; dafür war entweder die vollständige Rückzahlung des Nennwertes oder der Verkauf der hinterlegten Sicherheiten vorgesehen. Die jährlichen auf die Sicherheiten entfallenden Einzahlungen betragen für jede 7-Prozent-Schuldverschreibung ungefähr 87 Dollar (dieser Betrag wurde auch tatsächlich an die Inhaber ausgezahlt), sodass der jährlich erzielte Einkommensstrom für die 7s hinreichend größer als der für die 5s zu bezeichnen war. Welche technischen Schwierigkeiten auch immer angenommen würden, welche die Inhaber von solchen Schuldverschreibungen dabei behindern, ihre vertraglichen Rechte vollständig und unverzüglich durchzusetzen, es bleibt nur schwer vorstellbar, dass die 7s nicht einen hinreichend größeren inneren Wert verbrieften als die 5s.

Ein aktuellerer Vergleich desselben allgemeinen Typs könnte zwischen *Paramount Pictures First Convertible Preferred* mit einem Kurs von 113 im Oktober 1936 und den Stammaktien dieses Unternehmens angestellt werden, die zu 15,825 gehandelt wurden. Die Vorzugsaktien waren mit einem Wandlungsrecht in Stammaktien ausgestattet, wobei das Wandlungsverhältnis sieben Stämme pro Vorzug betrug, und mittlerweile waren Dividenden in Höhe von 11 Dollar pro Vorzug aufgelaufen. Offensichtlich waren die Vorzüge günstiger als die Stämme, da auf sie zunächst substanzielle Dividenden ausgeschüttet werden mussten, bevor überhaupt etwas an Stammaktien hätte ausgeschüttet werden können und Inhaber von Vorzugsaktien durch ihre Wandlungsoption an jeder Wertsteigerung der Stammaktien partizipieren konnten. Einem Stammaktionär, der diese Analyse akzeptiert und seine Anzahl Stammaktien für ein Siebtel Vorzugsaktien getauscht hätte, wären dadurch bald große Gewinne sowohl in Bezug auf die bezogenen Dividenden als auch in Bezug auf Kurssteigerungen seiner Papiere zuteil geworden.<sup>3</sup>

---

3 Für die Chronologie der sechs vorgestellten Beispiele siehe im Anhang Anmerkung 2.

INNERER WERT VERSUS PREIS – Aus den vorangestellten Beispielen sollte klar hervorgehen, dass die Leistung von Wertpapieranalysten nicht ohne konkrete Ergebnisse mit praktischem Nutzwert ist und die Anwendungsmöglichkeiten breit gestreut sind. Im Erkenntnisinteresse steht dabei immer der innere Wert eines Wertpapiers, genauer die Aufdeckung möglicher Unterschiede zwischen innerem Wert und Marktwert. Dabei muss allerdings beachtet werden, dass mit dem inneren Wert auf ein schwer fassbares Konzept zurückgegriffen wird. Im Allgemeinen wird unter dem inneren derjenige Wert verstanden, der durch Fakten gerechtfertigt ist, nämlich durch Vermögenswerte, Ertragslage, Dividenden, bestimmte Zukunftsaussichten, und der sich von der Marktbewertung unterscheidet, wenn er künstlich hochgerechnet wird oder durch psychologische Auswüchse vermindert ist. Ein großer Fehler aber bestünde darin, davon auszugehen, dass innere Werte mit der gleichen Eindeutigkeit bestimmbar wären wie Marktwerte. Vor einiger Zeit noch wurden innere Werte (im Fall von Stammaktien) mit »Buchwerten« gleichgesetzt, entsprachen also dem Nettovermögen eines Unternehmens; ehrlich bewertet. Bei dieser Auffassung erreichte man schon eine ziemlich hohe Bestimmtheit, bei Anwendung erwies sie sich jedoch als praktisch nutzlos, weil weder die durchschnittlichen Erträge noch der durchschnittliche Marktwert einen systematischen Zusammenhang mit Buchwerten aufwiesen.

INNERER WERT UND »ERTRAGSKRAFT« – Diese Auffassung des inneren Wertes entstammt einem jüngeren Ansatz, nämlich dass der innere Wert eines Unternehmens von seiner »Ertragskraft« determiniert wird. Aber die Bezeichnung »Ertragskraft« impliziert eine gewisse Sicherheit bei der Erwartungsbildung hinsichtlich erst zukünftig eintretender Ereignisse. Es reicht nicht aus, zu wissen, welcher durchschnittliche Ertrag in der Vergangenheit erzielt werden konnte, auch nicht, welchen positiven oder negativen Trend die Erträge während dieser Zeit beschrieben. Es bedarf unbedingt schlüssiger Argumente dafür, dass der jeweilige Durchschnitt oder Trend als verlässliche Grundlage für die Abschätzung zukünftiger Ereignisse verwendet werden darf. Die Erfahrung hat unmissverständlich aufgezeigt, dass dies keineswegs immer vorausgesetzt werden darf. Damit ist gemeint, dass aus der Verwendung des Konzepts der »Ertragskraft«, ausgedrückt durch eine eindeutig bestimmbare Zahl, für den inneren Wert nicht auch der Anspruch auf ein gleichwertiges Bestimmtheitsmaß des Letzteren abgeleitet werden kann und dieses Konzept mithin nicht die nötige Treffsicherheit bietet, die von einem *allgemeinen Standard* der Wertpapieranalyse verlangt werden muss.

*Beispiel:* Um diese Schlussfolgerung klarer herauszuarbeiten, soll folgendes konkretes und typisches Beispiel herangezogen werden. Welcher innere Wert wäre Stammaktien der *J. I. Case Company* zugeordnet worden, hätte man sie zum Beispiel Anfang 1933 analysiert? Ihr Marktwert betrug 30 Dollar; es standen Vermögenswerte von 176 Dollar pro Aktie in den Büchern; Dividendenausschüttungen fanden nicht statt; im Durchschnitt wurden in den zurückliegenden zehn Jahren Erträge von 9,50 Dollar pro Aktie erzielt; im

Rechnungslegungsjahr 1932 wurde ein *Fehlbetrag* von 17 Dollar pro Aktie ausgewiesen. Ein gebräuchlicher Bewertungsansatz würde den Zehnjahresdurchschnitt des Ertrags pro Aktie verwenden und nach Multiplikation mit zehn einen inneren Wert von 95 Dollar pro Aktie ausweisen. An dieser Stelle lohnt ein prüfender Blick auf die einzelnen Jahreswerte, die dem verwendeten Durchschnitt zugrunde liegen. Sie sind in der folgenden Tabelle abgebildet. Der Durchschnitt von 95 Dollar ist offensichtlich nicht mehr als das Ergebnis einer arithmetischen Prozedur, durchgeführt mit zehn nicht zusammenhängenden Zahlen. Schwerlich könnte man behaupten, dass dieser Durchschnitt in irgendeiner sinnvollen Weise repräsentativ sein könnte, weder für die *typische* Lage in der Vergangenheit noch für das, was man in der Zukunft erwartet. Daher ist bei jeder Zahl, die als »realer« oder innerer Wert aus einem solchen Durchschnitt abgeleitet wurde, eben die gleiche Anfälligkeit und Künstlichkeit ihres Charakters zu berücksichtigen.<sup>4</sup>

1932	-17,40
1931	-2,90
1930	11,00
1929	20,40
1928	26,90
1927	26,00
1926	23,30
1925	15,30
1924	-5,90
1923	-2,10
<b>Durchschnitt</b>	<b>9,50</b>

#### Aktienrendite für I.J. Case Stammaktie (in Dollar)

DIE BEDEUTUNG DES INNEREN WERTES BEI DER ARBEIT VON ANALYSTEN – Hier soll der Versuch unternommen werden, die Bedeutung des inneren Wertes bei der Arbeit von Analysten in einer Weise zu formulieren, welche die eher widersprüchlich anmutenden Implikationen aus den verschiedenen Beispielen miteinander in Einklang bringen soll. Der springende Punkt liegt darin, dass Analysten keineswegs den Anspruch verfolgen,

4 Zwischen 1933 und 1939 schwankten die Erträge pro Stammaktie zwischen 14,66 Dollar (Fehlbetrag) und 19,20 Dollar, Durchschnitt: 3,18 Dollar. Der Marktpreis bewegte sich zwischen 30,5 und 191,75, Schlusskurs 1939: 73,75.

den exakten inneren Wert eines Wertpapiers berechnen zu wollen. Es ist völlig ausreichend, zu bestimmen, ob der Wert *adäquat* ist – also hinreichend Schutz für eine Anleihe bietet oder einen Aktienkauf rechtfertigt – oder ob er bemerkenswert niedriger respektive höher als der gegenwärtige Marktwert ist. Hierfür könnte eine unbestimmte und näherungsweise Messung des inneren Wertes hinreichend sein. Um einen einfachen Vergleich zu nehmen: Es ist durchaus möglich, zu entscheiden, ob eine Frau wahlberechtigt ist, ohne ihr exaktes Alter zu kennen, oder ob ein Mann mehr wiegt, als er sollte, ohne sein tatsächliches Gewicht zu kennen.

Diese Aussage soll durch eine kurze Rückkehr zu den Beispielen verdeutlicht werden. Die Ablehnung der Vorzugsaktien der *St. Louis-San Francisco* bedurfte nicht einer exakten Berechnung des inneren Wertes dieser Eisenbahngesellschaft. Es reichte aus, sehr einfach aus den Ertragszahlen zu zeigen, dass der nach Zusammenfassung der Ansprüche von Anleihengläubigern und Vorzugsaktionären verbleibende Spielraum wertmäßig zu gering war, um hinreichende Sicherheit annehmen zu dürfen. Genau das Gegenteil trifft auf *Owens Illinois Glass 5s* zu. Auch in diesem Fall wäre es zweifelsfrei schwer gewesen, zu einer fairen Bewertung des Unternehmens zu gelangen; dagegen war es ziemlich einfach, zu entscheiden, dass der betreffende Wert unter allen Umständen weit über dem der Unternehmensschulden liegen würde.

Beim Beispiel *Wright Aeronautical* sprachen die Fakten bei der früheren Betrachtung dafür, dass das Eigenkapital des Unternehmens substanziell mehr wert war als 8 Dollar pro Aktie oder 1.800.000 Dollar. Im späteren Jahr war das ebenso schlüssige Ergebnis, dass das Unternehmen keine vernünftige Grundlage dafür bot, 280 Dollar pro Aktie oder 70.000.000 Dollar für das gesamte Eigenkapital zu zahlen. Schwierig wäre es dagegen gewesen, im Jahr 1922 zu entscheiden, ob der wahre Wert einer Aktie 20 Dollar oder 40 Dollar beträgt – beziehungsweise 50 Dollar oder 80 Dollar im Jahr 1929. Glücklicherweise war die Beantwortung dieser Fragen irrelevant dafür, den Preis von 8 Dollar als attraktiv und den Preis von 280 Dollar als unattraktiv einzuordnen.

Das Beispiel *J. I. Case* illustriert die wohl weit typischere Ausgangssituation bei der Bewertung von Stammaktien, in der Analysten zu keiner verlässlichen Einschätzung des Verhältnisses von innerem Wert und Marktwert gelangen können. Aber auch hier gilt: *Wäre der Marktpreis hoch oder niedrig genug gewesen*, hätte eine Schlussfolgerung abgeleitet werden können. Um in diesem Fall die vorliegende Unsicherheit zu unterstreichen, könnte man auch davon sprechen, dass es Anfang 1933 schwer zu entscheiden war, ob der innere Wert näher an 30 Dollar oder 130 Dollar lag. Sobald die Aktien aber zu einem Preis von 10 Dollar gehandelt worden wären, hätten Analysten zweifelsfrei erklärt, dass das Unternehmen mehr wert sei als sein Marktwert.

FLEXIBILITÄT DES KONZEPTS VOM INNEREN WERT – Es sollte aufgezeigt werden, wie flexibel das Konzept vom inneren Wert bei der Anwendung in der Wertpapieranalyse ist.

Abhängig vom Einzelfall wird die Bestimmtheit dessen, was hier unter innerem Wert verstanden wird, einmal größer und einmal kleiner sein. Der Grad der Unbestimmtheit kann durch eine sehr hypothetische »Bandbreite möglicher Werte« ausgedrückt werden, die bei steigender Unsicherheit zunimmt, nämlich 20 Dollar bis 40 Dollar für *Wright Aeronautical* im Jahr 1922 gegenüber 30 Dollar bis 130 Dollar für *Case* im Jahr 1933. Daraus folgt, dass selbst eine äußerst unscharfe Angabe des inneren Wertes das Ziehen von Schlussfolgerungen erlaubt, nämlich dann, wenn der Marktpreis weit niedriger als die untere Grenze oder weit höher als die obere Grenze notiert.

GRÖßERE BESTIMMTHEIT IN SPEZIALFÄLLEN – Das Beispiel *Interborough Rapid Transit* erlaubt wie keines der anderen Beispiele eine Präzisierung der Schlussfolgerungen. Hier liefert ein gegebener Marktpreis für die 5-Prozent-Anleihen eine Bewertung für die 7-Prozent-Schuldverschreibungen von äußerst hoher Bestimmtheit. Wenn mit Sicherheit davon ausgegangen werden kann, dass die als Sicherheiten hinterlegten Wertpapiere für die Inhaber der Schuldverschreibung erworben wurden und an sie ausgeschüttet werden, ergibt sich daraus ein zwingender mathematischer Zusammenhang – nämlich 1736 Dollar als Wert für die 7s und 1000 Dollar für die 5s –, der sich vielleicht am Markt durchsetzen würde. Wegen quasipolitischer Komplikationen kann diese normale Prozedur jedoch nicht als selbstverständlich vorausgesetzt werden. Aus praktischen Gesichtspunkten ist es daher nicht zulässig, zu behaupten, die 7s wären tatsächlich 74 Prozent mehr wert als die 5s. Zulässig dagegen ist die Schlussfolgerung, dass die 7s erheblich mehr wert seien – was schon eine sehr nützliche Erkenntnis bedeutet, wenn beide Papiere zum gleichen Preis gehandelt werden.

Die *Interborough*-Papiere geben ein Beispiel für den eher seltenen Spezialfall ab, dass aus der Analyse des inneren Wertes Schlussfolgerungen mit einem vergleichsweise höheren Bestimmtheitsgrad gezogen werden können, als eine gewöhnliche Ausgangssituation dies zuließe. Solche Spezialfälle können zur Liquidation führen oder technische Maßnahmen, bekannt als »Arbitrage« oder »Hedging«, auslösen. Wenn auch rein theoretisch betrachtet solche Spezialfälle den aussichtsreichsten Bereich der Arbeit von Analysten darstellen, lässt die Tatsache, dass sie einen sehr speziellen Charakter tragen und unregelmäßig vorkommen, sie aus einem allgemeinen Fokus auf die Investitionstheorie und -praxis jedoch relativ unwichtig erscheinen.

GRUNDSÄTZLICHE HINDERNISSE FÜR DEN ERFOLG VON ANALYSTEN – *Inadäquate oder unkorrekte Ausgangsdaten*: Es ist unnötig, zu betonen, dass Analysten nicht immer richtigliegen können. Darüber hinaus kann eine Schlussfolgerung logisch einwandfrei hergeleitet, aber schlecht praktisch umgesetzt sein. Die größten Hindernisse bei der Arbeit von Analysten lassen sich auf folgende drei Kategorien zurückführen: (1) inadäquate oder unkorrekte Ausgangsdaten, (2) die Unsicherheit über zukünftige Ereignisse und (3) irrationale

onales Verhalten der Marktteilnehmer. Das erste dieser Hindernisse, obwohl folgenreich, ist das mit der geringsten Bedeutung der drei. Vorsätzliche Fälschung von Daten kommt selten vor, die meisten fehlerhaften Darstellungen resultieren aus der trickreichen Anwendung von Rechnungslegungsprozeduren, die ein fähiger Analyst aufdecken können sollte. Verheimlichungen sind weit häufiger als Falschdarstellungen. Jedoch wurde das Ausmaß solcherart vorenthaltener Informationen als Ergebnis der Regulierungsbestrebungen von *New York Stock Exchange* und *SEC* stark reduziert, indem die Erfordernisse einer vollständigen Darstellung und ausführlichen Erläuterung der verwendeten Rechnungslegungsprozeduren Verbindlichkeit erlangten. Sollten wichtige Informationen vorenthalten werden, sollten die Fähigkeit und die Fertigkeit eines Analysten zur Aufdeckung dieses Mankos führen und sich in einem Malus niederschlagen – jedenfalls solange er nicht in der Lage ist, die nötigen Informationen verlässlich auf einem anderen Wege zu beschaffen. Zweifelsohne wird es Fälle geben, in denen die Zurückhaltung von wichtigen Informationen nicht aufgedeckt wird und Anlass zu unkorrekten Schlussfolgerungen gibt.

*Unsicherheit über zukünftige Entwicklungen:* Weit gewichtiger wirkt die Unsicherheit über zukünftige Veränderungen. Eine Schlussfolgerung auf Grundlage der Auswertung der vorhandenen Fakten und der scheinbaren Zukunftsaussichten kann durch unvorhergesehene Entwicklungen zunichtegemacht werden. Daraus ergibt sich die Frage, inwieweit es zu den Aufgaben eines Wertpapieranalysten gehört, zukünftige Veränderungen zu antizipieren. Die Beantwortung dieser Frage soll zunächst aufgeschoben werden und erfolgt später bei der Diskussion der verschiedenen Einflussfaktoren, die in den Analyseprozess Eingang finden. Es steht allerdings fest, dass zukünftige Veränderungen in hohem Maße unvorhersagbar sind und dass Analysten unbedingt von der Annahme ausgehen müssen, dass Vergangenheitsdaten höchstens eine grobe Orientierungshilfe bei der Bildung von Erwartungen über die Zukunft liefern. Je stärker diese Annahme abgeschwächt wird, desto weniger aussagekräftig ist die Analyse. Grundsätzlich kann aber festgehalten werden, dass sich diese Technik eher für die Analyse vorrangiger Wertpapiere (die gegen zukünftige Veränderungen abgesichert sind) als für die von Stammaktien eignet, größeren Nutzen bei der Analyse von Wirtschaftszweigen mit inhärenter Stabilität liefert als bei solchen, die regelmäßig breiten Schwankungen ausgesetzt sind, und schließlich dann besonders hilfreich ist, wenn die gegenwärtige Lage allgemein als normal charakterisiert werden kann und keine gesteigerte Grundunsicherheit über die Zukunft mit der Erwartung radikaler Veränderungen besteht.

*Irrationales Verhalten der Marktteilnehmer:* Das dritte Element, das die Arbeit von Wertpapieranalysten behindert, erwächst aus dem Markt selbst. In gewisser Hinsicht bedingen Markt und Zukunft dieselbe Art von Schwierigkeiten. Beide Faktoren können vom Analysten weder vorhergesagt noch gesteuert werden, haben jedoch einen entscheidenden Anteil am Erfolg eines Analysten. Die Hauptaktivitäten von Wertpapieranalysten können als nur wenig oder gar nicht die Marktpreise betreffend aufgefasst werden. Eine typische

Aufgabe ist die Identifizierung erstklassiger, feste Einkommensströme generierender Anleihen, die aus der Beobachtung des Analysten heraus als sicher in Bezug auf eingesetztes Kapital und Zinszahlungen eingeordnet werden können. Den Käufern solcher Wertpapiere wird geraten, den aktuellen Kursschwankungen keine Beachtung zu schenken, sondern stattdessen zu prüfen, ob die Anleihen auch weiterhin intakte Investments bleiben. Hier wird die Auffassung vertreten, dass diese traditionelle Sichtweise der Einstellung von Investoren unzutreffend und in gewisser Hinsicht scheinheilig ist. Inhaber von Wertpapieren, unabhängig vom jeweiligen Charakter, interessieren sich für die Marktwerte derselben. Dieser Fakt findet in dem Umstand Berücksichtigung, dass der Marktgängigkeit in der Investitionspraxis immer eine starke Betonung zugewiesen wird. Falls es wichtig ist, dass ein Wertpapier schnell veräußert werden kann, ist es zwangsläufig auch wichtig, dass dies zu einem angemessenen Preis abgewickelt wird. Während Inhaber von erstklassigen Anleihen offensichtlich weit weniger stark von Marktfluktuationen betroffen sind als Spekulanten, existiert bei Ersteren dennoch ein starkes psychologisches, wenn nicht finanzielles Motiv. Daher müssen Analysten auch in diesem Bereich alle möglichen Faktoren, die den Marktwert negativ beeinflussen könnten, berücksichtigen. Hinzu kommen natürlich noch die Faktoren, welche die grundsätzliche Sicherheit der Kapitalüberlassung betreffen. Der Bereich der Analystenaktivitäten, der auf die Aufdeckung möglicher Über- und Unterbewertungen von Wertpapieren abstellt, bezieht Marktpreise naturgemäß stärker in die Analyse mit ein. Hier beruht die Rechtfertigung der Bewertung größtenteils auf einer ganzheitlichen Betrachtung der Marktentwicklung eines Wertpapiers. Bei dieser analytischen Ausrichtung sollte man von zwei Grundannahmen ausgehen können: erstens, dass der Marktwert regelmäßig vom wahren Wert abweicht, und zweitens, dass Marktwerte eine inhärente Tendenz aufweisen, diese Abweichung zu korrigieren. Am Wahrheitsgehalt der ersten Aussage besteht wohl wenig Zweifel – auch wenn an der Wall Street die »Unfehlbarkeit des Marktes« propagiert und gern eingewendet wird, dass »eine Aktie gerade so viel wert ist wie ihr Geldkurs – nicht mehr und nicht weniger«.

**GEFAHR AUS VERZÖGERTEN PREISKORREKTUREN** – Die zweite Annahme ist theoretisch ebenso zutreffend, ihre Umsetzung in der Praxis erfolgt jedoch oft nicht zufriedenstellend. Durch Nachlässigkeiten oder Vorurteile bedingte Unterbewertungen können sich unangenehm lange im Markt halten, Gleiches gilt für inflationierte Preise, die aus übertriebenem Enthusiasmus resultieren oder künstlich stimuliert sind. Für Analysten folgt aus solchen Verzögerungen die Gefahr, dass neue Einflussfaktoren in die Preisbildung eingehen, bevor der Preis dasjenige Niveau erreicht hat, das zuvor abgeleitet wurde. Mit anderen Worten: Es kann vorkommen, dass zu dem Zeitpunkt, in dem Marktpreis und Wert übereinstimmen, der Wert mittlerweile einer beträchtlichen Änderung unterworfen war und sich die eingangs verwendeten Fakten wie die aus ihnen abgeleitete Schlussfolgerung als nicht länger vertretbar erweisen.

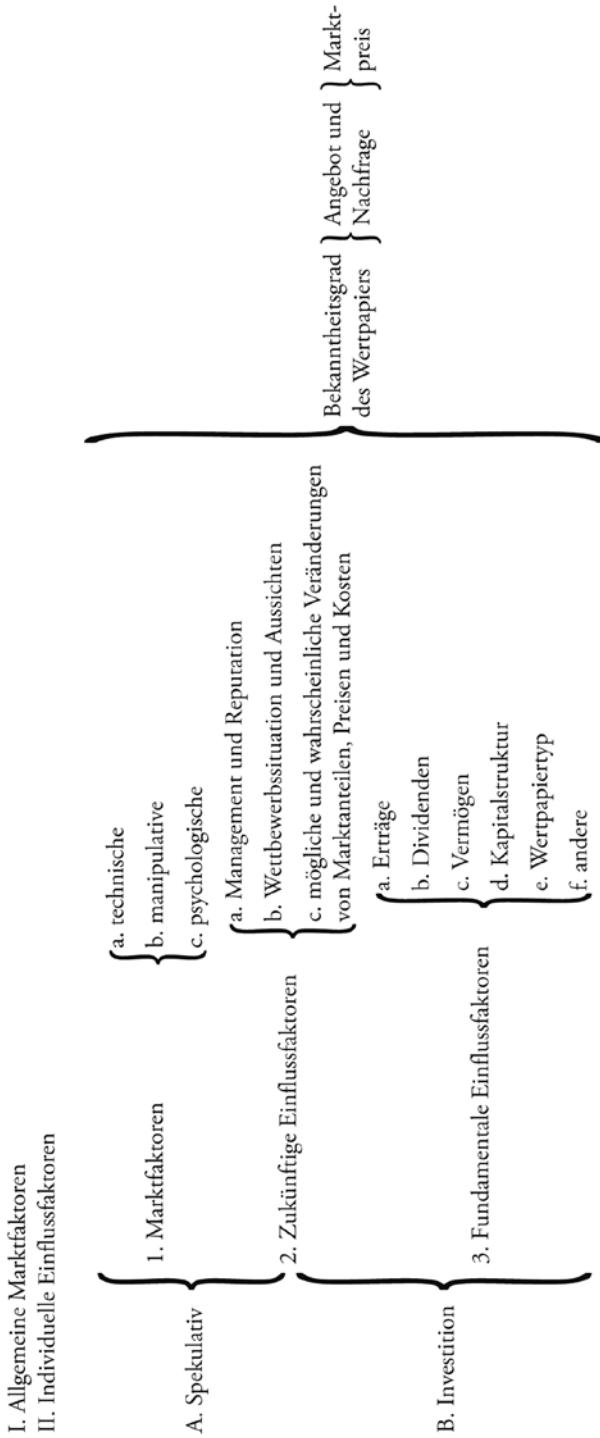
Analysten müssen versuchen, sich gegen diese Gefahr, so gut es geht, abzusichern. Dies kann geschehen, indem man erstens sich auf Ausgangssituationen beschränkt, bei denen keine plötzlichen Veränderungen zu erwarten sind, zweitens sich auf solche Wertpapiere konzentriert, bei denen ein hinreichendes öffentliches Interesse besteht, um sichergehen zu können, dass Preisanpassungen infolge veränderter Fakten langsam erfolgen und der Analyst zu den Ersten gehört, die solche Veränderungen entdecken, und schließlich drittens den Fokus auf die allgemeine Finanzlage richtet – wobei der Schwerpunkt auf der Identifizierung unterbewerteter Wertpapiere liegen sollte, wenn die allgemeine Markt- und Geschäftsentwicklung als normal betrachtet werden kann.

DER ZUSAMMENHANG ZWISCHEN INNEREM WERT UND MARKTWERT – Die Frage nach dem allgemeinen Zusammenhang zwischen innerem Wert und Marktbewertung kann vielleicht durch die folgende Abbildung, die verschiedene Stufen des Preisbildungsprozesses aufzeigt, geeignet strukturiert werden. Wie aus der Abbildung (S. 41) hervorgeht, ist der Einfluss der als analytisch charakterisierten Faktoren beides, *partiell und indirekt* – partiell, weil sie regelmäßig mit rein spekulativen Motiven konkurrieren, die einen gegensätzlichen Preisdruck auslösen; und indirekt, weil sie sich erst durch Entscheidungen und tatsächliches Handeln von Menschen im Preis niederschlagen. Mit anderen Worten ist der Markt eben keine *Gewichtungsmaschine*, bei welcher der Wert eines Wertpapiers durch exakte und unpersönliche Ausgangsdaten errechnet werden kann. Vielmehr könnte man ihn als *Wahlautomat* beschreiben, an dem einzelne Individuen in unbeschränktem Maße ihre Stimmen abgeben können, wobei diese teilweise begründet sind und teilweise rein emotional.

## ANALYSE UND SPEKULATION

Man könnte davon ausgehen wollen, dass eine saubere Analyse für alle Typen von Ausgangssituationen erfolgreiche Ergebnisse liefere, inklusive der ausgesprochen spekulativen, nämlich solchen mit erheblicher Unsicherheit und substanziellem Risiko. Sollte die Durchführung eines spekulativen Wertpapierkaufs, der auf einer Expertenstudie der Unternehmenssituation aufbaut, dem Käufer nicht einen beachtenswerten Vorteil verschaffen? Berücksichtigt man zusätzlich die Unsicherheit über zukünftige Entwicklungen, spricht einiges dafür, anzunehmen, dass sich auf lange Sicht positive und negative Effekte mehr oder weniger gegenseitig aufheben werden, sodass der anfängliche Vorteil im Zeitablauf erhalten bliebe und sich in der Zukunft mit einem positiven Erwartungswert realisieren ließe. Das ist eine plausible Argumentation, aber ebenso irreführend; und ihre unkritische und übertriebene allgemeine Akzeptanz hat viel dazu beigetragen, dass Analysten nicht bei ihren sprichwörtlichen Leisten geblieben sind. Dazu bietet es sich an,





**Zusammenhang zwischen Faktoren des inneren Wertes und dem Marktpreis**

einzelne stichhaltige Argumente gegen eine vordergründige Rechtfertigung von Spekulationen mit Analyseergebnissen an dieser Stelle zu diskutieren.

Zunächst ist hier darauf zu verweisen, dass das, was man auch als Spekulationsmechanik bezeichnen kann, erhebliche Nachteile für den Spekulanten bereithält, die den analytisch erlangten Vorteil kompensieren können. Solche Nachteile schlagen sich in Kommissionszahlungen und Gebühren nieder oder treten auch in Form von Geld-Brief-Spannen auf. Und am stärksten von allen wirkt die feststellbare inhärente Tendenz, dass die durchschnittlichen Verluste die durchschnittlichen Gewinne übersteigen, solange nicht eine bestimmte Investitionsstrategie verfolgt wird, die der analytisch motivierten widerspricht.

Der zweite Einwand stellt darauf ab, dass die in die Analyse eingehenden Fakten bei spekulativen Erwägungen besonders plötzlichen Veränderungen unterworfen sind. Die bereits angeführte Gefahr, dass sich der innere Wert ändert, ohne dass der Marktpreis den alten inneren Wert je widerspiegelt hat, ist deshalb bei Spekulationen ungleich größer als bei ordentlichen Investments.

Ein drittes Hindernis resultiert aus dem Umstand, dass unbekannte Faktoren zwangsläufig keinen Eingang in die Analyse finden. Theoretisch vertretbar ist die Annahme, dass sich von diesen Faktoren die positiven und negativen auf lange Sicht ausgleichen sollten. Bei vergleichenden Analysen gelangt man zum Beispiel häufig und relativ einfach zu der Einschätzung, dass, gemessen an den Unternehmenserträgen, Wertpapiere eines Unternehmens vergleichsweise günstiger sind als die eines anderen aus derselben Branche, obwohl für beide von identischen Zukunftsaussichten ausgegangen werden kann. Dabei ist es aber durchaus möglich, dass das niedrige Preisniveau des augenscheinlich attraktiveren Unternehmens auf bestimmte nachteilige Faktoren zurückzuführen ist, die aber nicht für jeden ohne Weiteres ersichtlich sind, sondern eine intensive Kenntnis des Unternehmens voraussetzen – aus der Perspektive solcher Informationsinsider könnte dann folgen, dass die Wertpapiere über ihrem relativen Wert gehandelt werden. In spekulativen Situationen haben »Unternehmensinterne« oft einen solchen Informationsvorsprung, der die Prämisse, negative und positive Einflussfaktoren sollten sich gegenseitig aufheben, unhaltbar werden lässt und damit im übertragenen Sinne den Würfel, der gegen den Analysten gespielt wird, durch Faktoren ergänzt, die nicht ersichtlich waren.<sup>5</sup>

**DIE AUSSAGEKRAFT EINER ANALYSE VERWÄSSERT MIT STEIGENDER UNSICHERHEIT** – Dieser letzte Einwand setzt auf einer abstrakteren Ebene an, ist dessen ungeachtet jedoch von enormer praktischer Bedeutung. Auch wenn man akzeptiert, dass Spekulanten aus analytischem Vorgehen einen mathematischen Vorteil erzielen können, sind damit noch keine Gewinne garantiert. Solche Engagements bleiben riskant; in jedem einzelnen Fall sind

---

5 Siehe im Anhang, Anmerkung 3, die Ergebnisse einer Vergleichsstudie des Marktverhaltens von Aktien mit hohen und niedrigen Kurs-Gewinn-Verhältnissen.

Verluste möglich; und nach Abschluss der Operationen ist nur schwer zu entscheiden, ob der Analystenbeitrag nützlich oder schädlich war. Die Funktion von Analysten und ihr Beitrag im Spekulationsbereich sind wohl im besten Fall als unsicher zu betrachten und in gewisser Hinsicht darf dabei auch ein eingeschränktes Berufsethos vermutet werden. Es ist, als wenn der Analyst und das Schicksal auf dem Spekulationsklavier ein Duett für vier Hände spielen und die treulose Glücksgöttin dabei die Melodie nach Belieben ändert.

Mit folgendem weniger fantasievollem Bild soll die hier vertretene Auffassung, Analysen eigneten sich besser für Investitionen als Spekulationen, vielleicht überzeugender unterstrichen werden. (Unter Vorwegnahme einer detaillierten Auseinandersetzung in einem späteren Kapitel wurde in diesem Kapitel bereits davon ausgegangen, dass Investitionen mit der Erwartung von Sicherheit und Spekulationen mit der bewussten Übernahme von Risiken einhergehen.) In Monte Carlo stehen die Chancen für den Eigentümer des Roulette 19 zu 18, sodass er im Durchschnitt aus 37 von den Gästen gesetzten Dollar einen Dollar Gewinn erzielt. Mit diesem Szenario soll die Ausgangssituation für ungelernete Investoren oder Spekulanten beschrieben werden. Angenommen, es wäre einem Roulettespieler möglich, mithilfe eines Analyseäquivalents das Wettverhältnis für eine begrenzte Anzahl von Durchführungen auf 18 zu 19 zu seinen Gunsten umzukehren. Dann führt eine gleichmäßige Verteilung seines Einsatzes über alle möglichen Zahlen zu einem moderaten Gewinn, unabhängig davon, wo die Kugel liegen bleibt. Diese Strategie kann als Ausdruck eines Investitionsprogramms angesehen werden, fundiert durch hinreichende Analyse und durchgeführt unter allgemein günstigen Nebenbedingungen.

Sollte der Spieler allerdings seinen gesamten Einsatz auf eine Zahl setzen, verschwindet der leichte statistische Vorteil zu seinen Gunsten in Anbetracht der entscheidenden Frage, ob das Glück die von ihm gewählte Zahl auch realisiert. Seine »Analyse« versetzt ihn in die Lage, im Glücksfall ein wenig mehr zu gewinnen, verlässt ihn das Glück, ist sie jedoch wertlos. Vielleicht ist es etwas überspitzt ausgedrückt, aber eine solche Situation beschreibt die Ausgangslage von Analysten, die ausgesprochen spekulative Anlagestrategien verfolgen. Exakt derselbe mathematische Vorteil, der im Investitionsbereich gute Ergebnisse »sicherstellt«, kann sich als vollkommen unwirksam erweisen, wenn das Glück einen alles andere dominierenden Einfluss auf das Endergebnis hat.

Es erscheint daher angebracht, Analysen im Zusammenhang mit Spekulationen eher als *ergänzend* und *zusätzlich* zu betrachten statt als *richtungweisend*. Nur wenn Glück eine deutlich untergeordnete Rolle beim Zustandekommen des Endergebnisses spielt, können Analysen verlässliche Ergebnisse liefern und Analysten die Ergebnisse ihrer Bewertung hinreichend rechtfertigen.

## KRITISCHE FUNKTION VON WERTPAPIERANALYSEN

Die Prinzipien der Kapitalmärkte sowie die Methoden der Unternehmensfinanzierung sind notwendigerweise Bestandteil von Wertpapieranalysen. Analytische Schlussfolgerungen resultieren aus der Anwendung von Standards auf Fakten. Deswegen beschäftigen sich Analysten mit der Eignung und Zweckmäßigkeit von Auswahlstandards. Eine wichtige Rolle spielt außerdem gerade bei Anleihen und Vorzugsaktien die Absicherung der Position durch geeignete Verbriefungsregelungen sowie – mit noch größerer Bedeutung – die Möglichkeit der Durchsetzung von Gläubiger- und Eigentumsrechten im Rahmen allgemein anerkannter Standards der Finanzbranche.

Von größter Wichtigkeit für den Analysten ist darüber hinaus, dass Fakten der Wirklichkeit entsprechend präsentiert werden. Daraus folgt zwangsläufig ein äußerst kritischer Umgang mit Rechnungslegungsmethoden. Schließlich muss der Analyst sich mit allen Unternehmenspolitiken, die Wertpapierinhaber betreffen, beschäftigen, da der Wert eines Papiers maßgeblich davon abhängen kann, welche Entscheidungen die Unternehmensführung trifft. In diese Kategorie fallen Entscheidungen über die Kapitalstruktur, Ausschüttungspolitik und Wachstumsstrategien, Managemententlohnung und auch über die Fortsetzung oder Auflösung von unprofitablen Geschäftsfeldern.

Auf einer solchen Grundlage und mit fallweise unterschiedlicher Gewichtung der einzelnen Themengebiete kann eine Wertpapieranalyse dazu geeignet sein, belastbare Schlussfolgerungen abzuleiten, und zwar vor allem mit dem Anspruch, Fehler zu verhindern und gegebenenfalls zu korrigieren sowie den Schutz von Gläubiger- und Aktionärspositionen zu verbessern.

## **KAPITEL 2**

# **FUNDAMENTALE ELEMENTE EINER WERTPAPIERANALYSE: QUANTITATIVE UND QUALITATIVE FAKTOREN**

Im vorangegangenen Kapitel wurden Konzeption und Gegenstand von Wertpapieranalysen mit dem Ziel betrachtet, ihre Bedeutung für das vom Analysten angestrebte Ergebnis aufzuzeigen. Stellt man sich nun einen Analysten bei der täglichen Arbeit vor, interessieren die allgemeine Herangehensweise für die Lösung eines spezifischen Problems sowie die allgemeine Einstellung in Bezug auf die verschiedenen Informationen, die sich ihm dafür bieten.

### **VIER FUNDAMENTALE ELEMENTE**

Das Ziel von Wertpapieranalysen liegt in der Beantwortung bestimmter Fragen von praktischer Relevanz oder zumindest darin, einen Beitrag zu ihrer Beantwortung zu leisten. Die gebräuchlichsten Fragen sind folgende: Welche Wertpapiere sollten für einen bestimmten Zweck erworben werden? Sollte Wertpapier  $S$  gekauft, verkauft oder gehalten werden?

In all diesen Fragen spielen vier Hauptfaktoren die wesentliche Rolle, explizit oder implizit. Das sind:

1. das Wertpapier
2. der Preis
3. die Zeit
4. die Person

Vollständig ausgeführt würde die oben genannte zweite typische Frage demnach lauten: Sollte Wertpapier  $S$  zum Preis  $P$  zum Zeitpunkt  $T$  von Individuum  $I$  gekauft (verkauft oder gehalten) werden? Daraus ergibt sich die Notwendigkeit einer Diskussion der relativen Signifikanz dieser vier Faktoren, wobei diesbezüglich eine Umkehrung der angezeigten Reihenfolge angebracht erscheint.

DAS ELEMENT DER PERSÖNLICHKEIT – Persönliche Faktoren spielen bei jedem Wertpapierengagement in größerem oder kleinerem Ausmaß eine Rolle. Der finanziellen Situation des potenziellen Käufers wird dabei in der Regel die größte Bedeutung beigemessen. Was eine attraktive Spekulation für einen Geschäftsmann darstellen könnte, sollte unter keinen Umständen von einem Treuhänder oder einer Witwe mit begrenztem Einkommensstrom in Erwägung gezogen werden. Noch einmal, *United States Liberty 3,5s* sollten nicht gekauft werden, wenn aus der Steuerbefreiung sämtlicher Erträge nicht auch ein realer Vorteil resultiert und solange eine hinreichend höhere Rendite aus teilweise besteuerten Staatsanleihen erzielbar ist.<sup>6</sup>

Weitere persönliche Faktoren, die als maßgebliche Einflussgrößen bei der Auswahl von Wertpapieren in Betracht kommen, sind Finanzkenntnisse und Erfahrung im Finanzgeschäft, das Temperament sowie Präferenzen. Ganz gleich jedoch, wie essenziell sich solche Überlegungen im Einzelfall und von Zeit zu Zeit erweisen können, stellen sie bei Wertpapieranalysen in aller Regel doch keine entscheidenden Einflussgrößen dar. Die meisten auf analytischem Wege erzielten Schlussfolgerungen können unabhängig von persönlichen Faktoren formuliert werden und sind damit für Investoren und Spekulanten in ihrer Gesamtheit maßgeblich.

DIE ZEIT – Der Zeitpunkt, zu dem ein Wertpapierkauf analysiert wird, kann auf verschiedenen Wegen Einfluss auf die gezogenen Schlussfolgerungen haben. Die Unternehmenszahlen oder die Zukunftsaussichten eines Unternehmens können zu einem bestimmten Zeitpunkt besser sein als zu einem anderen. Und solche wechselnden Umstände/Nebenbedingungen beeinflussen die Bewertung eines Wertpapiers durch einen Analysten auf unterschiedliche Weise. Darüber hinaus erfolgt die Auswahl von Wertpapieren durch die Anwendung von Standards in Bezug auf Qualität und Rendite und beide Merkmale – besonders das Letztere – schwanken mit den allgemeinen Bedingungen auf den Finanzmärkten. Im Juni 1931 erschien eine erstklassige Eisenbahnanleihe mit einer aktuellen Rendite von 5 Prozent attraktiv, weil die durchschnittlich erzielbare Rendite zu diesem Zeitpunkt in diesem Segment 4,32 Prozent betrug. Dasselbe Angebot sechs Monate später wäre allerdings recht unattraktiv gewesen, da die Kurse von Eisenbahnanleihen in der

---

6 Im Jahr 1927 erzielten die *3,5s* eine Rendite von 3,39 Prozent, während *U. S. Liberty 4,5s* bei identischer Fälligkeit eine Rendite von 4,08 Prozent boten.

Zwischenzeit erheblich gefallen waren und dadurch die Rendite in diesem Segment auf 5,86 Prozent gestiegen war. Schließlich bleibt noch zu bemerken, dass nahezu alle durch Wertpapiere begründeten Verbindlichkeiten in gewissem Ausmaß von der aktuellen Beurteilung der finanziellen Aussichten und der Geschäftsaussichten allgemein beeinflusst werden. Bei spekulativen Erwägungen stellen solche Überlegungen ein wichtiges Korrektiv dar, während sie bei konservativen Investments gewöhnlich ausgeblendet werden – außer in angespannten Zeiten und bei großer Unsicherheit, dann sollte man sie nicht ignorieren.

Aus dem wissenschaftlichen Anspruch folgt bei Wertpapieranalysen die Notwendigkeit, Prinzipien und Methoden zu entwickeln, die möglichst immer – wenigstens aber in gewöhnlichen Zeiten – zuverlässige Ergebnisse liefern. Allerdings sollte man dabei stets im Hinterkopf behalten, dass aus der praktischen Anwendung von Wertpapieranalysen ein Spiel gegen einen imaginären Gegner folgt, dessen Züge maßgeblich durch den Wandel der Zeit bestimmt werden.

DER PREIS – Der Preis ist integraler Bestandteil einer jeden vollständigen Analyse von Wertpapieren. Bei der Auswahl von erstklassigen Anleihen nimmt er gewöhnlich eine nachgeordnete Stellung ein, dies ist aber kein Ausdruck von Irrelevanz, sondern trägt dem Umstand Rechnung, dass jene Papiere seltenst ungerechtfertigt überbewertet sind. Daher wird das mit Abstand stärkste Gewicht auf die Beantwortung der Frage gelegt, ob das Papier adäquate Sicherheit bietet. In Spezialfällen jedoch, wie dem beabsichtigten Kauf einer erstklassigen *Wandelanleihe*, kann dem Preis durchaus die gleiche Bedeutung zugemessen werden wie dem Grad der Sicherheit. Dieser Gedanke soll durch das Beispiel *American Telephone and Telegraph Company Convertible 4,5s*, fällig 1939, illustriert werden, die 1929 über 200 notierten. Der Umstand, dass der zugrunde liegende Nominalwert des Fremdkapitals sowie die Zinsansprüche zweifellos als sicher betrachtet werden konnten, verhinderte nicht, dass dieses Papier *bei jenem Preis* ein extremes Risiko beinhaltete – das sich später im Verlust von mehr als der Hälfte des Marktwertes niederschlug.<sup>7</sup>

Bei Stammaktien ist der Einbezug des aktuellen Preises zwingender, denn die Gefahr, zum falschen Preis zu kaufen, steht der, das falsche Papier zu kaufen, in nichts nach. An späterer Stelle wird noch darauf einzugehen sein, dass mit der *New-Era*-Theorie von

7 Jährliche Preisspanne von *American Telephone and Telegraph Company Convertible 4,5s*, fällig 1939:

Jahr	Hoch	Tief
1929	227	118
1930	193,325	116
1931	135	95

Investitionen der Preis aus der Analyse weitgehend ausgeschlossen wurde und dieser Ausschluss eine verheerende Wirkung entfaltete.

**DAS WERTPAPIER: UNTERNEHMENSMERKMALE UND VERBRIEFUNGSDetails** – Die Rolle des Wertpapiers an sich und seines Preises bei einer Investitionsentscheidung kann noch klarer herausgestellt werden, wenn das Entscheidungsproblem folgendermaßen umformuliert wird. Anstatt zu fragen, (1) in welches Wertpapier und (2) zu welchem Preis investiert werden sollte, lautet die Frage nun, (1) in welches Unternehmen und (2) zu welchen verbrieften Konditionen investiert werden sollte. Dies erlaubt eine größere Verdichtung sowie Balance der beiden Basiselemente von Wertpapieranalysen. Mit *Verbriefungsdetails* sind nicht nur der Preis, sondern auch einschlägige Regelungen, der Status und im weitesten Sinne das Kapitalmarktverhalten eines Wertpapiers gemeint.

**BEISPIEL FÜR EINE UNATTRAKTIVE VERBRIEFUNG** – Es ist denkbar, dass eine Investition in den am besten geeigneten Unternehmenstyp, jedoch zu ungünstigen und unattraktiven Bedingungen durchgeführt wird. Vor 1929 verzeichneten städtische Immobilienwerte über viele Jahre hinweg ein stetiges Wachstum; daraus resultierte die nahezu allseitig geteilte Auffassung, es handle sich um das »sicherste« Segment für Investitionen. Aber die Beteiligung an einem Immobilienprojekt in New York City per Vorzugsaktie im Jahr 1929 hätte zu dermaßen nachteiligen *Verbriefungsdetails* erfolgen können, dass alle positiven Elemente zunichtegemacht worden wären. Ein solches Emissionsangebot kann folgendermaßen zusammengefasst werden<sup>8</sup>:

*Verbriefung des Papiers:* Eine Vorzugsaktie, nachrangig zu einer großen Hypothekenanleihe mit Erstbedienungsrecht und ohne wirksame eigene Ansprüche auf Dividende oder Kapitalerhalt. Die Vorzüge waren vorrangig vor den Stammaktien, deren nennwertloser Emission allerdings keine Kapitalbeteiligung gegenüberstand, sodass die Stammaktionäre nichts zu verlieren, aber viel zu gewinnen hatten, während die Vorzugsaktionäre alles verlieren konnten und nur in geringem, zudem beschränktem Ausmaß am Erfolg hätten partizipieren können.

*Status des Papiers:* Eine Beteiligung an einem neu und zu extrem hohen Kosten zu errichtenden Gebäude, ohne dabei über die nötigen Rücklagen oder die Aussicht auf frisches Kapital zu verfügen, falls unvorhergesehene Schwierigkeiten einträten.

---

8 Die zugrunde liegende Finanzierungsmethode wurde von verschiedenen Einzelprojektgesellschaften, allesamt organisiert und gegründet von *Fred F. French Company* und affilierten Unternehmen, verwendet, ausgenommen einige spätere, die im Zusammenhang mit *Tudor City*-Projekten begeben wurden. Zur Finanzierung Letzterer wurden verzinsliche Schuldverschreibungen emittiert, wobei dem Unternehmen ein Pari-Wandlungsrecht in Vorzugsaktien vorbehalten blieb. Diese ersetzten die Vorzugsaktien im Finanzplan. Siehe: *The French Plan (10th ed., December 1928)*, veröffentlicht von und zu beziehen bei *Fred F. French Investing Company, Inc.*, Siehe ebenfalls: *Moody's Manual; »Banks and Finance«*, 1933, S. 1703–1707.



*Preis des Papiers:* Auf den Nennwert bezogen boten die Aktien eine Dividendenrendite von 6 Prozent, die viel geringer war als die Rendite einer zweitrangigen Immobilienanleihe, die zudem viele weitere Vorteile verbrieft hätte.<sup>9</sup>

BEISPIEL FÜR EINE ATTRAKTIVE VERBRIEFUNG – Man braucht nur die Finanzierungsmaßnahmen von Unternehmen in der Energiebranche der letzten Jahre zu untersuchen und wird auf unzählige Beispiele für ungeeignete Wertpapiere in einem grundsätzlich attraktiven Marktsegment stoßen. Im Gegensatz dazu soll an dieser Stelle auf den Fall *Brooklyn Union Elevated Railroad First 5s*, fällig 1950, verwiesen werden. Das Wertpapier wurde 1932 zu einem Kurs von 60 und daher mit einer Renditeerwartung von 9,85 Prozent bis zur Fälligkeit gehandelt. Es war eine Obligation des *Brooklyn-Manhattan Transit System*. Unternehmen im öffentlichen Nahverkehr wurden lange Zeit als unattraktiv betrachtet, vorrangig wegen des Wettbewerbs mit der Automobilindustrie, aber auch wegen regulatorischer Einschränkungen, unter anderem in der Tarifgestaltung. Daher war das Wertpapier wegen des betreffenden *Unternehmenstyps* als vergleichsweise unattraktiv zu betrachten. Wie im Folgenden gezeigt werden soll, führen die Einzelheiten der Verbriefung aber durchaus zu dem Ergebnis, dass es sich um eine geeignete Investition handelte:

*Verbriefung des Papiers:* Zwischen der Stadt New York und der Betreibergesellschaft wurde vertraglich vereinbart, dass das Wertpapier einen erstrangigen Anspruch gegen die aggregierten Erträge aus dem Untergrundbahn- und Hochbahngeschäft, beide in gemeinschaftlichem Eigentum von Stadt und Unternehmen, verbrieft, sodass dem Nominalwert des Fremdkapitals ein Fundamentalwert des Unternehmens gegenüberstand, der Ersteren enorm übertraf. *Status des Papiers:* Zu der eben beschriebenen außergewöhnlich guten spezifischen Absicherung des Papiers kam noch, dass die Anleihen Obligationen eines stabilen und offensichtlich dauerhaft ertragsstarken Unternehmens waren.

*Preis des Papiers:* Es konnte zu einem Preis erworben werden, der eine geringe Renditesteigerung im Vergleich zum *Brooklyn-Manhattan Transit Corporation 6s*, fällig 1968, bot, das erst nachrangige Ansprüche verbrieft. (Im Kurstief 1932 bei 68 verbrieft letzteres Papier eine Rendite von neun Prozent im Vergleich zu 9,85 Prozent des *Brooklyn Union Elevated 5s*.<sup>10</sup>)

9 Immobilienunternehmen, die diesem Beispiel zugrunde liegen, gaben Stammaktien als Bonus bei der Emission der Vorzugsaktien aus. Diese Stammaktien hatten gegenwärtig keinen Fundamentalwert, aber einen potenziellen Zukunftswert, der bei *vorteilhafter Entwicklung* den Kauf hätte profitabel werden lassen können. Aus der hier vertretenen Sichtweise auf Investitionen treffen auf diese Vorzüge alle vorgebrachten Einwände zu. Es ist eigentlich unnötig, zu erwähnen, dass die Zeichner dieser Wertpapiere in nahezu jedem Fall ziemlich schlecht abschnitten.

10 Bis zum Jahr 1936 war der Kurs des *Brooklyn Union Elevated 5s* bis 155,5 gestiegen. Nach 1937 waren die Erträge von *B.M.T.* rückläufig und der Kurs fiel auf 59. Als die Stadt *New York City* 1940 das Betreibersystem vollständig kaufte, wurde man der starken Position des Papiers wieder gewahr, denn der Preis erholte sich bis auf 92.

RELATIVE BEDEUTUNG VON VERBRIEFUNGSDetails UND UNTERNEHMENSMERKMALEN – Die hier vorgetragene Unterscheidung in Unternehmensmerkmale und Verbriefungsdetails legt die Frage nahe, welches der beiden Elemente das wichtigere sei. Ist es besser, in ein attraktives Unternehmen zu unattraktiven Bedingungen zu investieren oder in ein unattraktives Unternehmen zu attraktiven Bedingungen? Nach herrschender Meinung wird zweifellos die erste Alternative vorgezogen, was eher als instinktiv denn logisch richtig einzuschätzen ist. Die Erfahrungen einer langen Periode zeigen zweifellos, dass solche Investoren, die im Zweifel zu viel für Wertpapiere von den besten Unternehmen gezahlt haben, weniger Kapital verloren haben als jene, welche die Strategie verfolgt hatten, aus dem Kauf von Wertpapieren weniger gut aufgestellter Unternehmen Überrenditen zu erzielen.

Aus analytischer Sicht liefert dieses empirische Ergebnis allerdings keine Antwort auf die aufgeworfene Frage. Im Grunde handelt es sich hierbei lediglich um eine Beispielausprägung der auf alle Handelsgeschäfte anwendbaren Grundregel, dass der *unerfahrene Käufer* am besten fährt, wenn er Güter mit hoher Reputation erwirbt, auch wenn er hierfür einen vergleichsweise hohen Preis zahlen muss. Unnötig zu betonen, dass diese Regel nicht von erfahrenen Expertenkäufern angewendet wird. Von diesen wird im Gegenteil erwartet, dass sie die Qualität unmittelbar durch Beobachtung bewerten können und nicht mittelbar anhand der Reputation, und von Zeit zu Zeit sind bei ihnen sogar Abstriche bei der Qualität von Wertpapieren denkbar, wenn diese zusammen mit dem Preis und dem verfolgten Zweck attraktiv sind. Diese Unterscheidung ist wie für den Handel mit Gemälden oder Uhren ebenfalls auf den Wertpapierhandel anzuwenden. Aus ihr folgt die Ausprägung zweier gegensätzlicher Prinzipien, das eine passend für unerfahrene Investoren, das andere hilfreich für Analysten.

1. Prinzip für unerfahrene Wertpapierkäufer: Stecke unter keinen Umständen Geld in zweit- oder drittklassige (usw.) Unternehmen.
2. Prinzip für Wertpapieranalysten: Zu nahezu jedem Wertpapier existiert eine Preisspanne, innerhalb derer es als günstig, und eine, innerhalb derer es als teuer zu bezeichnen ist.

Es wurde bereits kritisiert, dass eine exklusive Betonung des zugrunde liegenden Unternehmens bei der Wertpapierauswahl oft mit der Zahlung überhöhter Preise für sonst attraktive Wertpapiere einhergeht. Der zweite Einwand folgt aus der Möglichkeit, dass sich die Auswahl eines bestimmten Unternehmens nachträglich als unklug getroffen herausstellt. Dabei ist es natürlich und ebenso ratsam, Unternehmen zu bevorzugen, die eine hinreichende Größe aufweisen und gut geführt werden, die eine gute Entwicklung gezeigt haben und die in der Zukunft ein Ertragswachstum erwarten lassen. Aber diese Erwartungen, obwohl scheinbar gut fundiert, werden oft enttäuscht. Viele der gestern

führenden Unternehmen liegen heute auf einem abgeschlagenen Rang. In Bezug auf morgen ist eine ähnliche Entwicklung wahrscheinlich. Das wird am eindrucksvollsten von der Gruppe der Eisenbahngesellschaften illustriert, deren relative Position während der letzten beiden Jahrzehnte eine stetige Verschlechterung erfuhr. Die Lage eines Unternehmens wird zum einen durch objektive Fakten determiniert und zum anderen durch subjektive Meinungen. Während der zurückliegenden Jahre wies das Meinungsselement bei der Beurteilung von Investitionen eine außergewöhnlich hohe Volatilität auf und war ebenso unzuverlässig. 1929 wurde der *Westinghouse Electric and Manufacturing Company* nahezu allseitig eine ungewöhnlich günstige Position im Industriesegment bescheinigt. Zwei Jahre später lag der Marktwert des in Unternehmensaktien verbrieften Eigenkapitals weit unter dem Wert des Nettoanlagevermögens dieses Unternehmens, was als Zeichen dafür aufgefasst werden kann, dass erhebliche Zweifel an der Fähigkeit des Unternehmens bestanden, in der Zukunft überhaupt Gewinne zu erwirtschaften. *Great Atlantic and Pacific Tea Company*, 1929 noch mit dem Nimbus eines einzigartig gut aufgestellten Unternehmens behaftet, fiel von 494 in jenem Jahr bis auf 36 im Jahr 1938. Zu diesem letzteren Zeitpunkt lag der Kurs der Stammaktien unter dem Wert des Barvermögens pro Aktie, wobei der Nennwert der Vorzugsaktien durch andere kurzfristig liquidierbare Vermögensbestandteile gedeckt war.

Diese Überlegungen sollen das Prinzip, wonach unerfahrene Anleger sich auf die Unternehmen mit höchster Reputation beschränken sollen, nicht verwerfen. Es sollte vielmehr das Bewusstsein dafür geschärft werden, dass die Anleger mit der Übernahme dieser Präferenz jedem anderweitig noch größeren Risiko entgehen, aber die populärsten Unternehmen nicht notwendigerweise auch die sichersten sind. Ein Analyst sollte das Marktgeschehen und die allgemein wahrgenommene Sicht auf das betreffende Unternehmen aufmerksam beobachten, sich dabei jedoch immer einen unabhängigen und kritischen Standpunkt bewahren. Auch sollte er nicht zögern, die herrschende Meinung zu verwerfen und in unpopuläre Titel zu gehen, wenn gewichtige und überzeugende Gründe dafürsprechen.

## QUALITATIVE UND QUANTITATIVE ANALYSEFAKTOREN

Die Analyse eines Wertpapiers bedingt die Analyse des Geschäfts. Die Detailgenauigkeit einer solchen Studie könnte bis ins Unendliche ausgedehnt werden; daher muss die Frage nach der Tiefgründigkeit vom praktischen Standpunkt ausgehend entschieden werden. Die näheren Umstände eines beabsichtigten Wertpapierkaufs werden in dieser Hinsicht natürlich einen Einfluss haben. Dem Käufer einer 1000-Dollar-Anleihe wird die Zeit zu schade sein, die eine große Versicherung für umfangreiche Analysen aufwendet, wenn sie im Begriff sein sollte, eine 500.000-Dollar-Charge des gleichen Wertpapiers zu kaufen.

Letzterer Aufwand wird jedoch immer noch geringer sein als der, den die zeichnungsführende Konsortialbank unternimmt. Oder aus einem anderen Blickwinkel ist es weniger aufwendig, eine 3 Prozent liefernde erstklassige Anleihe zu finden als ein erstklassig abgesichertes Papier mit 6 Prozent oder ein *nicht durchsetzbares Renditeversprechen* auf dem Markt für Stammaktien.

METHODE UND ANALYSEAUSSMASS SOLLTEN VOM UNTERNEHMENSCHARAKTER UND ANLAGEZIEL DETERMINIERT SEIN – Zunächst muss die Ausstattung eines Analysten dem von ihm verfolgten technischen Ansatz gerecht werden. Bei der Wahl von und im Umgang mit Ausgangsdaten muss nicht nur auf inhärente Bedeutung und gegenseitige Abhängigkeiten geachtet werden, sondern ebenso auf Attribute wie Zugangsmöglichkeit und Verlässlichkeit. Man darf sich dabei nicht vom Vorhandensein einer großen Datenfülle – so zum Beispiel in den Berichten der Eisenbahngesellschaften an die *Interstate Commerce Commission* – zu ausufernden Studien von Unwichtigem verleiten lassen. Auf der anderen Seite muss man sich regelmäßig der potenziellen Außerachtlassung signifikanter Informationen bewusst werden, um daraus entweder den Analyseaufwand auch tatsächlich zu steigern oder zu der Erkenntnis zu gelangen, dass das Problem ein ebensolches Verhalten nicht rechtfertigt. Dies trifft insbesondere auf Elemente zu, die Teil einer vollständigen »Unternehmensanalyse« sind – wie zum Beispiel die Bestimmung des Ausmaßes, in dem ein Unternehmen von Patentrechten abhängt oder geografische Vorteile aus vorteilhaften Arbeitsmarktspezifika realisiert, die nicht als dauerhaft vorausgesetzt werden können.

DER WERT VON UNTERNEHMENSDATEN VARIERT MIT DEM UNTERNEHMENSTYP – Am wichtigsten vor allem anderen ist die Erkenntnis, dass der Wert von bestimmten Unternehmensdaten erheblich mit dem Typ des analysierten Unternehmens variiert. Die Brutto- oder Nettoertragsdaten einer Eisenbahngesellschaft oder einer großen Handelskette aus den letzten fünf Jahren liefern eine, wenn nicht sogar schlüssige, wenigstens begründete Grundlage für die Beurteilung der Sicherheit eines vorrangigen Wertpapiers und die Attraktivität der Stammaktien. Die gleiche Datengrundlage jedoch für eines der kleineren Ölförderunternehmen erweist sich mehr täuschend als nützlich, denn hier wirken fast ausschließlich die zwei Faktoren Ölpreis und Absatzmenge und hinsichtlich beider darf davon ausgegangen werden, dass große Abweichungen zwischen Vergangenheit und Zukunft sehr wahrscheinlich sind.

Quantitative versus qualitative Analyseelemente – Es kann von Zeit zu Zeit sinnvoll sein, eine Klassifikation der in eine Analyse Eingang findenden Elemente unter »quantitativen« und »qualitativen« Aspekten vorzunehmen. Erstere könnte man als die Unternehmensdaten bezeichnen. Dazu gehören all die nützlichen Kennzahlen aus Erfolgsrechnung und Bilanz sowie darüber hinaus Daten, die sich auf Produktion, Absatzpreise, Kosten, Kapazitätsauslastung, Auftragsbestand usw. beziehen. Hier ist eine weitere Unterteilung

in (1) Kapitalisierung, (2) Ertrag und Dividenden, (3) Forderungen und Verbindlichkeiten und (4) Produktionsstatistik sinnvoll.

Die qualitativen Faktoren dagegen beziehen sich auf Einflussgrößen wie Geschäftsmerkmale, die relative Stellung des betreffenden Unternehmens in seiner Branche, seine physischen, geografischen und operativen Besonderheiten, den Charakter der Unternehmensführung und schließlich den Ausblick in die Zukunft für das Unternehmen, die Branche und die Ökonomie im Allgemeinen. Fragen solcher Art werden normalerweise nicht in Unternehmensberichten behandelt. Für Antworten muss der Analyst auf verschiedenste Informationsquellen mit stark schwankender Verlässlichkeit zurückgreifen – inbegriffen eine gehörige Portion bloßer Meinungsäußerungen.

Allgemein ausgedrückt, passen die quantitativen Faktoren viel besser zu dem Konzept einer gründlichen und stringenten Analyse, als dies bei den qualitativen der Fall ist. Erstere sind von geringerer Anzahl, einfacher zu beschaffen und eignen sich viel besser für die Ableitung von eindeutigen Schlussfolgerungen aus inhärenten Abhängigkeiten. Darüber hinaus schlagen sich viele der qualitativen Elemente ebenfalls in den Finanzkennzahlen nieder, sodass aus ihrer detaillierten Analyse nicht zwingend ein großer zusätzlicher Erkenntnisgewinn resultieren muss. Bei typischen Wertpapieranalysen – zum Beispiel solchen, die den regelmäßigen Publikationen von Wertpapierhandelshäusern zugrunde liegen oder von Statistikdienstleistern angeboten werden – werden qualitative Faktoren nur oberflächlich oder zusammenfassend behandelt und der weitaus größere Raum wird den Zahlen gewidmet.

**QUALITATIVE FAKTOREN: GESCHÄFT UND ZUKUNFTSAUSSICHTEN** – Unter den qualitativen Faktoren wird den Geschäftsgegebenheiten und dem Charakter des Managements die größte Aufmerksamkeit zuteil. Beide Elemente haben eine außerordentliche Bedeutung, sie sind aber im selben Maße außerordentlich schwer zu handhaben und intelligent zu verarbeiten. Zunächst wollen wir uns hier der Beurteilung der Geschäftsgegebenheiten widmen, wozu im Allgemeinen auch die Zukunftsaussichten gezählt werden. Nach einem »guten Geschäft« befragt, äußern die meisten eine ziemlich genaue Vorstellung davon, wann sie ein Geschäft für gut erachten und wann nicht. Diese Vorstellung basiert teilweise auf dem Finanzergebnis, teilweise auf Kenntnis der spezifischen Bedingungen eines Industriesektors und teilweise auf Vermutungen oder Voreingenommenheit.

Während der Zeit allgemeiner wirtschaftlicher Prosperität zwischen 1923 und 1929 gerieten nicht wenige der Hauptindustriesektoren wenigstens zwischenzeitlich in einen sektorspezifischen Abschwung. Dazu zählen die Zigarren-, Kohle-, Baumwoll-, Düngemittel-, Leder-, Holz-, Verpackungs- und Papierindustrie sowie das Reedereiwesen, Straßenbahnen, Zuckerindustrie und Wollverarbeitung. Ausgelöst wurde dieser Abschwung entweder durch die Entwicklung von Konkurrenzprodukten und eine veränderte Wettbewerbssituation (insbesondere bei Kohle, Baumwolle und Transportwesen) oder aus-

ufernde Produktionsmengen und ruinöse Handelsstrategien (insbesondere bei Papier, Holz und Zucker). In der gleichen Periode zeigte sich auf anderen Sektoren ein überdurchschnittlicher Aufschwung. Dazu zählen die Konservenproduktion, Handelsketten, die Zigarettenproduktion, die Unterhaltungsindustrie (Film) und öffentliche Versorger. Ursächlich hierfür war in den meisten Fällen ein ungewöhnlich starker Nachfrageanstieg (Zigaretten, Unterhaltungsfilme), fehlende Kontrolle oder fehlender Wettbewerb (öffentliche Versorger, Konservenherstellung) oder die Übernahme von Marktanteilen von Konkurrenten (Handelsketten).

Nun liegt der Schluss nahe, Unternehmen, die unter dem Durchschnitt lagen, als »unvorteilhaft aufgestellt« zu betrachten und folglich zu meiden. Der Umkehrschluss für Unternehmen mit überdurchschnittlichem Abschneiden drängt sich dann natürlich schon fast auf. In vielen Fällen wird sich ein solcher aber als Trugschluss erweisen. Abnormal gute wie abnormale schlechte Bedingungen halten nie ewig an. Dies trifft nicht nur für die allgemeine Konjunktur, sondern auch für die sektorspezifische zu. Oftmals werden Korrektivkräfte ausgelöst, die Gewinne wieder stabilisieren, wenn sie eingebrochen waren, oder diese reduzieren, wenn ihr Wachstum zu Renditen geführt hat, die exzessive Ausmaße in Bezug auf das eingesetzte Kapital angenommen hatten.

Gerade solchen Industriezweigen, die von einem Nachfrageanstieg profitiert hatten, ginge dieser Vorteil sofort wieder verloren, stiege das Angebot noch schneller an. Dies trifft für Rundfunk, Luftfahrt, Kühlanlagen, Personenbeförderung mit Bussen und die Seidenverarbeitung zu. Im Jahr 1922 wurden Handelsketten als besonders positiv betrachtet, weil sie den Abschwung von 1920 bis 1921 exzellent meistern konnten; allerdings konnten sie diesen ihnen zuerkannten Vorteil in den Folgejahren nicht aufrechterhalten. Während der Hochkonjunktur von 1919 waren öffentliche Versorger wegen ihrer Kostensituation höchst unpopulär; dann stiegen sie zwischen 1927 und 1929 zu Favoriten für Investitionen und Spekulationen auf; zwischen 1933 und 1938 führten Inflationsängste, Regulierungsbestrebungen und die direkte Konkurrenz von Staatsunternehmen wieder zu einem Vertrauensverlust auf den Kapitalmärkten. Die Baumwollindustrie – lange Zeit im stetigen Abschwung begriffen – erlebte dagegen 1933 einen nahezu alles andere übertreffenden Aufschwung.

**DIE UNTERNEHMENSFÜHRUNG ALS EINFLUSSFAKTOR** – Die Bedeutung, die wir der Auswahl einer »guten Branche« zumessen, muss durch die Erkenntnis relativiert werden, dass dies einfacher klingt, als es ist. Ähnliche Schwierigkeiten ergeben sich in Bezug auf die Identifizierung solcher Unternehmensführungen, die als besonders fähig erachtet werden können. Es gibt nur wenige objektive Tests von Managementfähigkeiten und diese sind zudem weit entfernt von einem wissenschaftlichen Anspruch. In den meisten Fällen werden sich Investoren auf die Reputation verlassen müssen, die gerechtfertigt sein kann oder nicht. Der überzeugendste Beleg für Managementfähigkeiten ist ein über mehrere

Perioden gezeigtes Übertreffen der (durchschnittlichen) Ergebnisse einer Vergleichsgruppe ähnlicher Unternehmen. Damit wäre man allerdings wieder bei quantitativen Daten angelangt.

Der Aktienmarkt weist eine starke Tendenz auf, den Faktor Unternehmensführung doppelt in die Kurse einfließen zu lassen. Grundsätzlich reflektieren Aktienkurse bereits große Gewinne, die aus einer guten Unternehmensführung resultieren; *zusätzlich* einen wertmäßigen Aufschlag für »gutes Management« hinzuzurechnen bedeutet, »den gleichen Effekt doppelt zu zählen«, und führt regelmäßig zu Überbewertungen.

ENTWICKLUNGSTREND DER ZUKÜNFTIGEN ERTRÄGE – In den vergangenen Jahren wurde dem *Trend der Erträge* eine wachsende Bedeutung beigemessen. Es ist unnötig, auszuführen, dass ein stetiges Ertragswachstum ein Vorteilhaftigkeitsmerkmal ist. Die Finanzierungstheorie geht hier noch weiter, wenn Schätzungen der zukünftigen Erträge mithilfe einer hypothetischen Fortschreibung des Vergangenheitstrends ermittelt und auf dieser Grundlage Unternehmen bewertet werden. Weil bei diesem Prozess Zahlen verarbeitet werden, glauben fälschlicherweise viele, dass »alles mathematisch korrekt« wäre. Während aber ein Trend, der in der Vergangenheit gezeigt wurde, ein Faktum ist, erhält man durch Fortschreiben eines solchen in die Zukunft lediglich eine Annahme. Die Faktoren, die bereits als maßgeblich dafür aufgezählt wurden, dass abnormale Prosperität und Depression nicht von Dauer sind, wirken gleichzeitig auch der Dauerhaftigkeit von Aufwärts- oder Abwärtstrends entgegen. Zu dem Zeitpunkt, in dem ein Trend als solcher zutage tritt, könnten sich die ursächlichen Bedingungen bereits wieder in eine Richtung entwickelt haben, die zu grundlegenden Veränderungen führt.

Ein Einwand könnte darauf abzielen, dass die Erwartung der Fortsetzung eines in der Vergangenheit gezeigten Trends mit der gleichen Berechtigung erfolgt, mit der Durchschnittserträge aus zurückliegenden Jahren als Grundlage für Schätzungen der zukünftigen Erträge eingeführt wurden. Das ist natürlich richtig, aber daraus folgt nicht auch, dass Trends nützlichere Anhaltspunkte für Analysen liefern würden als historische Einzel- oder Durchschnittswerte. Um es ganz deutlich herauszustellen: In der Wertpapieranalyse wird nicht angenommen, dass sich historische Durchschnittswerte auch in der Zukunft wieder einstellen werden, sondern dass sie *grobe Anhaltspunkte* dafür liefern können, was für die Zukunft erwartet werden darf. Trends hingegen können nicht als grober Anhaltspunkt aufgefasst werden; sie beinhalten zwingend eine definitive Vorhersage entweder wachsender oder sinkender Gewinne, was sich als entweder richtig oder falsch herausstellt.

Diese Differenzierung, mit wichtigen Folgen für das Kalkül von Analysten, kann vielleicht mithilfe von Beispielen klarer herausgestellt werden. Angenommen, eine Eisenbahngesellschaft hätte 1929 im Siebenjahresdurchschnitt Erträge erwirtschaftet, die dreimal so groß waren wie ihre festen Zinsverbindlichkeiten. Analysten hätten diesem Merkmal großes Gewicht beigemessen und als Indikator für eine gute Bonität der Anlei-

hen dieser Gesellschaft gewertet. Zu dieser Beurteilung wäre man durch die Anwendung von Standards auf quantitative Daten gelangt. Sie beinhaltet aber nicht gleichzeitig, dass die Erträge der nächsten sieben Jahre im Durchschnitt dreimal so groß sein würden wie die Zinsverbindlichkeiten. Stattdessen ist sie nur als Hinweis darauf zu verstehen, dass die Erträge wahrscheinlich nicht in einem Maße unter das Dreifache der Zinsverbindlichkeiten sinken würden, das die Anleihen gefährden könnte. In nahezu jedem aktuellen Fall hat sich diese Art der Schlussfolgerung als korrekt herausgestellt, abgesehen vom Totalzusammenbruch der Märkte während der Großen Depression.

Nun soll ein ähnlich aufgebautes, aber hauptsächlich Trends verarbeitendes Kalkül betrachtet werden. 1929 zeigten nahezu alle öffentlichen Versorger ein stetiges Ertragswachstum, der Fixkostenblock der Unternehmen war – was an den pyramidenartigen Konzernstrukturen lag – allerdings so groß, dass hierfür fast der gesamte Ertrag aufgewendet werden musste. Investoren kauften Anleihen solcher Konzernstrukturen vornehmlich in der festen Überzeugung, die geringe Sicherheitsmarge stelle kein reales Problem dar, da davon ausgegangen wurde, dass die Erträge weiter wachsen würden. Damit hatte man allerdings eine eindeutige Vorhersage über die Zukunft vorgenommen, von der die Rechtfertigung dieser Investition überhaupt abhing. Lag man dabei falsch – wie geschehen –, mussten beträchtliche Verluste verkraftet werden.

TREND IM GRUNDE EIN QUALITATIVER FAKTOR – Im weiteren Verlauf dieses Buches wird im Zuge der Bewertung von Stammaktien gezeigt werden, inwiefern eine zu starke Betonung des Trendelements die Wahrscheinlichkeit erhöht, letztlich zu Über- oder Unterbewertungen zu gelangen. Ursächlich hierfür ist die Tatsache, dass nicht genau angegeben werden kann, wie weit ein Trend in die Zukunft projiziert werden sollte, und dass alle diese Bewertungsansätze – obwohl mathematisch fundiert anmutend – in Wirklichkeit psychologisch untergraben und einer gewissen Beliebigkeit preisgegeben sind. Daher werden Trends hier aus praktischen Gesichtspunkten zu den *qualitativen* Faktoren gezählt, ungeachtet der Tatsache, dass ein Trend quantitativ dargestellt werden kann.

EINGESCHRÄNKTE VEREINBARKEIT QUALITATIVER FAKTOREN UND BEGRÜNDETER BEWERTUNGSANSÄTZE – Tatsächlich stellen Trends Aussagen über die Zukunftsaussichten in Form einer exakten Vorhersage dar. Ganz ähnlich beziehen sich Schlussfolgerungen, die aus Geschäftsbesonderheiten und Managementfähigkeiten abgeleitet werden, ebenfalls vorrangig auf die Zukunft. Diese qualitativen Faktoren weisen damit alle den gleichen Charakter auf. Alle halten sie auch die gleichen Schwierigkeiten für Analysten bereit, nämlich entscheiden zu müssen, inwieweit diese bereits in den aktuellen Wertpapierkursen eingepreist sind. In den meisten Fällen, so sie denn überhaupt wahrgenommen werden, entfalten solche Überlegungen eine zu hohe Wertrelevanz. Dieser Effekt kann permanent am Markt beobachtet werden. Wiederkehrende exzessive Auf- und Abschwünge



zeigen letztlich an, dass Bewertungen hauptsächlich auf Grundlage zukünftig erwarteter Größen vorgenommen werden. Diese sind mathematisch nicht nachprüfbar und tendieren nahezu unausweichlich ins Extrem.

Analysen zielen vornehmlich auf die Ableitung von Werten ab, die durch Fakten untermauert werden können und nicht vorrangig auf Erwartungen beruhen. In dieser Hinsicht besteht ein diametraler Unterschied zwischen dem vom Analysten verfolgten Ansatz und dem des Spekulanten, wenn mit Letzterem jemand gemeint ist, dessen Erfolg maßgeblich davon abhängt, zukünftige Entwicklungen vorherzusagen oder zu errahnen. Unnötig zu betonen, dass Analysten durchaus die Möglichkeit zukünftiger Veränderungen berücksichtigen müssen. Dahinter steht aber eher das Ziel, gegen solche *gewappnet* zu sein, als von ihnen zu *profitieren*. Allgemein ausgedrückt: Sie nehmen die zukünftige Geschäftsentwicklung als Risikofaktor wahr, gegen den man gut aufgestellt sein sollte, und nicht als Grundlage der Rechtfertigung.

INHÄRENTE STABILITÄT ALS WICHTIGSTER QUALITATIVER FAKTOR – Es folgt, dass der qualitative Faktor, dem ein Analyst geflissentlich die größte Bedeutung beimessen sollte, die *inhärente Stabilität* ist. Mit Stabilität ist hier die Eigenschaft gemeint, Veränderungen widerstehen zu können und daher eine größere Verlässlichkeit von historischen Daten bieten zu können. Stabilität könnte, wie auch Trends, quantitativ ausgedrückt werden – zum Beispiel indem man angibt, dass die Erträge von *General Baking Company* zwischen 1923 und 1932 niemals geringer ausfielen als das Zehnfache der Zinslast aus dem Jahr 1932 oder dass die operativen Gewinne von *Woolworth* pro Aktie zwischen 1924 und 1933 nur zwischen 2,12 Dollar und 3,66 Dollar schwankten. Hier wird allerdings die Auffassung vertreten, dass Stabilität ein dem Wesen nach qualitatives Merkmal darstellt, da sie in erster Linie aus bestimmten Geschäftsbedingungen folgt und nicht aus statistischen Zusammenhängen. Stabile Ertragsdaten legen den Schluss nahe, es handle sich um inhärente Stabilität des Sektors, aber diese Schlussfolgerung kann durch weitere Überlegungen entkräftet werden.

*Beispiele:* Dieser Punkt soll durch den Vergleich zweier Vorzugsaktien im Frühjahr 1932 verdeutlicht werden, nämlich die von *Studebaker* (Automobilindustrie) und *First National Store* (Lebensmitteleinzelhandel), als beide über ihrem Nennwert notierten. Die Zukunftsaussichten waren insofern ähnlich, als dass beide dauerhaft eine Ertragslage aufwiesen, die eine hinreichende Sicherheitsmarge über den Vorzugsdividenden bot. Wie die folgende Tabelle zeigt, waren die Zahlen von *Studebaker* indes noch überzeugender:

<i>First National Store</i>		<i>Studebaker</i>	
Zeitraum	Vielfaches	Kalenderjahr	Vielfaches
Kalenderjahr 1922	4,0	1922	27,3
Kalenderjahr	5,1	1923	30,5
Kalenderjahr 1924	4,9	1924	23,4
Kalenderjahr 1925	5,7	1925	29,7
Rechnungslegungsjahr mit Ende 31. März 1927	4,6	1926	24,8
Rechnungslegungsjahr mit Ende 31. März 1928	4,4	1927	23,0
Rechnungslegungsjahr mit Ende 31. März 1929	8,4	1928	27,3
Rechnungslegungsjahr mit Ende 31. März 1930	13,4	1929	23,3
Jährlicher Durchschnitt	6,3		26,2

### Ertrag als Vielfaches der Vorzugsdividenden

Ein Analyst muss aber hinter die bloßen Zahlen schauen und eben den inhärenten Charakter eines Geschäfts bedenken. Das Einzelhandelsgeschäft bietet viele Elemente inhärenter relativer Stabilität, wie konstante Nachfrage, diversifizierte Standorte und einen hohen Warenumschlag. Ein typisches Großunternehmen aus diesem Sektor, vorbehaltlich des Verzichts auf ausufernde Wachstumsstrategien, trägt nur ein geringes Risiko für enorme Schwankungen der Erträge. Für einen typischen Automobilproduzenten stellt sich die Situation allerdings genau anders dar. Trotz der gegebenen Stabilität des Sektors als Ganzem waren die einzelnen Unternehmen außergewöhnlichen Schwankungen ausgesetzt, die vornehmlich auf die wechselnden Konsumentenpräferenzen zurückzuführen waren. Die Stabilität der *Studebaker*-Erträge kann keine Grundlage einer logisch überzeugenden Argumentation mit dem Ziel sein, zu zeigen, dass dieses spezielle Unternehmen eine besondere Immunität gegen die Wechselfälle bietet, denen sich seine Konkurrenten ausgesetzt sahen. Die Eignung von *Studebaker*-Vorzügen gründet dann nur noch auf rein statistischen Merkmalen. Diese wiesen im Übrigen eine Varianz auf, die allgemein den Werten entsprach, die andere Unternehmen in diesem Industriesektor ebenfalls zeigten. Auf der anderen Seite bestätigten die zufriedenstellenden Zahlen für Vorzüge von *First National Store* nur die Meinung, die man über den inhärenten Charakter dieses Marktsegments hatte. Die letzte Überlegung sollte ein großes Gewicht im Analyseprozess entfalten und zu der Entscheidung führen, dass *First National Store*

intrinsisch geeigneter ist für eine Investition mit dem Ziel, fixe Rückflüsse zu generieren, als die *Studebaker*-Vorzüge – trotz der beeindruckenderen *Statistik* des Automobilproduzenten.<sup>11</sup>

Zusammenfassung – Um die Erörterung von qualitativen und quantitativen Faktoren zusammenzufassen, soll noch einmal auf das Diktat hingewiesen werden, wonach Analysten ihre Schlussfolgerungen allein aus Fakten und der Anwendung anerkannter Tests und Standards ziehen dürfen. Die Zahlen allein sind *nicht ausreichend*; sie können durch ihnen entgegenstehende qualitative Merkmale hinfällig werden. Ein Wertpapier kann einen zufriedenstellenden statistischen Eindruck hinterlassen, aber Zweifel an der Zukunftsfähigkeit oder an der Unternehmensführung können zum Ausschluss führen. Noch einmal: Für Analysten ist es empfehlenswert, dem qualitativen Element *Stabilität* ein großes Gewicht beizumessen, da bei vorhandener Stabilität davon ausgegangen werden darf, dass historische Werte Schätzwerte für die Zukunft liefern, die weniger anfällig für unerwartete Veränderungen sind. Ebenfalls zutreffend ist die Aussage, dass Analysten dann überzeugter von ihren Schlussfolgerungen bei der Auswahl von Wertpapieren sind, wenn ein adäquater quantitativer Ausblick von ungewöhnlich attraktiven qualitativen Faktoren untermauert wird.

Immer dann jedoch, wenn ein Ergebnis in erheblichem Ausmaß erst durch diese qualitativen Faktoren gerechtfertigt werden kann – solange zum Beispiele der Preis höher ist als durch die Zahlen allein gerechtfertigt –, geht zwangsläufig der analytische Anspruch einer solchen Schlussfolgerung verloren. Mathematisch formuliert ist eine zufriedenstellende Unternehmensstatistik eine *notwendige*, aber damit noch keineswegs eine *hinreichende Bedingung*, um eine positive Entscheidung zu treffen.

---

11 *First National Store* weist seit Gründung kaum Veränderungen in der Ertragslage auf. Die Vorzüge wurden ab 1934 zurückgekauft. *Studebaker* erlebte nach 1930 einen rapiden Ertragsseinbruch; 1933 wurde ein Treuhänder mit der Unternehmensführung betraut und die Vorzüge verloren fast ihren gesamten Wert.

## **KAPITEL 3**

### **INFORMATIONSQUELLEN**

Es ist unmöglich, alle Informationen, die dem Analysten bei seiner Arbeit helfen, zu erörtern oder sie aufzulisten. In diesem Kapitel werden wir eine knappe Übersicht der wichtigeren Quellen und einige entscheidende Beobachtungen dazu vorstellen. Wir werden uns auch darum bemühen, durch Beispiele eine Ahnung von Art und Nutzen der Vielzahl von besonderen Zugängen zu Informationen zu bekommen.

#### **DATEN BEZÜGLICH DER EMISSION**

Normalerweise sucht der Analyst nach Daten über (1) die Bedingungen speziell dieser Emission, (2) das Unternehmen und (3) die Branche. Die Bestimmungen der Emission werden in Wertpapierleitfäden oder von statistischen Diensten zusammengefasst. Detailliertere Informationen über eine Anleihe findet der Analyst im Anleihevertrag oder Treuhandvertrag. Dieser kann im Büro des Treuhänders gelesen oder erworben werden. Die Bedingungen der jeweiligen Aktienemission eines Unternehmens sind gänzlich in der Satzung oder im Gesellschaftsvertrag dargelegt, zusammen mit der Nebensatzung. Wenn die Aktie börsennotiert ist, liegen die Unterlagen bei der SEC und der jeweiligen Börse vor. Für beide, Anleihen und Aktien, beinhaltet der Antrag zur Börsennotierung nahezu alle signifikanten Bestimmungen. Emissionsprospekte enthalten ebenfalls diese Bestimmungen.

## DATEN ÜBER DAS UNTERNEHMEN

BERICHTE FÜR DIE AKTIONÄRE (EINSCHLIESSLICH DER AD-HOC-MELDUNGEN) – Wir kommen nun zum *Unternehmen*. Hauptsächliche Quelle statistischer Daten sind natürlich die Berichte für die Aktionäre. Diese Berichte variieren stark sowohl im Hinblick auf die Häufigkeit als auch die Vollständigkeit, wie die nachfolgende Aufstellung zeigt:

Alle wichtigen Eisenbahngesellschaften geben *monatliche* Zahlen zum Nettoeinkommen nach Mietgeschäften an (Netto-Eisenbahn-Betriebsergebnis). Die meisten veröffentlichen Ergebnisse zum Dividendensaldo (Nettogewinn). Viele veröffentlichen *wöchentlich* Zahlen zur Auslastung der Waggons, einige haben wöchentlich ihre Bruttoeinkünfte veröffentlicht. In den Jahresabschlüssen werden finanzielle und operative Zahlen im Detail veröffentlicht.<sup>12</sup>

Die herrschenden Grundsätze öffentlicher Versorger variieren zwischen *vierteljährlichen* und *monatlichen* Berichten. Hier werden regelmäßig Bruttoerträge, Nettoerträge nach Steuern und Dividendensaldi aufgeführt. Einige Unternehmen veröffentlichen nur einen gleitenden Gesamtbetrag, zum Beispiel *American Water Works and Electric Company* (monatlich) und *North American Company* (vierteljährlich). Viele publizieren *wöchentliche* oder *monatliche* Angaben über die Zahl der verkauften Kilowattstunden.

*Industriewerte:* Die Gepflogenheiten von Industrieunternehmen sind normalerweise individuell verschieden. In manchen Industriezweigen besteht die Tendenz, dass das Gros der Unternehmen sich gleich verhält.

*Monatliche Berichte:* Die meisten Handelsketten geben ihre monatlichen Verkaufszahlen in Dollar bekannt. Vor 1931 veröffentlichten Kupferproduzenten regelmäßig ihren monatlichen Ausstoß. *General Motors* gibt monatliche Verkäufe in Stück an.

Zwischen 1902 und 1933 gab *United States Steel Corporation* die nicht ausgeführten Aufträge für jeden Monat bekannt, aber 1933 wurde diese Zahl durch die monatlichen Auslieferungen in Tonnen abgelöst. *Baldwin Locomotive Works* publizierte Monatszahlen für Lieferungen, neue Aufträge und nicht ausgeführte Aufträge in Dollar. Die *Standard Oil Group*, ein Pipelinebetreiber, gibt monatliche Statistiken über Transaktionen in Barrel heraus.

Monatliche Nettoerträge werden von verschiedenen Unternehmen von Zeit zu Zeit veröffentlicht, aber das geschieht eher sporadisch oder nur zeitweilig (beispielsweise *Otis*

---

12 Manche Bahnunternehmen schicken ihren Aktionären jetzt einen verkürzten Jahresbericht, der ausführliche Bericht kann bei Bedarf zugesendet werden.

*Steel, Mullins Manufacturing, Alaska Juneau*).<sup>13</sup> Es besteht eine Tendenz dazu, monatliche Berichte in guten Zeiten einzuführen und sie bei einem Abschwung einzustellen.

Manchmal sind Monatszahlen in den vierteljährlichen Berichten aufgeführt, zum Beispiel bei *United States Steel Corporation* vor 1932.

*Vierteljährliche Berichte*: Eine Publikation der Geschäftszahlen im vierteljährlichen Rhythmus wird in fast allen Industriebranchen als Standard angesehen. Die NYSE, die New Yorker Börse, drängte immer stärker auf die vierteljährliche Veröffentlichung von Geschäftszahlen, gewöhnlich in Verbindung mit dem Listing neuer oder zusätzlicher Wertpapiere. Bestimmte Unternehmen sind oder betrachten sich wegen der saisonabhängigen Natur ihrer Geschäftsergebnisse als von dieser Bedingung ausgenommen. Dazu gehört die Produktion von Zucker, Dünger und landwirtschaftlichem Gerät. Saisonale Schwankungen können durch die vierteljährliche Publikation gleitender Gewinne versteckt werden. Die *Continental Can Company* macht das beispielsweise so.<sup>14</sup>

Es fällt schwer, zu verstehen, warum die großen Zigarettenproduzenten und die Mehrzahl der Warenhäuser ihre Ergebnisse ein ganzes Jahr lang zurückhalten. Für ein Unternehmen wie *Woolworth* ist es dazu widersprüchlich, monatlich die Umsatzerlöse zu veröffentlichen, aber keine Zwischenbilanz des Nettogewinns zu publizieren. Viele Unternehmen aus so gut wie jeder Branche veröffentlichen noch immer keine Quartalsabschlussberichte. Fast immer sind solche Zwischenberichte zugänglich für das Management, werden den Aktionären aber ohne angemessene Gründe vorenthalten.

Die Daten der Quartalsberichte variieren von einer einzelnen Zahl, den Nettoerträgen (manchmal ohne Abschreibungen oder Bundessteuern), bis hin zur detaillierten Beschreibung des Ertragskontos und der Bilanz mit Anmerkungen des Geschäftsführers. *General Motors Corporation* ist ein hervorragendes Beispiel für Letzteres.

*Halbjährliche Berichte*: Diese Berichte scheinen für keinen Industriezweig üblich zu sein außer vielleicht für Gummiunternehmen. Einige einzelne Unternehmen veröffentlichen Halbjahreszahlen, beispielsweise *American Locomotive* und *American Woolen*.

*Jahresabschlussberichte*: Jedes börsennotierte Unternehmen veröffentlicht einen Jahresabschlussbericht. Jahresberichte sind generell detaillierter als halbjährliche Berichte. Sie enthalten oft Anmerkungen des Geschäftsführers oder Vorstandsvorsitzenden zu den Vorjahreszahlen und den Aussichten für die Zukunft, die nicht immer aufschlussreich sind. Das charakteristische Merkmal des Jahresabschlussberichts ist die Bilanzaufstellung.

Die Informationen für das Ertragskonto variieren stark in ihrer Vollständigkeit. In manchen Berichten findet man nur die Unternehmensgewinne, die für Dividenden auf-

13 Die Zahlen von *Alaska Juneau* – gekürzt – bestanden von ca. 1925 bis Ende 1939. 1938 begann *Caterpillar Tractor* damit, monatlich das gesamte Ertragskonto und die Bilanzaufstellung zu veröffentlichen. Das ist eigentlich nichts Besonderes, die meisten Unternehmen stellen ihren Geschäftsführern diese Daten zur Verfügung.

14 Im März des Jahres 1936 schlug die New Yorker Börse vor, dass alle börsennotierten Unternehmen so verfahren, anstatt wie üblich vierteljährliche Gewinne bekannt zu geben. Dieser Vorschlag traf auf heftigen Widerstand und wurde im Folgemonat zurückgenommen.

gewendet werden, und wie viel Dividende ausgeschüttet wurde, zum Beispiel bei der *United States Leather Company*.<sup>15</sup>

*Das Ertragskonto:* Unserer Meinung nach ist ein Jahresertragskonto nur vollständig, wenn es die folgenden Positionen enthält: (1) Erträge, (2) Nettoerträge (vor den Folgepositionen), (3) Wertminderungen und Abschreibungen, (4) Zinsbelastungen, (5) betriebsfremde Erträge (detailliert), (6) Einkommensteuern, (7) ausgeschüttete Dividenden, (8) Überschussberichtigung (detailliert).

Vor der Verabschiedung des Securities Exchange Act<sup>16</sup> war es leider zutreffend, dass weniger als die Hälfte unserer Industrieunternehmen dieses bescheidene Quantum an Information lieferten. (Im Gegensatz dazu waren die Daten von Eisenbahnen und öffentlichen Versorgern schon lange alle ausreichend.) Die SEC-Regularien verlangen nun nahezu all diese Informationen in dem Original des Antrags auf Börsenzulassung (Formular 10) und in den nachfolgenden Jahresabschlussberichten (Formular 10-K). Eine ganze Menge Unternehmen haben die SEC gebeten, ihre Zahlen vertraulich zu behandeln – mit der Begründung, dass eine Veröffentlichung schädlich für das Unternehmen wäre.

Die meisten dieser Anfragen wurden entweder zurückgezogen oder abgelehnt.<sup>17</sup>

---

15 *Pocahontas Fuel Company* scheint das einzige Unternehmen zu sein, das, obwohl es an der Börse in New York gelistet war, nur eine Jahresbilanz veröffentlichte und keine Erfolgsrechnung zur Verfügung stellte. Diesen Papieren wurde im Oktober 1934 die Börsennotierung entzogen.

Im New Yorker Freiverkehr werden einige sogenannte »nicht börsennotierte Papiere« gehandelt, die noch aus der Zeit vor der SEC stammen und nicht deren Kontrolle unterstehen. Unter ihnen finden sich Namen wie *American Book*, ein Unternehmen, das kein Ertragskonto veröffentlicht, und *New Jersey Zinc*, das zwar ein Ertragskonto veröffentlicht, aber keinen Rechnungsabschluss.

Unternehmen, deren Papiere im Freiverkehr gehandelt werden und die dadurch nicht der Regulierung der SEC unterliegen, veröffentlichen generell nur Jahresabschlussberichte. Diese sind oft weniger detailliert als bei börsennotierten Unternehmen; Umsatz- und Abschreibungszahlen werden besonders häufig vergessen. Die überwältigende Mehrzahl veröffentlicht sowohl eine Bilanz als auch ein Ertragskonto, aber es gibt einige Ausnahmen. Ein amüsantes Beispiel ist die *Dun & Bradstreet Corporation*. Dieser Finanzinformationsdienst gibt seine Einnahmen den Aktionären nicht bekannt. Andere Unternehmen, die Ertragskonten weglassen sind: *Bemis Brothers' Bag*, *Joseph Dixon Crucible* (seit 1935), *Glenwood Range*, *Goodman Manufacturing*, *Perfection Stove*, *Regal Shoe* und andere.

16 Amerikanisches Börsenaufsichtsgesetz [Anm. d. Ü.].

17 Einigen Unternehmen wie *Celanese Corporation of America* gelang es, dass ihre Umsatzzahlen in einigen Jahren vor 1938 vertraulich behandelt wurden. In manchen, wahrscheinlich den meisten, Fällen wurden spätere Anfragen abgelehnt und die Umsatzzahlen nachträglich veröffentlicht.

Die Untersuchung der Abschlussberichte fast aller 648 an der New Yorker Börse gelisteten Unternehmen von 1938 zeigt, dass nur acht ihre Umsatzzahlen bis Ende des folgenden Jahres nicht veröffentlichten. Die SEC gewährte einem Unternehmen, *United Fruit*, die vertrauliche Behandlung dieser Zahlen und hatte im Dezember 1939 zu den Zahlen der anderen sieben Unternehmen (*American Sumatra Tobacco*, *Bon Ami*, *Collins & Aikman*, *Mathieson Alkali*, *Mesta Machine*, *Sheaffer Pen*, *United Engineering and Foundry*) noch keine Entscheidung getroffen.

Verschiedene Papiere, zum Beispiel *Trico Products Corporation*, scheiterten an der Anmeldung; ihnen wurde die Börsenzulassung entzogen – wohlweilsie keine Umsatzzahlen nennen wollten. Die Entziehung der Börsenzulassung der *Marlin Rockwell Corporation* 1938 geschah wohl aus demselben Grund. Die Börsen möchten einen Zusatzparagrafen des Gesetzes, damit auch im Freiverkehr alle Zahlen offengelegt werden, um den aus ihrer Sicht unfairen Vorzug des Freiverkehrs zu entfernen. Viele Unternehmen geben ihren Aktionären in den Abschlussberichten immer noch viel weniger Informationen, als sie der SEC zugänglich machen. Der *Corporation Records Service* von Standard Statistics veröffentlicht die SEC-Daten aber regelmäßig zusätzlich.

Der Standard der *angemessenen Vollständigkeit* für Abschlussberichte, der oben vorgeschlagen wurde, berücksichtigt keineswegs alle Informationen, die Aktionären gewährt werden können. Die Abschlussberichte der *United States Steel Corporation* können als Beispiel für Vollständigkeit herangezogen werden. Die in diesem Bericht veröffentlichten Daten gehen in den folgenden Punkten über die Standardvorgaben hinaus:

- Produzierte und verkaufte Einheiten. Auslastung
- Unterteilung der Erträge zwischen
  - inländisch und ausländisch
  - innerhalb des Unternehmens und unternehmensfremd
- Betriebskosten im Detail
  - Löhne und Gehälter, Stundenlöhne, Anzahl der Arbeitnehmer
  - Steueranteil, sowohl lokal als auch an den Bund
  - Absatz- und Gemeinkosten
  - Wartungsaufwendungen, Summe und Details
- Details über Investitionsaufwendungen
- Details über die Bestände
- Details über firmeneigene Immobilien
- Anzahl der Aktionäre

*Die Bilanz:* Die Bilanz ist standardisierter als das Ertragskonto und bietet nicht so häufig Grund zur Kritik. Früher lag ein verbreiteter Fehler der Bilanzen darin, dass Sachwerte nicht von immateriellen Sachwerten getrennt aufgeführt waren. Bei börsennotierten Papieren ist dieses Verfahren selten geworden. (Unter den Firmen, die seit 1935 die Summe der Geschäftswerte bekannt gaben, die zuvor auf ihrem Grundstückskonto berücksichtigt wurden, sind: *American Steel Foundries*, *American Can*, *Harbison Walker Refractories*, *Loose-Wiles Biscuit*, *United States Steel*. In fast all diesen Fällen wurde der Geschäftswert gegen das Eigenkapital abgeschrieben.)

Man kann die Praxis vieler Unternehmen, nur die *Nettowerte* ihres Grundstückskontos ohne die Abschreibungen anzugeben, durchaus kritisch betrachten. Andere Mängel, die oft vorkommen, sind folgende:

- den Marktwert der Wertpapiere im Unternehmensbesitz nicht anzugeben, zum Beispiel *Oppenheim, Collins and Company* 1932
- »Investments« als börsenfähig oder illiquide einzustufen, zum Beispiel *Pittsburgh Plate Glass Company*
- den Warenbestand zu niedrig zu bewerten, zum Beispiel *Celanese Corporation of America* 1931



- die Art sonstiger Reserven anzugeben, zum Beispiel *Hazel-Atlas Glass Company*
- die Summe der eigenen Papiere, die im Tresor liegen, anzugeben, zum Beispiel *American Arch Company*<sup>18</sup>

REGELMÄSSIGE BERICHTE AN STAATLICHE STELLEN – Eisenbahnen und die meisten öffentlichen Versorger sind gegenüber verschiedenen Bundes- und Staatskommissionen auskunftspflichtig. Da diese Daten immer detaillierter als die Daten für die Aktionäre ausfallen, bieten sie eine nützliche Zusatzquelle für Material. Einige praktische Erklärungen zum Wert dieser Berichte für Kommissionen bieten vielleicht interessante Informationen.

Die Jahre vor 1927 war das Papier der *Consolidated Gas Company of New York* (heute: *Consolidated Edison Company of New York*) eine »Geheimnisaktie« an der Wall Street, weil das Unternehmen seinen Aktionären sehr wenige Informationen bekannt gab.

Spekulanten waren sehr interessiert an dem ungenannten Wert des Unternehmensanteils an unzähligen Tochterunternehmen. Nun, die gesamten Betriebsdaten und Finanzdaten des Unternehmens und seiner Subunternehmen konnten jederzeit im Jahresbericht der Public Service Commission von New York nachgelesen werden. Dieselbe Situation gab es bei der *Mackay*-Unternehmensgruppe, die *Postal Telegraph and Cable Corporation* kontrollierte – diese gab ihren Aktionären keine Details bekannt, aber sie berichtete der Interstate Commerce Commission detailliert. Ein ähnlicher Kontrast besteht zwischen den nichtssagenden Berichten der *Fifth Avenue Bus Securities Company* an ihre Aktionäre und dem vollständigen Bericht eines Tochterunternehmens an die New York Transit Commission.

Schließlich gibt es noch die *Standard Oil Group*, eine Pipeline-Holding, die extrem zurückhaltend mit Informationen für die Aktionäre war. Diese Holding untersteht der Jurisdiktion der Interstate Commerce Commission und muss Washington daher detaillierte Informationen geben. Eine Untersuchung dieser Unterlagen vor einigen Jahren hätte wichtige Fakten über den Bestand an Cash und börsengängigen Wertpapieren geliefert.

Die umfangreichen Daten aus der *Survey of Current Business*, der monatlich erscheinenden Zeitung des US-Department of Commerce, enthielten Umsatzzahlen einzelner Filialunternehmen, die allgemein unbekannt waren, zum Beispiel *Waldorf System*, *J.R. Thompson*, *United Cigar Stores*, *Hartman Corporation* usw. Aktuelle statistische Informationen bestimmter Unternehmen sind oft über Fachzeitschriften oder Wirtschaftsdienste erhältlich.

---

<sup>18</sup> Einige dieser Punkte waren Gegenstand eines langwierigen Disputs zwischen der New Yorker Börse und *Allied Chemical and Dye Corporation*. 1933 ging dieser Zwist zugunsten der Börse aus, doch die Jahresabschlussberichte des Unternehmens an die Aktionäre sind noch immer mangelhaft, da sie noch immer keine Zahlen zu Umsätzen, Betriebskosten oder Abschreibungen enthalten.

*Beispiele:* *Cram's Auto Service* gibt wöchentlich die Produktionszahlen jedes Autoherstellers bekannt; *Willett and Gray* publizieren mehrere Schätzungen der Zuckerproduktion von Unternehmen während des Erntejahrs. Das *Oil and Gas Journal* publiziert oft Daten über die wichtigen Ölfelder von den Unternehmen; *Railway Age* liefert detaillierte Informationen über Bestellungen von Ausrüstung und Betriebsmitteln. *Dow Jones and Company* schätzen wöchentlich die Produktionsrate von *United States Steel*.

ANTRÄGE AUF BÖRSENZULASSUNG – In den Tagen vor der SEC waren das die wichtigsten unregelmäßig erscheinenden Informationsquellen. Die von der New Yorker Börse für die Börsenzulassung geforderten Berichte sind sehr viel detaillierter als die Berichte für die Aktionäre. Zusätzlich können genannt werden: Umsatz in Dollar, Produktionsmenge, Höhe der gezahlten Bundessteuern, Details über Tochterunternehmen, Methode und Summe von Abschreibungen und Wertminderung. Außerdem werden so wichtige Informationen über Immobilienbesitz, Vertragsbedingungen und angewandte Bilanzierungsweise bereitgestellt.

Für Analysten sind Anträge auf Börsenzulassung außerordentlich hilfreich. Unglücklicherweise erscheinen sie unregelmäßig und können so nicht als dauerhafte Informationsquelle genutzt werden.

REGISTRIERUNGSBERICHTE UND PROSPEKTE – Als Resultat der SEC-Gesetzgebung gibt es wesentlich umfangreichere Informationen zu allen börsennotierten Papieren und allen neuen Papieren, ob börsennotiert oder nicht. Diese Daten stehen in den Registrierungsberichten der Commission in Washington; sie sind gegen eine Gebühr frei verfügbar. Die wichtigsten Informationen aus dem Registrierungsbericht müssen in dem Prospekt, den die Emissionsbank für Interessenten bereithält, verzeichnet sein. Gleichartige Registrierungsberichte müssen laut Public Utility Act von 1935, der für Beteiligungsgesellschaften gilt, an die SEC gehen. Obwohl die Registrierungsberichte auf jeden Fall zu umfangreich sind, um von einem Durchschnittsinvestor gelesen zu werden, und obwohl es fragwürdig ist, ob diesem nicht sogar das Material in dem gekürzten Prospekt zu viel ist (es kann durchaus sein, dass mehr als 100 Seiten zusammenkommen), ist dieses Material zweifellos für Analysten und durch diese für alle Investoren von großem Wert.

VERSCHIEDENE OFFIZIELLE BERICHTE – Informationen über bestimmte Unternehmen kann man in verschiedenen offiziellen Dokumenten finden. Einige Beispiele zeigen die Vielzahl an Möglichkeiten. Der Bericht der US Coal Commission 1923 (der schließlich 1925 als Senatsdokument gedruckt wurde) enthielt Finanz- und Betriebsdaten über Anthrazitunternehmen, die bis dahin unveröffentlicht waren. Berichte der Federal Trade Commission sind seit Kurzem von unerreichter Informationsvielfalt über Versorger und ihre Holdings, Erdgas- und Pipelineunternehmen. Diese vielen Informationen

kommen von einer aufwendigen Untersuchung, die sich etwa neun Jahre hingezogen hat. 1938 und 1939 publizierte die Kommission detaillierte Berichte über Hersteller von Landwirtschaftsausrüstung und Automobilen. 1933 wurde eine umfassende Studie über Pipelinebetreiber vom House Committee on Interstate and Foreign Commerce publiziert. Umfangreiche Studien des amerikanischen Telefon- und Fernmeldewesens wurden durch die Untersuchungen der Federal Communications Commission gemäß einer Resolution des Kongresses von 1935 angestoßen.<sup>19</sup> Einige Meinungen der Interstate Commerce Commission haben für Analysten sehr wertvolles Material geliefert. Hypothekenbevollmächtigte verfügen vielleicht über Informationen, die für den Vertrag benötigt werden. Diese Zahlen sind möglicherweise bedeutsam. Unveröffentlichte Berichte des Treuhänders der *Mason City and Ford Dodge Railroad Company* zeigten, dass die Zinsen der Anleihen nicht erwirtschaftet wurden, dass die Zahlungen von der *Chicago Great Western Railroad Company* ausschließlich aus strategischen Gründen fortgeführt wurden und die Anleihen daher gefährdeter waren, als gemeinhin angenommen.

STATISTISCHE UND FINANZIELLE PUBLIKATIONEN – Die größte Menge an Informationen, die ein Wertpapieranalyst bei seiner täglichen Arbeit benötigt, kann gut aufbereitet und adäquat präsentiert bei den verschiedenen statistischen Dienstleistern gefunden werden. Dazu gehören vollständige Manuale, die jährlich mit periodischen Beilagen erscheinen (*Poor's, Moody's*), erläuternde Aktien- und Anleihekarten und häufig überarbeitete Manuale (*Standard & Poor's, Fitch*), tägliche Nachrichten über bestimmte Unternehmen (*Standard Corporation Records, Fitch*).<sup>20</sup> Diese Dienstleister haben in den vergangenen 20 Jahren in Bezug auf Vollständigkeit und Genauigkeit der Daten große Fortschritte gemacht. Trotzdem kann man sich nicht nur auf sie verlassen, um alle Daten aus den Originalquellen zu erhalten, die oben beschrieben wurden. Manche dieser Quellen werden von den Dienstleistern überhaupt nicht genutzt und in anderen Fällen vergessen sie vielleicht wichtige Daten. Daraus folgt, dass in jeder gründlichen Analyse eines Unternehmens der Analyst die Originalberichte und andere erhältliche Dokumente genau untersuchen sollte, wann immer das möglich ist, und sich nicht auf Zusammenfassungen oder Abschriften verlassen sollte.

---

19 Diese Berichte wurden jeweils publiziert als: Sen. Doc. 92, Punkte 1–84D, 70. Kongress, 1. Sitzung (1928–1937), House Doc. 702, Punkte 1 und 2, 75. Kongress, 3. Sitzung (1938), House Doc. 468, 76. Kongress, 1. Sitzung (1939), House Report Nr. 2192, Punkte 1 und 2, 72. Kongress, 2. Sitzung, (1933), House Doc. 340, 76. Kongress, 1. Sitzung (1939) und zusätzliche Berichte auf den Seiten 609–611, sowie der Berichtsvorschlag Telephone Investigation Pursuant to Public Resolution Nr. 8, 74. Kongress (1938).

20 Im Laufe des Jahres 1941 fusionierten *Poor's Publishing Company* und *Standard Statistics Company* zur *Standard & Poor's Corp.* Die separaten Dienste von *Poor's* wurden eingestellt.

Auf dem Gebiet der Finanzpublikationen muss der *Commercial and Financial Chronicle* besonders hervorgehoben werden, eine wöchentliche Publikation mit vielen statistischen Beilagen. Diese Zeitung behandelt das finanzielle und industrielle Umfeld ungewöhnlich umfassend; am bemerkenswertesten sind gleichwohl die detaillierten Nachdrucke von Unternehmensberichten und anderen Dokumenten.

ANFRAGEN NACH INFORMATIONEN DIREKT BEIM UNTERNEHMEN – Publierte Informationen werden oft um einen wichtigen Anteil durch private Anfragen oder Interviews mit dem Management ergänzt. Es gibt keinen Grund, warum Aktionäre nicht nach Informationen zu bestimmten Punkten fragen sollten, und in vielen Fällen wird zumindest ein Teil der geforderten Daten genannt. Es darf nicht vergessen werden, dass ein Aktionär auch *Eigner* des Unternehmens und *Arbeitgeber* der leitenden Angestellten ist. Er darf nicht nur legitime Fragen stellen, sondern hat auch ein Recht auf Antworten, wenn nicht wichtige Gründe dagegensprechen.

Dieser sehr wichtige Punkt wurde viel zu wenig beachtet. Gerichte urteilten, dass ein Aktionär in gutem Glauben generell dasselbe Recht auf volle Information hat wie ein Partner in einem Privatunternehmen. Dieses Recht wird vielleicht nicht zum Nachteil des Unternehmens ausgeübt, aber dem Management obliegt die Bürde der Beweislast, zu zeigen, dass ein unzulässiges Motiv hinter der Anfrage steckt oder dass eine Bekanntgabe der Informationen dem Unternehmen schaden würde.

Um ein Unternehmen dazu zu bewegen, Informationen zu liefern, benötigt man teure Gerichtsprozesse, daher sehen sich wenige Aktionäre in einer Position, um ihre Rechte bis zum Limit auszuschöpfen. Die Erfahrung zeigt jedoch, dass nachdrückliche Anfragen nach legitimen Informationen selbst von den widerspenstigsten Managern beantwortet werden, und zwar umso mehr, wenn die gewünschten Informationen nicht über das hinausgehen, was andere Unternehmen auf dem Feld veröffentlichen.

## BRANCHENINFORMATIONEN

Statistische Daten über die Branchen insgesamt sind in großer Menge verfügbar. Die *Survey of Current Business*, veröffentlicht vom US-Handelsministerium, gibt monatlich Zahlen über Produktionsleistung, Verbrauch, Bestände, Auftragsbestände usw. für viele verschiedene Branchen bekannt. Jahresdaten sind im *Statistical Abstract*, dem Weltalmanach und anderen Kompendien enthalten. Detailliertere Zahlen finden sich in der zweijährlichen Erhebung der Fabriken.

Viele wichtige zusammengefasste Zahlen werden häufig in den verschiedenen Fachzeitschriften abgedruckt. In diesen Publikationen kann man auch ein durchgängiges und detailliertes Bild der momentanen und zukünftigen Lage der Branche finden. Daher ist

es normalerweise dem Analysten ohne große Schwierigkeiten möglich, ein relativ vollständiges Hintergrundwissen zur Geschichte und den Problemen der Branche, mit der er sich befasst, zu erwerben.

In den letzten Jahren haben die führenden statistischen Ämter zusätzliche Dienstleistungen entwickelt, etwa grundlegende Umfragen der wichtigsten Branchengruppen, die oft von vorliegenden Daten ergänzt werden, um die Umfragen aktuell zu halten.<sup>21</sup>

---

21 Eine Erläuterung dieser Dienste steht im *Handbook of Commercial and Financial Services*, Special Libraries Association, New York, 1939.

## KAPITEL 4

# UNTERSCHIEDE ZWISCHEN INVESTMENT UND SPEKULATION

ALLGEMEINE KONNOTATIONEN DES BEGRIFFS »INVESTMENT« – Investment oder Geldanlage ist ebenso wie »Value« im berühmten Diktum von Justice Brandeis ein »Wort mit vielen Bedeutungen«. Davon behandeln wir drei. Die erste Bedeutung oder Gruppe von Bedeutungen bezieht sich darauf, Geld in ein Unternehmen zu stecken. Ein Mann »investiert« 1000 Dollar in einen Lebensmittelladen; der »Return on Investment« in der Stahlindustrie (inklusive Anleienschulden und zurückbehaltene Gewinne) lag in der Zeit von 1929 bis 1938 im Mittel bei 2,4 Prozent.<sup>22</sup> Die Bedeutung ist in diesem Fall ausschließlich beschreibend, keine Unterschiede werden gemacht und keine Urteile ausgesprochen. Allerdings wird hier das Element Risiko eher akzeptiert als abgelehnt. Gewöhnliche Geschäftsinvestitionen werden »auf die Gefahr des Unternehmens« getätigt.

Die zweite Gruppe von Bedeutungen nutzt den Terminus in einer ähnlichen Art und Weise auf dem Gebiet der Finanzen. In diesem Sinne sind alle Wertpapiere »Investitionen«. Wir nutzen die Dienste von Kapitalanlagenhändlern oder Brokern, Investmentgesellschaften<sup>23</sup> oder -stiftungen, Anlagelisten. Auch hier wird nicht richtig

---

22 *Dollars behind Steel*, ein Merkblatt des American Iron and Steel Institute, New York, 1939.

23 Im Oktober 1939 listete die SEC unter dem Titel »Investmentunternehmen« die Emission von Aktien der *The Adventure Company Ltd.*, einem neuen Unternehmen, unterstützt von *The Discovery Company Ltd.* Die Tatsache, dass mit 10 Dollar pro Aktie 1 Cent unter dem Aktienwert geboten wurde, zeigt eine gewisse, wenn auch nicht wirklich bedeutsame Opportunität.

unterschieden zwischen der Geldanlage und anderen Arten finanzieller Transaktionen wie der Spekulation. Es ist ein bequemes Sammelwort, vielleicht mit einer Beigabe von Euphemismus, also dem Verlangen, finanziellen Geschäften gemischten Charakters einen seriösen Anstrich zu geben.

Neben diesen zwei willkürlichen Bedeutungen des Wortes »Investment« gab es immer eine dritte und eingeschränktere Konnotation – die der Investition im Gegensatz zur Spekulation. Dass diese Unterscheidung sinnvoll ist, wird normalerweise als selbstverständlich betrachtet. Allgemein wird angenommen, dass Investition in diesem Sinne gut für alle ist, und das zu jeder Zeit. Spekulieren kann gut oder schlecht sein, je nach den Bedingungen und der Person, die spekuliert. Jeder, der finanzielle Transaktionen durchführt, sollte sich darüber im Klaren sein, ob er investiert oder spekuliert. Falls er spekulieren sollte, dann sollte er sicherstellen, dass die Spekulation vertretbar ist.

Der Unterschied zwischen Investment und Spekulation, wenn beide so entgegengesetzt gesehen werden, wird allgemein von fast jedem verstanden. Wenn wir aber präzisieren wollen, bekommen wir Schwierigkeiten. Eigentlich spricht vieles für die zynische Definition, dass ein Investment eine erfolgreiche Spekulation ist und eine Spekulation ein erfolgloses Investment. Es mag als selbstverständlich angesehen werden, dass US-Regierungsanleihen ein Investitionsmedium sind; die Stammaktie beispielsweise von *Radio Corporation of America* – die zwischen 1931 und 1935 weder Dividenden, Erträge noch Sachwerte hinter sich hatte – muss sicher ein Spekulationswert sein. Trotzdem können Transaktionen spekulativer Natur mit US-Regierungsanleihen stattfinden. (Zum Beispiel durch Spezialisten, die große Mengen in Erwartung eines schnellen Anstiegs kaufen.) Andererseits war *Radio Corporation of America* 1929 weithin als Investment gesehen, und das so sehr, dass die Aktie in die Portfolios führender Anlagefonds aufgenommen wurde. Es ist sicherlich wünschenswert, eine exakte und brauchbare Definition der beiden Begriffe zu finden, wenn auch nur, um so gut wie möglich zu definieren, worüber wir sprechen. Ein zwingenderes Argument wäre die Feststellung, dass das Versagen, Investment und Spekulation klar abzugrenzen, zu großen Teilen für die Marktauswüchse der Jahre 1928 bis 1929 und die folgende Katastrophe verantwortlich war und zudem ein großes Durcheinander in den Ideen und Verfahrensweisen von Mochtegerinvestoren bewirkt hat. Deswegen wird diese Frage gründlicher analysiert als gewöhnlich. Die beste Vorgehensweise wäre, zuerst die verschiedenen Bedeutungen der beiden Ausdrücke zu untersuchen und dann zu probieren, daraus eine einzelne zutreffende Konzeption des Begriffs »Investment« zu destillieren.

UNTERSCHIEDE, DIE ÜBLICHERWEISE ZWISCHEN DEN BEIDEN BEGRIFFEN GEMACHT WERDEN – Die wichtigsten gebräuchlichen Unterschiede werden hier aufgelistet:

Investment	Spekulation
1. Anleihen	Aktien
2. direkt bar gekauft	auf Kredit gekauft
3. langfristige Anlage	soll schnell wieder verkauft werden
4. soll Einkünfte bringen	soll Gewinn bringen
5. in sicheren Papieren	in riskanten Papieren

Die ersten vier Unterschiede sind gänzlich eindeutig und jeder zeigt eine Eigenschaft, die man auf Investment oder Spekulation generell anwenden kann. Ihr Schwachpunkt besteht darin, dass in vielen Einzelfällen die genannten Kriterien nicht zutreffen.

1. ANLEIHEN UND AKTIEN – Der erste Unterschied entspricht der landläufigen Idee von Investment als Gegensatz zu Spekulation. Mindestens eine Autorität auf dem Gebiet des Investments besteht darauf, dass nur Anleihen in diese Kategorie passen.<sup>24</sup> Diese Behauptung widerspricht der nahezu allgemeinen Akzeptanz hochwertiger Vorzugsaktien als Investmentmedium. Außerdem ist es extrem gefährlich, Anleihen als eine Anlageform zu betrachten, die als Investment legitimiert ist – schlecht abgesicherte Anleihen können nicht nur völlig spekulativer Natur sein, sondern auch die unattraktivste Form der Spekulation darstellen. Des Weiteren ist es unlogisch, einer gut etablierten Stammaktie das Investmentrating abzuspochen, da sie die Möglichkeit bietet, Gewinne zu realisieren. Sogar die Volksmeinung erkennt diese Tatsache an; es gab immer einige besonders solide Stammaktien, die als Investmentpapiere angesehen wurden – ihre Käufer wurden als Investoren angesehen, nicht als Spekulanten.

2. UND 3. DIREKT GEKAUFT UND AUF KREDIT GEKAUFT; LANGFRISTANLAGE UND BEFRISTETES HALTEN – Der zweite und dritte Unterschied beziehen sich gewöhnlich eher auf *Methode* und *Absicht* als auf den typischen Charakter von Investment und Spekulation. Es sollte klar sein, dass der Kauf eines Wertpapiers gegen sofortige Bezahlung diese Transaktion nicht automatisch zu einem Investment macht. Tatsächlich *müssen* die spekulativ-

<sup>24</sup> Lawrence Chamberlain auf S.8 von *Investment and Speculation*, Chamberlain und William W. Hay, New York, 1931.



ten Papiere, beispielsweise Pennystocks, sofort bezahlt werden, da niemand sie beleihen will. Als die amerikanische Öffentlichkeit während des Krieges dazu bewogen wurde, mit geliehenem Geld »Liberty Bonds« (Freiheitsanleihen) zu kaufen, wurden solche Käufe trotzdem allgemein als Investments klassifiziert. Wenn man bei Finanzgeschäften strikter Logik folgen würde (eine äußerst unwahrscheinliche Hypothese), wäre die allgemeine Praxis umgekehrt: Die sichereren Investmentpapiere würden geeigneter für Käufe auf Kredit angesehen und die riskanteren, spekulativen Engagements würden vollständig bezahlt werden.

Der Unterschied zwischen langfristigen Anlagen und solchen, die man schnell wieder verkauft, ist ebenfalls nur in einem sehr allgemeinen und ungenauen Sinne zutreffend. Eine Autorität auf dem Gebiet der Aktien hat ein Investment definiert als jeden Kauf, den man tätigt, um die Papiere ein Jahr oder länger zu halten, doch diese Definition empfiehlt sich zugegebenermaßen eher durch ihre Bequemlichkeit als durch ihren Scharfsinn.<sup>25</sup> Die Ungenauigkeit dieser empfohlenen Regel zeigt sich auch in dem Umstand, dass *Kurzzeitinvestments* weit verbreitet sind. *Langzeitspekulation* ist leider genauso weit verbreitet (wenn der Käufer Papiere hält, um einen Verlust wieder wettzumachen), in gewissem Umfang wird sie auch als geplantes Vorhaben praktiziert.

4. UND 5. EINKÜNFTE UND GEWINN; SICHERHEIT UND RISIKO – Der vierte und fünfte Unterschied gehören ebenfalls zusammen und so verbunden kann man sie besser als die anderen auf rationale und populäre Weise verstehen. Viele Jahre vor 1928 war der typische Investor vor allem an Kapitalsicherheit und Fortdauer eines adäquaten Einkommens interessiert. Die Lehrmeinung, dass Aktien die besten Langzeitinvestments sind, hatte aber zu einer Verschiebung des Schwerpunkts von laufenden Erträgen zu zukünftigen Erträgen geführt und damit unausweichlich zu zukünftiger Vergrößerung des Kapitalwerts. Die völlige Unterordnung des Ertragslements unter das Gewinnstreben und die totale Abhängigkeit von einer zukünftigen positiven Entwicklung des neuen Investmentstils – wie in den Allgemeinen Bedingungen der Investmentgesellschaften erläutert – unterscheidet sich praktisch nicht von der Spekulation. Tatsächlich kann dieses sogenannte Investment genau beschrieben werden als Spekulation mit Aktien von Blue-Chip-Unternehmen.

Es wäre unzweifelhaft ein richtiger Schritt, zur anerkannten Idee von Einkommen als zentralem Motiv beim Investment zurückzukehren und das Ziel des Profits oder der Kapitalmehrung als typisches Charakteristikum der Spekulation aufzufassen. Aber es ist fragwürdig, ob die wahre Bedeutung des Investments selbst bei dieser Definition zum Tragen kommt. Wenn man die Standardverfahren der Vergangenheit betrachtet, findet man einige Beispiele, bei denen laufenden Erträgen nicht das Hauptinteresse eines Investments galt. Das war beispielsweise oft der Fall bei Bankaktien, die bis vor einigen Jahren

---

25 Sloan, Laurence H., S. 8–9, 279 ff. in *Everyman and His Common Stocks*, New York, 1931.

als alleiniges Hoheitsgebiet wohlhabender Investoren galten. Diese Papiere hatten eine geringere Dividendenrendite als erstklassige Anleihen, aber sie wurden in der Annahme gekauft, dass das stetige Wachstum von Erträgen und Überschüssen zu Sonderausschüttungen und Kapitalwachstum führen würde. Mit anderen Worten: Die Erträge, die dem Konto des Aktionärs zufallen – und nicht die Dividenden – motivierten ihn zum Kauf. Diese Vorgehensweise darf man auch nicht spekulativ nennen, da wir sonst nur Bankaktien, die den Großteil ihres Gewinns als Dividenden ausschütten (und die daher einen adäquaten Kapitalrückfluss garantieren) Investments nennen könnten und die Anleger, die ihr Kapital auf konservative Art und Weise aufbauen, folgerichtig Spekulanten wären. Ein solcher Schluss ist offensichtlich paradox. Daher sollte eingeräumt werden, dass ein Investment in eine Aktie auf ihrer Rentabilität gründen sollte, ohne Dividendenzahlungen in Betracht zu ziehen.

Bringt uns das zurück zur neuzeitlichen Investmenttheorie? War der Kauf von niedrig rentierenden Industriek Aktien 1929 mit demselben Recht ein Investment wie der Kauf niedrig rentierender Bankaktien zu Vorkriegszeiten? Die Antwort auf diese Frage bringt uns zum Ende unserer Suche. Um sie richtig zu beantworten, müssen wir auf den fünften Unterschied auf unserer Liste eingehen – den zwischen Sicherheit und Risiko.

Dieser Unterschied gibt das umfassendste Konzept zum Begriff Investment wieder, aber sein praktischer Nutzen wird durch einige Mängel eingeschränkt. Wenn man Sicherheit nach dem Ergebnis bewertet, betrachtet man das zu Beweisende als feststehend. Damit kommen wir gefährlich nahe an die zynische Definition, dass ein Investment eine erfolgreiche Spekulation ist.<sup>26</sup> Natürlich muss Sicherheit vorher postuliert werden, doch hier ist auch wieder Platz für viel Unbestimmtes und Subjektives. Der Rennbahnzocker, der auf ein »sicheres Ding« setzt, ist davon überzeugt, dass sein Einsatz sicher ist. Der »Investor«, der 1929 in hochpreisige Aktien investierte, betrachtete sich auch als sicher, da er auf zukünftiges Wachstum vertraute, um die Summe, die er gezahlt hatte – und mehr – zu rechtfertigen.

SICHERHEITSSTANDARDS – Der Begriff Sicherheit ist nur dann hilfreich, wenn er auf etwas basiert, das handfester als die Psychologie des Käufers ist. Sicherheit muss durch Anwendung von klar definierten und etablierten Standards gewährleistet werden. In diesem Punkt unterschieden sich der Bankaktienkäufer 1912 vom Aktieninvestor 1929. Ersterer kaufte zu Preisen, die er aus Erfahrung für konservativ hielt. Er war durch sein Wissen über die wirtschaftlichen Möglichkeiten des Instituts und dessen Rentabilität davon überzeugt, dass er voll auf seine Kosten kommen würde. Wenn ein sehr spekulativer Markt die Preise auf ein Niveau treiben würde, das nicht mit diesem Wertestandard über-

---

26 Für einen ernst gemeinten Vorschlag in dieser Richtung konsultieren Sie Felix I. Shaffner, S.18–19, *The Problem of Investment*, New York, 1936.

einstimmte, würde er seine Aktien verkaufen und darauf warten, dass die Preise wieder auf ein vernünftiges Niveau fielen, damit er sie wieder kaufen könnte.

Hätte der Aktienkäufer 1928 bis 1929 nach derselben Maxime gehandelt, wäre der Ausdruck »Investment« nicht die tragische Fehlbenennung gewesen, die er war. Aber durch die stolze Benennung »Blue Chips« für die hochpreisigen Aktien, die hauptsächlich favorisiert wurden, enthüllte die Öffentlichkeit unbewusst das Spielmotiv, das ihrer angeblichen Investmentauswahl zugrunde lag. Diese unterschied sich von den alten Bankaktien in dem Punkt, dass der Käufer nicht durch Anwendung festgefügter Wertstandards ermittelte, ob die Papiere den gezahlten Preis wert waren. Der Markt legte immer neue Standards fest, indem der marktübliche Preis, wie hoch auch immer, als einziger Wertmaßstab galt. Jegliche Vorstellung von Sicherheit, die auf diesem unkritischen Ansatz beruhte, war illusorisch und gefährlich. Logisch zu Ende gedacht, bedeutete das, dass kein Preis für eine gute Aktie zu hoch wäre und ein solches Papier zum Kurs von 200 genauso sicher wäre, wie es bei 25 sicher war.

EIN VORSCHLAG FÜR DIE DEFINITION VON INVESTMENT – Dieser Vergleich legt nahe, dass es nicht reicht, Investments mit einer Sicherheitserwartung zu kennzeichnen. Die Erwartung muss auf Analyse und Standards beruhen. Gleichzeitig muss der Investor nicht unbedingt an laufenden Erträgen interessiert sein; er kann gelegentlich legitim seine Kaufentscheidung nach einem Ertrag ausrichten, der zu seinem Guthaben beiträgt und von ihm nach längerer oder kürzerer Wartezeit realisiert wird. Mit diesen Beobachtungen im Hinterkopf schlage ich die folgende Definition von Investment vor, die sowohl mit dem gängigen Verständnis übereinstimmt als auch die Anforderungen hinsichtlich annehmbarer Präzision berücksichtigt:

*Eine Investmenttransaktion verspricht auf der Grundlage einer sorgfältigen Analyse Vermögenssicherheit und einen zufriedenstellenden Ertrag. Transaktionen, die mit diesen Anforderungen nicht übereinstimmen, sind spekulativ.*

Bestimmte Bestandteile dieser Definition verlangen eine weitere Diskussion. Aus verschiedenen Gründen soll vom Begriff *Investition* anstelle von Emission oder Wertpapierkauf gesprochen werden. Es ist nicht angebracht, *per se* bei Wertpapieremissionen auf einen inhärenten *Investmentcharakter* zu schließen. Der Ausgabepreis ist regelmäßig ein essenzielles Element der Einordnung, sodass eine Aktie (und sogar eine Anleihe) bei einem bestimmten Preisniveau durchaus die obigen Eigenschaften einer Investition erfüllt, aber bezogen auf ein anderes nicht. Darüber hinaus kann die Zeichnung einer ganzen Gruppe von Einzeltiteln als Investition betrachtet werden, während die Betrachtung jedes einzelnen Papiers zu dem Ergebnis kommen kann, dass diese keine ausreichende Sicherheit gewährleisten. Mit anderen Worten: Es kann ein Fall vorliegen, in dem erst Diversi-

fikation das den Einzelwerten innewohnende Risiko in ausreichendem Maße reduziert, sodass die Minimalerfordernisse an eine Investition im obigen Sinne erfüllt sind. (Dies trifft ganz allgemein auf Engagements in Vorzugsaktien zu, die aus einem Investitionsmotiv vorgenommen wurden.)

Nach Auffassung der Autoren ist es ebenfalls in Bezug auf bestimmte Arbitrage- und Hedginggeschäfte angebracht, von der Durchführung einer Investition im hier vorgebrachten Sinne zu sprechen, sodass auch Transaktionen, bei denen ein Wertpapier verkauft und gleichzeitig ein anderes gekauft wird, in diese Kategorie fallen. Dies stellt eine Ausweitung des gewöhnlichen Investitionskonzeptes dar, aber eine, die den Autoren grundsätzlich logisch erscheint.

Die Formulierungen *fundierte Analyse*, *Sicherheit des eingesetzten Kapitals* und *hinreichende Rendite* leiden allesamt an einer gewissen Uneindeutigkeit. Wichtig ist allein, dass ihre Bedeutung ausreichend klar ist, dass ernsthafte Missverständnisse verhindert werden. Mit *eingehender Analyse* ist natürlich eine an etablierten Sicherheits- und Bewertungsstandards orientierte Studie von Fakten gemeint. Eine »Analyse«, die den Kauf von *General Electric*-Stammaktien bei einem Kurs, der dem 40-Fachen der höchsten berichteten Konzerngewinne entspricht, letztlich nur aus dem Grund empfiehlt, weil die Zukunftsaussichten so exzellent seien, muss natürlich an jedem qualitativen Anspruch auf Fundiertheit scheitern.

Die *Sicherheit* des bei einer Investition eingesetzten Kapitals kann niemals als absolut oder vollständig betrachtet werden, eher als Schutz gegen Kapitalverluste unter normalen Bedingungen und Schwankungen oder solchen, die als begründet wahrscheinlich erwartet werden können. Bei einer sicheren Anleihe zum Beispiel dürfen nur unter außergewöhnlichen und höchst unwahrscheinlichen Umständen Verluste auftreten. Ähnlich sollte eine sichere Stammaktie gegen jeden Zweifel erhaben sein, zukünftig nicht wenigstens einen Wert zu haben, der dem Kaufpreis entspricht, außer es treten als unwahrscheinlich zu betrachtende Umstände ein. Wenn Analyse und Erfahrung aufzeigen, dass eine gewisse Verlustwahrscheinlichkeit existiert, handelt es sich um eine spekulative Situation.

*Hinreichende Rendite* hat eine weitere Bedeutung als *adäquater Rückfluss*, da Erstere neben aktuellen Zinsen oder Dividenden auch Marktwertsteigerungen und Kapitalzuwächse miteinbezieht. *Hinreichend* ist dabei ein subjektiver Ausdruck; er bezieht sich auf denjenigen Wert, wie gering auch immer, den ein Investor bereit ist zu akzeptieren, vorausgesetzt, er handelt auf Grundlage einer vernünftigen Intelligenz.

Es könnte hilfreich sein, die eben getroffene Definition aus einem etwas anderen Blickwinkel zu betrachten, nämlich einem, der auf den Fakt anspielt, dass für eine Investition immer *Preis* und *Qualität* eines Wertpapiers entscheidend sind. Auf den Punkt gebracht kann man sagen, es existieren keine »Investmentpapiere« im absoluten Sinne, sodass ungeachtet des Preises von einer Investition gesprochen werden könnte. Im Fall

erstklassiger Anleihen kann dieser Punkt von untergeordneter Bedeutung sein, da bei diesen in den seltensten Fällen der Preis dermaßen überhöht ist, als dass von einer ernst zu nehmenden Verlustmöglichkeit des eingesetzten Kapitals ausgegangen werden dürfte. Bei Stammaktien jedoch wird ein solches Risiko regelmäßig durch ungerechtfertigte Kursanstiege impliziert – was dazu führt, dass nach Meinung der Autoren die große Mehrheit der Stammaktien von erfolgreichen Unternehmen die meiste Zeit als spekulative Papiere eingeordnet werden müssen, einfach weil ihr Preis zu hoch ist, um die mit der Formulierung gemeinte Sicherheit des eingesetzten Kapitals zu rechtfertigen. An dieser Stelle sei der Leser darauf hingewiesen, dass die herrschende Meinung an der Wall Street in diesem Punkt nicht mit den hier vertretenen Ansichten übereinstimmt; es bleibt ihm selbst überlassen, zu entscheiden, wer falschliegt.

Nichtsdestoweniger soll das hier vertretene Prinzip einer Investition durch das folgende zusätzliche Kriterium ergänzt werden:

*Eine Investition muss sowohl qualitativ als auch quantitativ gerechtfertigt sein.*

Inwiefern die Unterscheidung zwischen Investition und Spekulation von den tatsächlich zugrunde liegenden Fakten, inklusive des Preiselements, und weniger von simplen Verallgemeinerungen abhängt, kann überspitzt anhand der beiden folgenden Beispiele verdeutlicht werden. Dabei handelt es sich um *General Electric Special Stock* (Vorzugsaktien) in zwei aufeinanderfolgenden Monaten.

*Beispiel 1:* Im Dezember 1934 notierte das Papier bei 12,75. Ausgeschüttet wurden 6 Prozent, bezogen auf den Nennwert von 10 Dollar, und zu jedem Dividendentermin konnte das Papier zu einem Preis von 11 Dollar vom Unternehmen zurückgekauft werden. Trotz der, bezogen auf die Sicherheit der Dividendenausschüttungen, hervorragenden Qualität des Papiers *spekulierten* Käufer, die das Papier zu einem Kurs von 12,75 erwarben, mit mehr als 10 Prozent ihres eingesetzten Kapitals. Das implizite Spiel lief darauf hinaus, dass das Papier für einige Jahre eben nicht zum Rückkauf aufgerufen würde.<sup>27</sup> Schon im nächsten Monat aber wurde der Rückkauf per Termin 15. April 1935 angekündigt, wobei der Rückkauf zu einem Preis von 11 Dollar pro Aktie abgewickelt werden sollte.

*Beispiel 2:* Nach Ankündigung des Aktienrückkaufs sank der Kurs umgehend auf 11 Dollar. Zu diesem Zeitpunkt bot das Papier eine ungewöhnliche Möglichkeit für kurzfristige Arbitragegeschäfte. Börsenhändler waren in der Lage, sagen wir am 15. Januar 1935, die Aktien zu 11 Dollar (und ohne Transaktionskosten) zu kaufen und 10 Dollar des Kaufpreises pro Aktie mit Fremdkapital zu finanzieren, für das sie nicht mehr als

---

27 In den letzten Jahren wurden viele kurzlaufende United States Staatsanleihen zu Preisen gehandelt, die bis zum Laufzeitende Renditen von null oder weniger bedeuteten. Die Käufer waren dabei von der Erwartung getrieben, dass ihnen als Halter am Laufzeitende lukrative Umtauschrechte in neue Wertpapiere eingeräumt würden. Entsprechend der hier getroffenen Definition sind alle solche Wertpapierkäufe in dem Ausmaß als spekulativ zu bezeichnen, in dem der Kaufpreis den Nominalwert und die Zinsen bei Fälligkeit überstieg.

2 Prozent Zinsen per annum aufwenden mussten. Aus dieser Operation folgte auf das eingesetzte Eigenkapital eine sichere Rendite, bezogen auf ein Jahr, von 40 Prozent – was durch die folgende Rechnung verdeutlicht werden soll:

Gesamtkosten von 1000 Aktien zu 11 \$ . . . . .	\$ 11.000
Einzahlung aus Aktienrückkauf am 15. April 1935 zu 11 \$, inklusive Dividende . . . . .	\$ 11.500
Bruttogewinn . . . . .	\$ 150
Zinskosten für 10.000 \$ über 3 Monate zu 2 % p.a. . . . .	\$ 50
Nettogewinn . . . . .	\$100

Ein Nettogewinn von 100 Dollar auf das eingesetzte Kapital von 1000 Dollar innerhalb von drei Monaten entspricht einer äquivalenten Jahresrendite von 40 Prozent.

Dabei ist es unnötig, zu betonen, dass die Sicherheit und die resultierende Charakterisierung dieser Transaktion als *Investition* in erster Linie von dem Fakt abhängen, dass man absolut auf den Rückkauf der Papiere im April 1935 vertrauen konnte.

Das weiter oben angeführte Investitionskonzept ist breiter aufgestellt als die meisten, die allgemein üblich sind. Im hier vertretenen Sinne können durchaus im Arbitragekalkül durchgeführte und zum Großteil fremdfinanzierte Aktienkäufe zur kurzfristigen Gewinnerzielung als denkbare – wenngleich nicht übliche – Investments dazugezählt werden. Um die scheinbare Beliebigkeit aus dem Weg zu räumen, ist jedoch eine auf Grundlage adäquater Analyse nachweisbare Vergewisserung der Sicherheit unabdinglich. Dies verleitet die Autoren zu der Schlussfolgerung, dass Analyseperspektive und Investitionsperspektive größtenteils identische Erkenntnisobjekte aufweisen.

## WEITERE ASPEKTE VON INVESTITION UND SPEKULATION

ZUKUNFTSBEZUG VON INVESTITION UND SPEKULATION – Mit einem gewissen Anspruch auf Wahrheitsgehalt kann man davon sprechen, dass Investitionen auf der Vergangenheit basieren und Spekulationen vornehmlich aus Überlegungen über die Zukunft vorgenommen werden. Aber diese Aussage ist weit von jeder Vollständigkeit entfernt. Sowohl Investitionen als auch Spekulationen müssen sich an den zukünftigen Entwicklungen messen; sie sind gleichermaßen den Wechselfällen der Zeit und ihrem Urteil ausgesetzt. Denn die getroffenen Aussagen über Analyse und Zukunft treffen in gleichem Ausmaß auf das Investitionskonzept zu. Bei Investitionen möchte man sich in Bezug auf zukünftige Entwicklungen eher gut geschützt wissen, als dass man von ihnen profitieren möchte. Falls mit der Zukunft Verbesserungen eintreten, umso besser; aber für Investitionen als solche kann die Erwartung zukünftiger Verbesserungen kein ausschlaggebendes Kriterium sein.

Spekulationen dagegen bauen in angemessener – und in den meisten Fällen auch vernünftiger – Weise darauf auf, dass Erfolg versprechende Zukunftsaussichten vorliegen, die sich von der Entwicklung in der Vergangenheit unterscheiden.

TYPISIERUNG VON »INVESTITIONEN« – In der Annahme, der Leser habe das besondere, hier entwickelte Investitionskonzept weitgehend verinnerlicht, verbleibt noch die Aufgabe, eine Abgrenzung dieses Begriffs in Bezug auf seine am Anfang des Kapitels angesprochene vorherrschende Verwendung vorzunehmen. Dazu könnte es hilfreich sein, regelmäßig verwendete und beschreibende Begriffe mit Inhalten zu belegen. Vorläufig soll dazu folgende Zuordnung vorgenommen werden.

<i>Business Investment</i>	bezieht sich auf in Unternehmen investiertes Kapital.
<i>Financial Investment oder Investment allgemein</i>	bezieht sich allgemein auf Wertpapiere.
<i>Sheltered Investment</i>	bezieht sich auf Wertpapiere, deren Risiko besonders klein ist, weil sie entweder vorrangige Ansprüche gegen Unternehmenserträge verbriefen oder ein ausreichendes Steueraufkommen gegeben ist.
<i>Analysteninvestment</i>	bezieht sich auf Transaktionen, die nach gründlicher Analyse die Sicherheit des eingesetzten Kapitals sowie eine angemessene Rendite in Aussicht stellen.

Offensichtlich kann bei diesen verschiedenen Investitionstypen nicht von einer trennscharfen Unterscheidung gesprochen werden. Eine gute Anleihe zum Beispiel müsste unter allen vier Überschriften eingeordnet werden. Solange nichts Gegenteiliges zum Ausdruck gebracht wird, soll der Begriff »Investition/Investment« hier mit dem Inhalt belegt sein, der in der obigen Zuordnung mit »Analysteninvestment« bezeichnet und in diesem Kapitel entwickelt wurde.

TYPISIERUNG VON »SPEKULATIONEN« – Der Unterschied zwischen Spekulation und Glücksspiel tritt zutage, wenn die Aktivitäten an der Wall Street einer näheren Betrachtung unterzogen werden. Nach der mehr oder weniger offiziell vertretenen Meinung der New York Stock Exchange bezieht sich »Glücksspiel« auf das Eingehen von Risiken, die vorher nicht existiert haben – zum Beispiel Wetten auf Pferderennen – während »Spekulationen« sich auf solche Entscheidungssituationen beziehen, die bereits implizit ein Risiko beinhalten, das von jemandem getragen werden muss. Eine formale Unterscheidung zwischen »intelligenten Spekulationen« und »unintelligenten Spekulationen«

ist zweifelsohne schwerwiegenden theoretischen Vorbehalten ausgesetzt, die Autoren sind jedoch vom praktischen Nutzen einer solchen überzeugt. Daher soll folgende Abgrenzung vorgeschlagen werden:

<i>Intelligente Spekulation</i>	Übernahme eines Risikos, das nach sorgsamer Abwägung von Für und Wider gerechtfertigt ist
<i>Unintelligente Spekulation</i>	Übernahme von Risiken ohne adäquate Situationsanalyse

Im Allgemeinen können wohl die meisten der etablierten Unternehmen zur Kategorie intelligente Spekulationen gezählt werden und sie repräsentieren damit das, was im herkömmlichen Sinne unter »*Business Investment*« verstanden wird. Falls das Verlustrisiko sehr klein sein sollte – was als Ausnahmefall zu betrachten ist –, kann sich eine so bestimmte Anlagemöglichkeit auch als Analysteninvestment im speziellen Sinne qualifizieren. Auf der anderen Seite sind viele unausgereifte Anlagemöglichkeiten als unintelligente Spekulationen zu betrachten. Bezogen auf den Markt für Finanzierungstitel wird ein erheblicher Teil der Aktienkäufe mit der gebotenen Vorsicht durchgeführt und kann daher als intelligente Spekulation bezeichnet werden; allerdings und ebenfalls in erheblichem Umfang müssen Aktienkäufe als unzureichend fundiert charakterisiert und mithin als unintelligente Spekulation bezeichnet werden; nur im Ausnahmefall findet ein Aktienerwerb unter solch attraktiven Bedingungen, quantitativ und qualitativ, statt, dass das inhärente Risiko auf ein Minimum reduziert ist und so die Bezeichnung als Analysteninvestment rechtfertigt.

INVESTITIONEN UND SPEKULATIVE KOMPONENTEN – Ein einzuordnender Wertpapierkauf, der nicht als Analysteninvestment« qualifiziert werden kann, fällt automatisch in die Kategorie Spekulation. Unter Umständen kann es jedoch hilfreich sein, eine differenziertere Betrachtung vorzunehmen, indem man in Bezug auf den zu zahlenden Preis eine Unterscheidung in eine Investitionskomponente und eine Spekulationskomponente vornimmt. So kann ein Analyst in Bezug auf den durchschnittlichen Kurs von *General Electric*-Stammaktien im Jahr 1938 zu der Beurteilung kommen, dass, sagen wir, 25 Dollar pro Aktie vom strengen Standpunkt Investmentwert gerechtfertigt sind. Die pro Aktie verbleibenden 13 Dollar geben die Bewertung der ausgezeichneten Zukunftsperspektiven, vielleicht geprägt durch eine starke psychologische Verzerrung ob dieses beispiellosen Unternehmens, durch den Aktienmarkt wider.

Auf Grundlage einer solchen Beurteilung würde ein Analyst erklären, dass der Kurs von *General Electric* von 38 Dollar eine Investmentkomponente von 25 Dollar pro Anteil und eine Spekulationskomponente von ungefähr 13 Dollar pro Anteil enthält. Wenn dies zuträfe, folgt daraus, dass alle Kurse, die kleiner/gleich 25 Dollar pro Aktie sind, ein voll-



kommenes Analysteninvestment begründen; oberhalb dieses Preises aber sollte sich der Käufer vergegenwärtigen, dass er einen bestimmten Betrag spekulativ für die Zukunftsaussichten des Unternehmens gezahlt hat.<sup>28</sup>

INVESTMENTWERT, SPEKULATIONSWERT UND INTRINSISCHER WERT – Die vorstehende Diskussion regt eine Erweiterung des in Kapitel 1 über das Konzept des »intrinsischen Wertes« Ausgeführten an, der dort als der »durch Fakten gerechtfertigte Wert« definiert wurde. Es ist wichtig, zu bemerken, dass dieser Wert keineswegs auf den »Wert als Investition« – und mithin auf die Investitionskomponente des Kurses – begrenzt ist, sondern im Gegenteil einen angemessenen Anteil der spekulativen Komponente enthalten kann, vorausgesetzt, dieser Anteil wurde intelligent bestimmt. Daher kann nur dann davon gesprochen werden, dass der Marktpreis den intrinsischen Wert übersteigt, wenn sich im Marktpreis offensichtlich unintelligente Spekulationen widerspiegeln.

Allgemein gesprochen, ist es die Aufgabe des Aktienmarktes und nicht der Analysten, unter gegebenen Umständen bei der Aktienkursbildung die spekulativen Bewertungselemente einfließen zu lassen. In diesem bedeutenden Ausmaß determiniert der Markt, nicht der Analyst, den intrinsischen Wert. Der Bewertungsspielraum kann dabei eine große Bandbreite annehmen, bereits weiter oben wurde auf *J. I. Case*-Stammaktien im Jahr 1933 verwiesen, deren intrinsischer Wert nach diesen Überlegungen zwischen dem Kurshoch 130 und dem Kurstief 30 lag. Für jeden dazwischenliegenden Kurs war die Marktbewertung mit ihren täglichen Schwankungen als bestmöglicher Schätzwert des intrinsischen Wertes dieses volatilen Wertpapiers anzusehen.

---

28 An dieser Stelle wurde absichtlich und unter Inkaufnahme zukünftigen Bedauerns ein Beispiel mit höchst kontroverser Charakter gewählt. Nahezu jedermann an der Wall Street würde *General Electric*-Stammaktien unabhängig von ihrem Preis als »Investmentpapier« einordnen und dabei den Durchschnittskurs von 38 Dollar als völlig gerechtfertigt ansehen. Die Autoren sind aber davon überzeugt, dass eine preisunabhängige qualitative Einordnung von Investitionen einen fundamentalen und gefährlichen Fehler aufweist. Der Kurs, bei dem der Investitionscharakter von *General Electric* endet und die spekulative Komponente beginnt, bietet natürlich großen Raum für subjektive Meinungsbildungen. Die hier verwendete Zahl dient nur illustratorischen Zwecken.

## KAPITEL 5

# KLASSIFIZIERUNG VON WERTPAPIEREN

Wertpapiere werden gewöhnlich in die beiden Hauptgruppen Anleihen und Aktien unterschieden, wobei Letztere noch unterteilt sind in Vorzugs- und Stammaktien. Die erstgenannte grundsätzliche Differenzierung stellt auf den fundamentalen Unterschied in der rechtlichen Stellung zwischen der Position eines Gläubigers und der eines Teilhabers ab. Inhaber einer Anleihe besitzen einen vorrangig zu bedienenden fixen Zahlungsanspruch auf Zins und Tilgung; Aktionäre tragen das meiste Risiko und sind an den Unternehmensgewinnen beteiligt. Daraus folgt, dass Anleihen ein höheres inhärentes Maß an Sicherheit beinhalten, während – als Ausgleich für das höhere Risiko – Aktien die größeren Gewinnmöglichkeiten bieten. Diese Unterscheidungen der beiden Wertpapierarten hinsichtlich rechtlicher Stellung und Investmentqualität sollen als Ausgangspunkt gewählt werden, um den normalerweise in Büchern über Wertpapiere eingeschlagenen Weg zu verlassen.

### EINWÄNDE GEGEN DAS KONVENTIONELLE VORGEHEN

*Zusammenfassung von Stamm- und Vorzugsaktien:* Gegen den traditionell verwendeten Ansatz drängen sich einige Vorbehalte auf. Am offensichtlichsten ist der Vorbehalt gegen die Zusammenfassung von Stamm- und Vorzugsaktien, da zumindest die Investitionspraxis zweifelsfrei zeigt, dass Letztere eine viel größere Nähe zu Anleihen aufweisen. Eine typische oder Standardvorzugsaktie wird wegen der Erzielung eines festen Einkommens und der Sicherheit des investierten Kapitals gekauft. Inhaber von Vorzügen sehen sich nicht in der Rolle von Unternehmensteilhabern, sondern als Inhaber eines vor den Ansprüchen der eigentlichen Eigentümer – nämlich der Stammaktionäre – stehenden An-

spruchs auf Leistung des Kapitaldienstes. Vorzugsaktionäre sind nur im technischen oder rechtlichen Sinne zu den Eigentümern des Unternehmens zu zählen; im Investitionskalkül dagegen entsprechen sie weitgehend Anleihengläubigern.

*Identifizierung der Anleihenform mit Sicherheit:* Ein gewichtiger, wenngleich weniger offenkundiger Einwand bezieht sich auf die absolute Separierung der Anleihen von Aktien, da diese dazu tendieren lässt, die *Anleihenform* mit der Erwartung von Sicherheit zu verknüpfen. Anleger sind dann verleitet, anzunehmen, dass die Bezeichnung »Anleihe« eine spezielle Versicherung gegen Verluste beinhaltet. Diese Einstellung ist grundsätzlich ungeeignet und regelmäßig für folgenschwere Fehlentscheidungen und substantielle Verluste verantwortlich. Die so bei Anlegern verursachten Schäden waren ab dem Zeitpunkt umso größer, als betrügerische Wertpapiervertreiber dazu übergingen, das in der Öffentlichkeit vorhandene besondere Prestige der Anleihenform bei ihren Aktivitäten auszunutzen.<sup>29</sup> Dabei steht völlig außer Frage, dass Anleihen im Durchschnitt eine Sicherheitserwartung bieten, welche die einer durchschnittlichen Aktie weit übertrifft. Aber dieser Vorteil wird nicht grundsätzlich durch die Wahl der *Form* als Anleihe generiert; er folgt erst aus dem Umstand, dass ein typisches amerikanisches Unternehmen mit einem gewissen Maß an Umsicht und Intelligenz finanziert ist und keine festen Verbindlichkeiten über das Niveau hinaus eingegangen werden, welches zumut- und leistbar ist. Aber es ist nicht die Obligation an sich, die Sicherheit kreieren kann, noch sind es die schuldrechtlichen Gläubigerrechte von Anleiheninhabern im Falle der Zahlungsunfähigkeit. *Sicherheit hängt ab von und wird gemessen an der Fähigkeit von Schuldnern, ihren Zahlungsverpflichtungen zu jedem Zeitpunkt nachzukommen.*

Anleihen eines Unternehmens, das keine Vermögensgegenstände hat und keine Ertragskraft aufweist, sind genauso wertlos wie Aktien eines solchen Unternehmens. Die Sicherheit von Anleihen, die ein neues Projekt vollständig fremdfinanzieren, kann nicht größer sein als diejenige, die vorgelegen hätte, wäre es mit Aktien finanziert worden, wobei erstere Variante dann sogar weniger attraktiv für Anleger ist. Grund hierfür ist die für den Anleihengläubiger existierende Beschränkung, nicht mehr Liquidität aus dem Unternehmen erzielen zu können, als sein Festbetragsanspruch ihm maximal verbrieft, während er in der Position als Eigentümer unbeschränkte Ansprüche auf den Residualgewinn besitzt.<sup>30</sup> Dieses einfache Prinzip scheint zu offensichtlich, als dass es weiterer Anmerkungen bedürfte; spätestens aus der traditionellen Verknüpfung der Anleihenform mit überlegener Sicherheit wurden die Anleger insofern oft eines Besseren belehrt, als aus der Begrenzung ihrer Rückflüsse keine Versicherung gegen Verluste folgte.

---

29 Für Beispiele betrügerischer Verkäufe von Anleihen siehe den Securities Act von 1933: *Release No. 2112* vom 4. Dezember 1939, der die Verflechtungen mehrerer am Verkauf von *American Terminals and Transit Company*-Anleihen sowie *Green River Valley Terminal Company Notes* beteiligter Parteien aufzeigt.

30 Siehe im Anhang Anmerkung 4 für eine Darstellung der Liquidierung von *United States Express Company*, die diesen Punkt noch einmal illustriert, und für ein aktuelleres Beispiel die *Court-Livingston Corporation*.

*Bezeichnungen von Wertpapieren, die keinen Anspruch auf Korrektheit haben:* Die Grundunterscheidung zwischen Anleihen und Aktien – und auch die Einteilung in drei Wertpapierklassen: Anleihen, Vorzugsaktien und Stammaktien – ist Gegenstand des dritten Einwandes, der darauf abstellt, dass diese Titulierung in vielen Fällen keine korrekte Beschreibung des so benannten Wertpapiers liefert. Dies ist die Konsequenz aus einer beständig anwachsenden Zahl von Wertpapieren, die mit den Standardvorstellungen hinter den Bezeichnungen nicht konform sind, sondern diese modifizieren und von den üblichen Festlegungen abweichen.

Die Standardvorstellungen hinter den drei Bezeichnungen lassen sich folgendermaßen zusammenfassen:

<b>Standardeigenschaften von Anleihen:</b>
Unmittelbarer Anspruch auf feste Zinszahlung an den Fälligkeitsterminen
Unmittelbarer Anspruch auf Rückzahlung des Nominalbetrages bei Fälligkeit
Kein weiterer Anspruch gegen Unternehmensvermögen oder -gewinne. Keine Einflussmöglichkeit auf die Unternehmensführung
<b>Standardeigenschaften von Vorzugsaktien:</b>
Zusage eines festgelegten Dividendenziels, das vorrangig vor jeder Ausschüttung auf die Stammaktien ist (Damit ist die vollständige Ausschüttung der Vorzugsdividende notwendige Bedingung dafür, dass überhaupt etwas an die Stammaktionäre ausgeschüttet werden kann; aber solange keine Ausschüttung auf die Stammaktien vorgenommen wird, liegt die Ausschüttung einer Vorzugsdividende allein im Ermessensspielraum der Unternehmensführung.)
Im Falle der Liquidation das Anrecht auf einen festgelegten Kapitalbetrag, der gegenüber den Stammaktien bevorzugt bedient wird
Entweder keine Stimmberechtigung oder Stimmrechtskontrolle erfolgt zusammen mit den Stammaktien
<b>Standardeigenschaften von Stammaktien:</b>
Anteilmäßiges Eigentum an dem Teil des Unternehmensvermögens, der den Nominalwert des Fremdkapitals und den Nennwert der Vorzugsaktien übersteigt
Anteilmäßiger Anspruch auf den Teil des Unternehmensgewinns, der nach Bedienung aller vorrangigen Verbindlichkeiten verbleibt
Anteilmäßige Stimmberechtigung bei der Wahl der Unternehmensführung und anderer Hauptversammlungsentscheidungen

Anleihen und Vorzugsaktien, welche die obigen Standardeigenschaften aufweisen, werden mitunter auch als *straight bonds* oder *straight preferred stocks* bezeichnet.

*Unzählige Abweichungsmöglichkeiten von den Standardeigenschaften:* Der heutige Wertpapiermarkt bietet eine Auswahl aller zulässigen Abweichungsmöglichkeiten von diesen Standardeigenschaften. Von diesen sind die am häufigsten anzutreffenden und wichtigsten die folgenden Ausgestaltungsvarianten: *Gewinnschuldverschreibungen*; *Wandelschuldverschreibungen* und *Vorzugsaktien mit Wandlungsrechten*; *Anleihen* und *Vorzugsaktien*, die mit *Kaufoptionen* ausgestattet sind; *partizipierende* *Vorzugsaktien*; *Stammaktien*, die mit *Genussrechten* ausgestattet sind; *stimmrechtslose* *Stammaktien*. Eine jüngere Abwandlung ermöglicht die Leistung des Kapitaldienstes für *Anleihen* und *Vorzugsaktien* entweder als *Barzahlung* oder durch *Übertragung* des entsprechenden Gegenwertes in *Stammaktien* auf Grundlage eines *Wahlrechts* des Wertpapierinhabers. Mittlerweile ist bei den meisten *Anleihen* ein zwischenzeitliches *Rückkaufrecht* durch das Unternehmen vorgesehen, was als geringfügige Abweichung von der standardmäßigen Rückzahlung des Nominalbetrages bei Fälligkeit zu werten ist. Die Bandbreite der weniger häufigen oder vielleicht einmaligen Abweichungen von den Standardeigenschaften ist wohl unbegrenzt.<sup>31</sup> Hier sollen nur die beiden außergewöhnlichen Fälle von *Great Northern Railway Preferred Stock*, die über viele Jahre hinweg nichts anderes als eine gewöhnliche *Stammaktienposition* darstellten, und der als äußerst kritisch zu betrachtende, hinterlistige Vorbehalt von *Associated Gas and Electric Company*, per durch das Unternehmen ausgeübtes *Wandlungsrecht* *Anleihen* in *Vorzugsaktien* umwandeln zu können (*Aktienanleihe*), weiter erwähnt werden – Letztere stellen damit natürlich in Wahrheit keine *Anleihen* mehr dar.

Noch folgenschwerer hat sich das Aufkommen völlig neu entwickelter Wertpapierarten ausgewirkt, die sich kaum mit den herkömmlichen Standardeigenschaften von *Anleihen* oder *Aktien* decken und für die entsprechende neue Bezeichnungen gefunden werden mussten. Von diesen sind *Kaufoptionen* die wichtigsten – in den Jahren vor 1929 hat dieses Finanzinstrument eine enorme Bedeutung entfaltet und im selben Maße stieg das Unheil stiftende Potenzial. Die von einem einzigen Unternehmen emittierten *Kaufoptionen* – *American and Foreign Power Company* – erreichten 1929 einen aggregierten Marktwert von mehr als *einer Milliarde Dollar*, eine Zahl, welche die gesamte *Staatsverschuldung* der Vereinigten Staaten von 1914 übersteigt. Eine ganze Anzahl anderer neu entwickelter Finanzinstrumente, wie *allotment certificates* und *dividend participations*, könnten noch genannt werden.<sup>32</sup>

31 Der Leser wird an dieser Stelle auf den Anhang, Anmerkung drei der ersten Auflage dieses Buches verwiesen, wo eine zusammengefasste Auflistung möglicher Abweichungen mit Beispielen geliefert wird. Aus Platzgründen wurde auf diese Darstellung in dieser Ausgabe verzichtet.

32 Im Juni 1939 schuf die SEC einen heilsamen Präzedenzfall, in dem die Zustimmung zur Emission von *Capital Income Bonds* im Rahmen der Restrukturierung der *Griess-Pflegger Tanning Company* mit der Begründung verweigert wurde, dass die Neukonstruktion von hybriden Finanztiteln weit genug gegangen sei. Unglücklicherweise kam das zuständige Gericht zu einer anderen Lagebeurteilung und erlaubte die Auflage des neuen Wertpapiers.

Die Eigenarten und die Komplexität der heutzutage gelisteten Wertpapiere liefern weitere Argumente gegen die traditionelle Praxis des Schubladendenkens und Verallgemeinerns in Bezug auf die *Titulierung* von Wertpapieren. Weil diese Sichtweise vor allem durch Bequemlichkeit in der Anwendung und grobe Validität der Ergebnisse geprägt ist, sind die Autoren davon überzeugt, dass eine Ersetzung durch eine flexiblere und akkuratere Klassifizierung geboten ist. Hier wird die Auffassung vertreten, dass das hilfreichste Kriterium für die Analyse die Untersuchung des *normalen Verhaltens* eines Wertpapiers nach dessen Kauf ist – mit anderen Worten der Risiko-Gewinn-Charakter aus vernünftiger Sicht von Käufern oder Inhabern.

VORSCHLAG EINER NEUEN KLASSIFIZIERUNG – Ausgehend von diesem Standpunkt wird vorgeschlagen, Wertpapiere in eine der drei folgenden Klassen einzuordnen:

Klasse	Repräsentative Beispiele
I. Wertpapiere mit fixen Rückflüssen	Erstklassige Anleihen oder Vorzugsaktien
II. Wertpapiere mit variablen Rückflüssen	
A. ausreichend abgesicherte Wertpapiere mit Gewinnmöglichkeit	Erstklassige Wandelschuldverschreibung
B. nicht ausreichend abgesicherte Wertpapiere	Mittelmäßige Anleihen oder Vorzugsaktien
III. Stammaktien	Stammaktien

Eine Annäherung an die obige Klassifikation kann auch durch folgende Verwendung der geläufigeren Bezeichnungen erreicht werden:

1. Als Investment eingestufte Anleihen und Vorzugsaktien
2. Spekulative Anleihen und Vorzugsaktien
  - A. Wandelschuldverschreibungen usw.
  - B. Mittelmäßige Wertpapiere mit Vorrangstellung
3. Stammaktien

Die in gewisser Hinsicht neue Form der hier vorgenommenen Zuordnung ist für eine möglichst allgemeine Anwendbarkeit nötig. Dieser Umstand wird vielleicht aus der folgenden Beschreibung und Erörterung der einzelnen Klassen deutlicher.

*Maßgebliche Eigenschaften der drei Klassen:* Zur ersten Klasse zählen wie auch immer benannte Wertpapiere, bei denen die Aussicht auf eine Wertänderung nüchtern betrach-

tet nur eine untergeordnete Bedeutung hat.<sup>33</sup> Das Hauptinteresse der Inhaber liegt in der Sicherheit ihres eingesetzten Kapitals und der einzige Nutzen, den sie aus dem Finanzierungsvertrag ziehen, ist die Erzielung eines stabilen Einkommens. In der zweiten Klasse weist die Möglichkeit zukünftiger Veränderungen des Wertes ihrer Beteiligung am Unternehmensvermögen eine reale Signifikanz auf. Beim Typ A hoffen die Anleger, die Sicherheit eines erstklassigen Wertpapiers mit zusätzlichen Gewinnmöglichkeiten aus Wandlungsrechten oder ähnlichen Vereinbarungen erzielen zu können. Beim Typ B ist von einem definitiven Verlustrisiko auszugehen, das hoffentlich von einer korrespondierenden Gewinnaussicht begleitet wird. Wertpapiere aus der Gruppe II B unterscheiden sich vom Stammaktientyp (Gruppe III) in zweierlei Hinsicht: (1) Sie genießen Vorrang vor irgendeinem nachrangigen Wertpapier und weisen damit zumindest ein Sicherheitselement auf. (2) Das Gewinnpotenzial, wie substanzial auch immer eingeschätzt, ist im Gegensatz zum unbeschränkten Residualanspruch aus einer optimistisch beurteilten und glücklich realisierten Investition in Stammaktien klar nach oben beschränkt.

Zu den Wertpapieren mit fixen Rückflüssen zählen alle erstklassigen Anleihen und Vorzugsaktien von hoher Qualität, die zu normalen Preisen gehandelt werden. Daneben sind noch zu dieser Klasse zu zählen:

- Geeignete Wertpapiere mit Wandlungsrecht, bei denen der Wandlungspreis zu hoch ist, als dass er einen entscheidenden Einflussfaktor der Kaufentscheidung darstellt
- Stammaktien mit Dividendengarantie mit Investmentstatus
- »Class A«-Stammaktien oder solche, die mit derartigen Vorzügen ausgestattet sind, dass sie die Position von erstklassigen Vorzugsaktien einnehmen

Dazu sei noch bemerkt, dass eine Anleihe mit Investmentstatus, die zwischenzeitlich zu einem ungewöhnlich niedrigen Kurs notiert, ebenfalls in die zweite Klasse gehört, da der Käufer Grund zu der Annahme haben und daran interessiert sein könnte, dass eine Aufwertung des Marktwertes erfolgen wird.

Ab welchem Punkt Kursschwankungen tatsächlich eine reale Bedeutung entfalten und keine untergeordnete Rolle mehr spielen, ist dabei unmöglich genau zu bestimmen. Das Kursniveau selbst ist nicht der grundsätzlich bestimmende Faktor. Eine langlaufende

---

33 Die aktuellen Schwankungen der Kurse von langfristigen Anleihen mit Investmentstatus seit 1914 haben ein so großes Ausmaß angenommen (siehe die Darstellung auf S. 19), dass nicht mehr von einer untergeordneten Bedeutung gesprochen werden kann. Dennoch ist es eine Tatsache, dass sich Anleger so verhalten, *als wenn* sie von untergeordneter Bedeutung für sie wären, sodass das oben gewählte Kriterium wenigstens aus diesem subjektiven Blickwinkel gerechtfertigt ist. Die Antwort auf den Einwand, mit diesem Standpunkt dem Selbstbetrug von Anlegern Vorschub zu leisten, könnte lauten, dass Anleger unterm Strich besser damit beraten sind, die Kursschwankungen von erstklassigen Anleihen auszusitzen, als zu versuchen, aus diesen einen Gewinn zu erzielen und damit das Kalkül eines Händlers anzunehmen.

3-Prozent-Kuponanleihe könnte bei einem Kurs von 60 zur Klasse mit fixen Rückflüssen gezählt werden (zum Beispiel *Northern Pacific Railway 3s*, fällig 2047 zwischen 1922 und 1930), während irgendeine Kuponrate, deren Restlaufzeit ein Jahr beträgt und die zu einem Kurs von 80 gekauft werden kann, *nicht* dazuzählt – weil in verhältnismäßig kurzer Zeit entweder die Rücknahme mit einem Aufschlag von 20 Punkten durchgeführt werden müsste oder die Tilgungszahlung ausfällt und eine Senkung des Marktwertes hingenommen werden muss. Daher muss man darauf vorbereitet sein, dass Grenzfälle auftreten, in denen die Klassifikation einzelner Papiere (wie zwischen Klasse I und II) vom persönlichen Standpunkt des Anlegers oder Analysten abhängt.

Jedes Papier, das die Hauptmerkmale einer Stammaktie trägt, gehört in Klasse III, unabhängig davon, ob es als »Stammaktie«, »Vorzugsaktie« oder »Anleihe« bezeichnet wurde. Der bereits angeführte Fall von *American Telephone and Telegraph Company Convertible 4,5s* bei einem Kurs von mehr als 200 bietet ein treffendes Beispiel. Käufer und Inhaber der Anleihe zu einem derart hohen Kurs haben unter praktischen Gesichtspunkten hingenommen, dass das betreffende Wertpapier einer Stammaktie ähnelt, da Anleihen und Aktien nicht nur gemeinsam im Kurs steigen, sondern über eine große Kursbreite auch sinken. Noch deutlicher zeigt sich dieser Punkt bei *Kreuger and Toll Participating Debentures* zum Zeitpunkt ihrer Emission. Der Ausgabepreis lag so weit über der Summe der verbrieften vorrangigen Ansprüche gegen das Unternehmensvermögen, dass die Titulierung keine Bedeutung entfalten und nur als irreführend bezeichnet werden konnte. *Diese »Anleihen« entsprachen definitiv dem Stammaktientyp.*<sup>34</sup>

Genau gegenteilig ist die Ausgangssituation, wenn ein der Bezeichnung nach vorrangiges Wertpapier zu derart niedrigen Kursen notiert, dass die nachrangigen Wertpapiere offensichtlich keinen Fundamentalwert mehr haben – und damit auch keine Eigentümerinteressen am Unternehmen mehr verkörpern. In solchen Fällen stellt die niedrig bewertete Anleihe oder Vorzugsaktie praktisch die Position einer Stammaktie dar und sollte aus analytischen Gesichtspunkten auch als solche behandelt werden. Eine Vorzugsaktie, die zum Beispiel zu 10 Cent pro Dollar Nennwert notiert, sollte keinesfalls als Vorzugsaktie, sondern vollständig als Stammaktie betrachtet werden. Einerseits erfüllt sie nicht das Hauptmerkmal eines vorrangigen Wertpapiers – nämlich dass noch in substantiellem Umfang nachrangige existieren. Und andererseits trägt sie alle Gewinnchancen einer Stammaktie, da das Gewinnpotenzial gemessen am gegenwärtigen Kursniveau vom praktischen Standpunkt her unbegrenzt ist.

Die Unterscheidung zwischen Klasse II und III ist genauso unbestimmt wie die zwischen Klasse I und II. Grenzfällen kann man ohne größere Schwierigkeiten begegnen, indem man sich für eine der beiden infrage kommenden Kategorien entscheidet oder beide bemüht. Sollte zum Beispiel eine 7-Prozent-Vorzugsaktie bei einem Kurs von 30

<sup>34</sup> Siehe im Anhang Anmerkung 5 für die Einzelheiten dieses Wertpapiers.



als unterbewertetes erstklassiges Investment betrachtet werden oder als Stammaktien-äquivalent? Die Antwort auf diese Frage hängt teilweise von den Zukunftsaussichten des Unternehmens ab und teilweise von der Einstellung des betrachteten Käufers. Wenn die Annahme gerechtfertigt wäre, dass ein Fundamentalwert existiert, der den Nennwert einer Vorzugsaktie übersteigt, kann man dem Papier durchaus Elemente eines erstklassigen Investments zuordnen. Ob der Käufer das Papier letztlich doch aus der Perspektive einer Stammaktie betrachten wird oder nicht, könnte auch davon abhängen, ob er mit einer möglichen Aufwertung um die angezeigten 250 Prozent zufrieden wäre oder ob er auf noch größere Spekulationsgewinne abzielt.<sup>35</sup>

In der vorstehenden Erörterung sollte die Art und Absicht der Klassifikation klarer herausgearbeitet worden sein. Grundlegend ist nicht die Bezeichnung des Wertpapiers, sondern die praktische Bedeutung der spezifischen Vereinbarungen und der Status des Inhabers. Ebenso liegt das Hauptaugenmerk nicht auf der rechtlichen Position, die der Inhaber beanspruchen kann, sondern auf dem, was er wahrscheinlich erzielen wird oder was er zum Zeitpunkt von Analyse und Kauf berechtigterweise unter den voraussichtlichen Umständen erwarten kann.

---

35 1932 existierten viele dieser Vorzugsaktien – zum Beispiel *Interstate Department Stores Preferred*, die zu einem durchschnittlichen Kurs von 30 in den Jahren 1932 und 1933 gehandelt wurden und schließlich bis auf 107 in den Jahren 1936 und 1937 stiegen. Ähnliche Anmerkungen sind in Bezug auf niedrig bewertete Anleihen zu treffen, wie jene, die in der Tabelle auf S. 386 angegeben sind.



# **TEIL II**

**INVESTITIONEN MIT  
FESTBETRAGANSPRÜCHEN/  
FESTVERZINSLICHE WERTPAPIERE**

## KAPITEL 6

# ZUR AUSWAHL VON INVESTITIONEN MIT FESTBETRAGSANSPRÜCHEN

Im Folgenden wird auf die bereits angedachte Klassifizierung von Wertpapieren nach ihren Eigenschaften anstelle einer Unterscheidung nach ihrer Bezeichnung zurückgegriffen. Dazu sollen nun Prinzipien und Methoden, nach denen eine solche Klassifizierung erfolgen kann, vorgestellt werden. Zur Gruppe der Kapitalmarktinvestitionen mit festen Rückflüssen wurden die folgenden Wertpapiere gezählt:

- Anleihen von Schuldern mit erstklassiger Bonität und Vorzugsaktien solcher Emittenten
- Genussscheine, bei denen die Art des Vorrechts unerheblich für die Bewertung und damit für die Investitionsentscheidung ist
- Stammaktien, die durch zusätzliche Garantien oder Vorzugsrechte eine Position verbrieften, in der dem Inhaber vorrangige Ansprüche eingeräumt werden

DER GRUNDGEDANKE HINTER VORZUGSAKTIE ERSTKLASSIGER EMITTENTEN – Mit der Einordnung mündelsicherer Vorzugsaktien und Anleihen von Schuldern mit erstklassiger Bonität in die gleiche Gruppe soll das dahinterstehende identische Investitionskalkül aufgezeigt werden. Auf beide Typen von Wertpapieren können die gleichen allgemeinen Analysemethoden angewendet werden. Die tatsächlich gegebene rechtliche Nachrangigkeit der Ansprüche aus Vorzugsaktien im direkten Vergleich wird hier nicht weiter beachtet, da letztlich nicht die juristische Rangfolge, sondern die finanzielle Situation

des Unternehmens über die »Bonität« des so oder so verbrieften Zahlungsstromes entscheidet. Diese Auffassung bestätigt sich beispielsweise im Fall der Vorzugsaktien der *National Biscuit Company*. Über nahezu 40 Jahre wurde einer Investition in diese Aktien der gleiche *grundsätzliche Charakter* zugeschrieben wie der einer Investition in erstklassige Anleihen.<sup>36</sup>

IM ALLGEMEINEN KANN ABER NICHT VON EINER ÄQUIVALENZ ZWISCHEN INVESTITIONEN IN VORZUGSAKTIE UND ANLEIHEN GESPROCHEN WERDEN – Darüber hinaus muss eingeräumt werden, dass, gemessen an historischer Entwicklung und Image aller Vorzugsaktien, nur ein kleiner Prozentsatz so charakterisiert wird wie die Vorzugsaktien der *National Biscuit Company*. Daher soll an dieser Stelle nicht von einer *allgemeinen* Äquivalenz zwischen Investitionen in Form von Anleihen oder Vorzugsaktien ausgegangen werden.

Im Gegenteil: In einem späteren Kapitel wird sogar der Versuch unternommen, zu zeigen, dass die Investition in eine *durchschnittliche* Vorzugsaktie einen geringeren Rang einnimmt als eine Investition in eine durchschnittliche Anleihe und darüber hinaus Vorzugsaktien von der Öffentlichkeit zu leichtfertig aufgenommen wurden. Der Mehrheit dieser Emissionen kann keine *über berechtigte Zweifel hinaus* abgesicherte Kontinuität der Dividenden zugesprochen werden. Demnach müssen sie korrekterweise in die Klasse der Investitionen mit variablen Rückflüssen oder als spekulative Investitionen (Gruppe II) eingeordnet werden: Aus der abweichenden Vertragsgestaltung zwischen Anleihen und Vorzugsaktien resultieren tatsächlich große Unterschiede in der Bewertung. Aus diesem Grund muss deutlich zwischen typischen und außergewöhnlichen Vorzugsaktien unterschieden werden. Nur Letztere dürfen als Investitionen mit Festbetragsanspruch angesehen und daher im gleichen Licht wie gute Unternehmensanleihen betrachtet werden. Um Unklarheiten in dieser Diskussion vorzubeugen, weisen wir darauf hin, dass, wenn im Folgenden von »Anleihen« gesprochen wird, regelmäßig alle Wertpapiere gemeint sind, die der Klasse der Investitionen mit Festbetragsanspruch zugeordnet werden.

IST EINE INVESTITION IN ANLEIHEN LOGISCH? – In derjenigen Ausgabe dieses Buches, die 1934 erschien, flossen ernsthafte Überlegungen darüber ein, ob die extremen Schwankungen von Preisen und Produktion der vorangegangenen Jahre nicht die fundamentale Logik, das rationale Kalkül einer Investition in Anleihen erschüttert hätten. War es für einen Investor vorteilhaft, seine Gewinnmöglichkeiten nach oben zu begrenzen und so auf spekulative Gewinne zu verzichten, ohne dabei einen Totalausfall seines Engagements tatsächlich ausschließen zu können? Dabei waren wir uns durchaus der Tatsache bewusst, dass die Periode zwischen 1927 bis 1933 in ihrer völligen Abnormität der ökonomischen Entwicklungen keine solide Grundlage für eine investitionstheoretische wie -praktische

---

36 Siehe im Anhang Anmerkung 6 für Daten, die diese Einschätzung unterstützen.

Betrachtung bietet. Die zwischenzeitliche Entwicklung scheint unsere damalige Überzeugung zu bestätigen, doch existieren weiterhin auch heute Unsicherheiten bei Investitionen in Anleihen, die ihren einstigen Charakterzug, eine vollkommen sichere Anlagealternative zu verbrieften, beeinträchtigen. Die Kombination aus einem historischen Preishoch (1940) in Verbindung mit zwei katastrophalen Preisstürzen in den vorangegangenen 20 Jahren und einem andauernden großen Krieg verleitet nicht gerade zu einer unbeschwerteren Erwartungshaltung.

**KONZEPTIONELLE NACHTEILE VON ANLEIHEN: QUANTIFIZIERTES VERTRAUEN IN SICHERHEIT** – Diese Situation erfordert offensichtlich einen kritischeren und genaueren Blick auf Anleihen als den, der bisher bei Investoren, Emissionshäusern und Autoren von Veröffentlichungen zu diesem Thema üblich war. Es wurde bereits auf die Risiken des mit einer *Anleihe* verbrieften Vertrages hingewiesen, der Sicherheit versichert oder zumindest eine geringere Unsicherheit in Aussicht stellt als eine Investition in Aktien.

Anstelle Anleihen vorrangig anhand der Annahme von Sicherheit wahrzunehmen – wie es lange üblich war –, ist es viel plausibler, davon auszugehen, was nicht im Bereich der Annahmen liegt, sondern Realität ist, nämlich dass *Anleihen* eine Investition mit begrenztem *Gewinn* verbrieften. Im Gegenzug für den Verzicht auf die Teilhabe an zukünftigen Gewinnen erhält der Inhaber von Anleihen einen vorrangigen Anspruch und ein eindeutiges Versprechen auf Zahlung, während dem Inhaber von Vorzugsaktien nur die Vorrangigkeit verbrieft ist ohne das Versprechen. Wobei weder Vorrangigkeit noch Versprechen an sich eine sichere Zahlung darstellen. Die tatsächliche Versicherung erschöpft sich in dem Vermögen des betreffenden Unternehmens, seinen Versprechen nachzukommen, und hängt damit von der finanziellen Situation des Unternehmens, seinem Ruf und seinen Zukunftsaussichten ab. Bei Investitionen in Anleihen kommt es deshalb auf eine gewissenhafte Bestimmung von spezifischen und überzeugenden Indikatoren der Absicherung an, die für den Verzicht auf Teilhabe an den zukünftigen Gewinnen kompensieren.

**AUGENMERK AUF DIE VERMEIDUNG VON VERLUSTEN** – An die vorgetragene Wahrnehmung von Anleihen als Kapitalüberlassung mit – in erster Linie – begrenzten Gewinnmöglichkeiten schließt sich ein weiterer wichtiger Punkt der Beurteilung von Investitionen in Anleihen an. Da das Hauptaugenmerk auf die Vermeidung von Verlusten gelegt werden sollte, hat das Vorgehen bei Investitionen in Anleihen die Gestalt einer Negativauslese. Es ist eher ein Prozess aus Ablehnung und Ausschluss als aus Suche und Akzeptanz. In diesem Zusammenhang zeigt sich der fundamentale Unterschied zum Vorgehen bei Aktieninvestitionen. Ein potenzieller Aktieninvestor ist in mehr oder weniger ausgeglichenermaßen davon getrieben, Verluste zu vermeiden und Gewinne zu erzielen. Der aus der fälschlichen Ablehnung eines bestimmten Wertpapiers resultierende Nachteil kann

durchaus als so groß angenommen werden wie derjenige Nachteil, der aus einer fälschlichen Akzeptanz eines bestimmten Wertpapiers resultiert. Im Unterschied dazu können bei der Investition in Anleihen beliebig viele gute Anleihen ausgeschlossen werden, ohne dass dabei tatsächlich ein Nachteil resultiert, vorausgesetzt, es wurde nicht auch eine Anleihe mit niedriger Bonität gekauft. Allgemein ausgedrückt bedarf es bei Investitionen mit Festbetragsansprüchen einer besonderen Genauigkeit und fast übertrieben wirkender Pedanterie. Die folgende von Walter Bagehot an Banker gerichtete Botschaft bringt eben diese bei Investitionen in Anleihen gebotene Einstellung ebenfalls zum Ausdruck. »Falls irgendwelche Schwierigkeiten mit oder Zweifel an einem Wertpapier auftauchen, sollte man diese Position abbauen.«<sup>37</sup>

VIER PRINZIPIEN FÜR DIE AUSWAHLENTSCHEIDUNG BEI INVESTITIONEN MIT FESTBETRAGSANSPRUCH – Nachdem mit diesen Ausführungen die allgemeine Herangehensweise an das vorstehende Problem geliefert wurde, soll die Formulierung der folgenden vier Prinzipien einen spezifischeren Ansatz bei der Untersuchung konkreter Investitionsmöglichkeiten liefern:

- Sicherheit wird nicht in Form von Pfandrechten oder anderen vertraglichen Rechten gemessen, sondern über die Fähigkeit des Emittenten, seinen Zahlungsverpflichtungen zu gegebener Zeit nachzukommen.<sup>38</sup>
- Diese Fähigkeit sollte eher vor dem unterstellten Hintergrund einer konjunkturellen Depression als vor dem einer wirtschaftlichen Boomphase beurteilt werden.
- Mangelnde Sicherheit kann nicht durch eine außergewöhnlich hohe Kuponrate (Verzinsung) kompensiert werden.
- Alle Investitionen in Anleihen sollten das Ergebnis von Ausschlussentscheidungen und quantitativen Tests darstellen.

Wendet man diese vier Prinzipien auf die Auswahlentscheidung bei Anleiheninvestitionen an, führt dies zu signifikanten methodischen Unterschieden im Vergleich zur tradierten Vorgehensweise. In der Überwindung alter Konzepte stellt diese Abhandlung aber keine völlige Neuheit, sondern eher eine Rückbesinnung auf solche Konzepte dar, die sich unter erfahrenen und intelligenten Investoren immer bewährt haben. Die anschließende Diskussion beschäftigt sich mit den neueren Aspekten und ihrer Plausibilität.<sup>39</sup>

---

37 Lombard Street, S. 245, New York, 1892

38 Diese allgemeine Regel ist auf die Mehrheit von Anleihen aus der Klasse der Investitionen mit Festbetragsanspruch anwendbar, dabei aber von einigen Ausnahmen betroffen, die später diskutiert werden.

39 Diese Aspekte sind auch im Jahre 1940 weder so neu noch besonders, als sie es bereits im Jahre 1934 waren, zweifelhaft ist indes, inwiefern sie bereits standardmäßig berücksichtigt werden.