Benjamin Graham



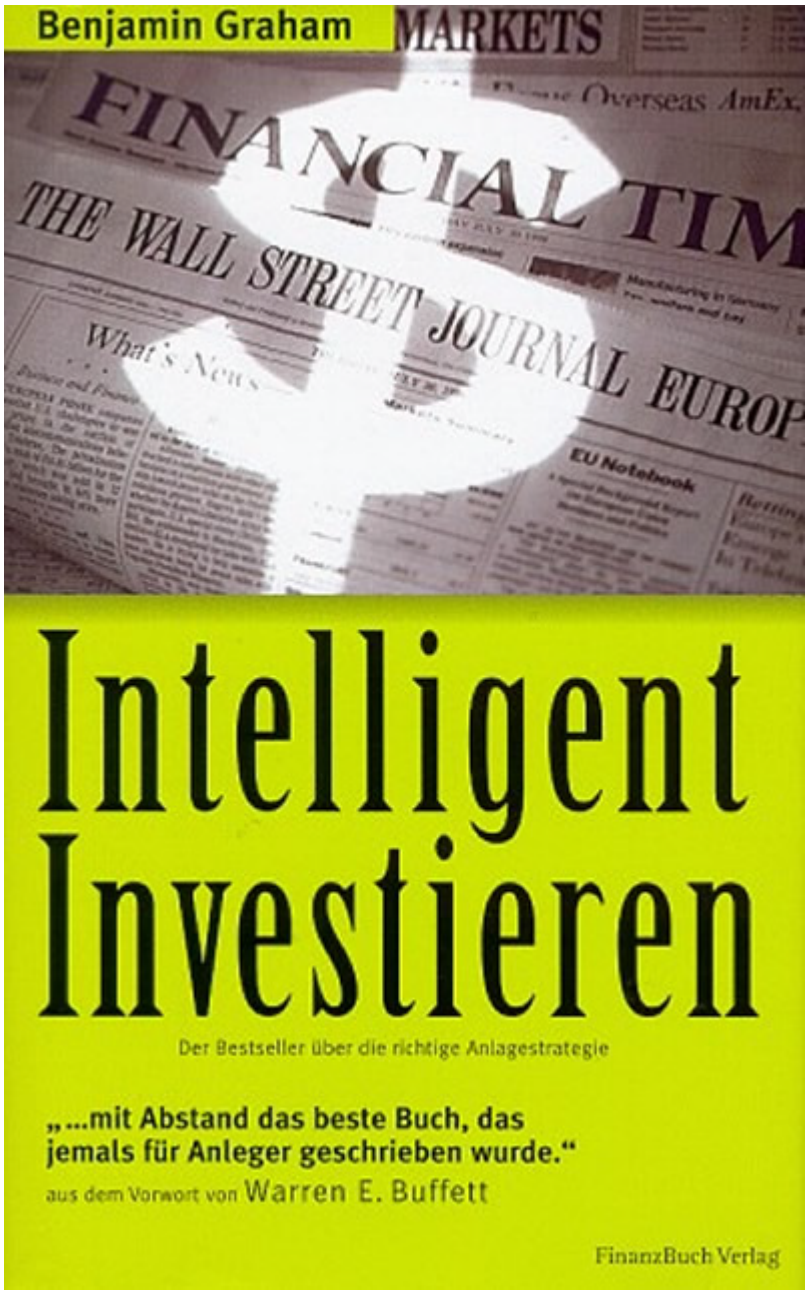
Intelligent Investieren

Der Bestseller über die richtige Anlagestrategie

„...mit Abstand das beste Buch, das jemals für Anleger geschrieben wurde."

aus dem Vorwort von Warren E. Buffett

FinanzBuch Verlag



Benjamin Graham

I N T E L L I G E N T I N V E S T I E R E N

Benjamin Graham

I N T E L L I G E N T

I N V E S T I E R E N

Mit einem Vorwort von

Warren E. Buffett

FinanzBuch Verlag, München

Titel der Originalausgabe: The Intelligent Investor Published by Harper Business

Alle Rechte vorbehalten

4. Auflage, 1973, Harper Business, A Division of HarperCollins Publishers ISBN der Originalausgabe 0-06-015547-7

Copyright-Hinweis

Die vollständige oder teilweise Reproduktion des vorliegenden Buches und seines Inhalts durch Fotokopien, Faxübermittlung, Scanning und andere Verfahren stellt eine Verletzung des bundesstaatlichen Copyright-Gesetzes dar.

Der Copyright Act (US-Copyright-Gesetz) sieht bei Verstößen gegen das Copyright-Recht Strafen von bis zu $ 100.000 für jede Zuwiderhandlung vor.

Hinweise auf unzulässige Vervielfältigungen werden dankend entgegenge-nommen.

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

© 1998 by FinanzBuch Verlag, München

Satz: Verlagsservice G. Pfeifer / EDV-Fotosatz Huber, Germering
Druck: Jos. C. Huber KG., Dießen

Umschlaggestaltung: Markus Jürgens

Gesamtbearbeitung: Michael Volk, München FinanzBuch Verlag,

Candidplatz 13, 81543 München

Tel. 0 89/65 20 48, Fax 0 89/65 20 96

Internet: http://www.finanzverlag.com

Intelligent investieren

FinanzBuch Classic

ISBN 3-932114-07-8

Inhaltsverzeichnis

Vorwort von Warren E. Buffet.....

7

Einführung .....

10

1. Anleger und Spekulant 25

2. Der Anleger und die Inflation 41

3 . 100 Jahre Börsengeschichte 51

4. Allgemeine Portefeuille-Strategie:

Der defensive Anleger 59

5. Der konservative Anleger und Aktien 71

6. Die Depotstrategie für den aggressiven

Anleger: Worauf er achten und welche

Erwerbsstrategien er vermeiden sollte 83

7. Anlagepolitik des aggressiven Anlegers:

Welche Engagements er eingehen kann 91

8. Der Anleger und Kursschwankungen..... 113

9. Der Erwerb von Investmentfonds 137

10. Der Anleger und seine Berater 153

11 . Wertpapieranalyse für den Laien..... 165

12. Was man über den Gewinn pro Aktie

wissen sollte 185

13. Ein Vergleich zwischen vier börsennotierten

Gesellschaften..... 195

14. Aktien für den konservativen Anleger 205

15. Aktien für den aggressiven Anleger 223

16. Wandelanleihen und Optionsscheine 243

17. Vier extrem lehrreiche Fallstudien..... 257

18. Vergleich von acht verschiedenen

„Aktienpaaren“ 273

19. Aktionäre und Management:

Die Dividendenpolitik..... 295

20. „Sicherheitsmarge“ als zentrales

Anlagekonzept 307

Vorwort von Warren E. Buffett

Ich las die erste Ausgabe dieses Buches im Jahre 1950, als ich gerade neunzehn Jahre alt war. Damals dachte ich, es sei mit Abstand das beste Buch, das jemals über Investitionen geschrieben wurde. An meiner Auffassung hat sich bis heute nichts geändert.

Um ein Leben lang erfolgreich investieren zu können, braucht man keinen stratosphärischen IQ oder unnütze Geschäftseinblicke oder Insiderinformationen. Was man braucht, ist ein solider intellektueller Rahmen, um Entscheidungen treffen zu können, sowie die Fähigkeit, Emotionen davon abzuhalten, diesen Rahmen zu durchlöchern. Dieses Buch steckt diesen Rahmen präzise und deutlich ab. Ihre Aufgabe ist es, Ihre Emotionen unter Kontrolle zu halten.

Wenn Sie die Verhaltens- und Geschäftsprinzipien befolgen, die Graham empfiehlt – und wenn Sie insbesondere die unschätzbar wertvollen Ratschläge in den Kapiteln 8 und 20

beherzigen –, wird der Erfolg ihrer Investitionen nicht aus-bleiben. Darin liegt mehr Erfolg als Sie es sich vorstellen mögen. Ob Sie dann außergewöhnliche Ergebnisse erzielen werden, hängt von der geistigen Anstrengung ab, die Sie bei Ihren Investitionen an den Tag legen, aber auch von den Ausschlägen der Börsen, die während ihrer Investitionslauf-bahn eintreten. Je verrückter sich der Markt verhält, desto größer ist die Chance für einen professionellen Investor.

Befolgen Sie Grahams Ratschläge, dann werden Sie von ver-

rückten Kursschwankungen eher profitieren als von ihnen getroffen zu sein.

Für mich war Ben Graham weitaus mehr als ein Autor oder ein Lehrer. Mehr als jeder andere Mann, mit Ausnahme meines Vaters, hat er mein Leben beeinflußt. Kurz nach seinem Tod im Jahre 1976 schrieb ich den folgenden kurzen Nachruf im Financial Analysts Journal. Bei der Lektüre dieses Buches werden Sie, davon bin ich überzeugt, einige der positiven Eigenschaf-ten begreifen, die ich in diesem Beitrag erwähnt habe.

BENJAMIN GRAHAM

1894–1976

Vor einigen Jahren sprach Ben Graham, damals bereits knapp achtzig Jahre alt, gegenüber einem Freund den Gedanken aus, er hoffe jeden Tag „etwas Törichtes, etwas Kreatives und etwas Großzügiges“ zu tun.

Die Einbeziehung des ersten, verrückt anmutenden Zieles spiegelt sein Talent wider, Gedanken in eine Form zu bringen, die ohne jeden moralisierenden oder dünkelhaften Unterton auskam. Obwohl seine Gedanken kräftig waren, wurden sie stets in sanftem Ton vorgetragen.

Die Leser dieser Zeitschrift bedürfen keiner Aufzählung seiner Leistungen, gemessen an seinem Kreativitätsstandard. Es kommt selten vor, daß der Begründer einer Diszi-plin innerhalb kurzer Zeit vom Werk seiner Nachfolger in den Schatten gestellt wird. Vierzig Jahre nach der Veröffentlichung desjenigen Buches, welches in eine ungeordnete und verwirrte Tätigkeit Struktur und Logik brachte, sind mögliche Kandidaten schwerlich vorstellbar, die im Bereich der Wertpapieranalyse auch nur einen zweiten Rang einnehmen könnten. In einem Gebiet, in dem vieles von dem, was veröffentlicht wurde, innerhalb von Wochen oder Monaten töricht erscheint. Bens Grundsätze blieben gültig, ihr Wert wurde **Vorwort**

oft noch erhöht und besser verstanden in der Schwäche finanzieller Stürme, welche nicht so solide intellektuelle Gebäude zunichte machten. Sein Rat der Solidität brachte unfehlbare Verdienste für seine Nachfolger – sogar für solche, deren natürliche Begabung unter der von gewiefteren Praktikern lag, die dadurch ins Stolpern kamen, daß sie brillante oder modische Ratschläge befolgten.

Ein bemerkenswerter Aspekt von Bens unerreichter Position in seinem Berufsfeld war, daß er diese ohne die Enge der geistigen Arbeit erzielte, die alle Bemühungen an einem einzigen Ende zusammenführt. Sie war eher ein zufälliges Nebenprodukt eines Intellekts, dessen Weite beinahe jede Beschreibung sprengt. Mit Bestimmtheit kann ich sagen, nie jemandem mit einem vergleichbar großen Geist begegnet zu sein. Ein buchstäblich vollständiges Erinnerungsvermögen, eine unerschöpfliche Begeisterung für alles Neue und eine Fähigkeit, es in einer Form zur Anwendung zu bringen, die mit den gestellten Problemen scheinbar nichts zu tun hatte, machte die Begegnung mit seinen Gedanken in jedem Bereich zu einem Vergnügen.

Am allermeisten Erfolg hatte er jedoch hinsichtlich des dritten Imperativs – Großzügigkeit. Ich habe Ben als meinen Lehrer, meinen Arbeitgeber und meinen Freund kennenge-lernt. In allen Beziehungen – und das gilt für alle seine Stu-denten, Mitarbeiter und Freunde – war eine absolut offene, grenzenlose Großzügigkeit der Gedanken, von Zeit und Geist. Falls Bedarf an klaren Gedanken bestand, gab es keine bessere Anlaufstelle. Und falls Ermunterung oder Rat gefordert waren, war Ben zur Stelle.

Walter Lippmann sprach einmal von solchen Menschen, die Bäume pflanzen, und solchen, die darunter sitzen werden. Ben Graham gehörte zur ersteren Gruppe.

Nachdruck aus dem Financial Analysis Journal, November/Dezember 1976.

Einführung

Was dieses Buch leisten möchte

Der Zweck díeses Buches ist es, in einer für Laien verständli-chen Form Hilfestellungen in der Auswahl und Anwendung einer Investitionspolitik zu geben. Vergleichsweise wenig wird hier über die Technik gesagt werden, wie man Wertpapiere auswertet; das Hauptaugenmerk soll auf Investitions-prinzipien und dem Verhalten des Investierenden lasten. Wir werden jedoch eine gewisse Anzahl von Vergleichen besonderer Wertpapiere, die Seite an Seite auf dem Kurszettel der New Yorker Börse erscheinen, vornehmen, um konkret die wichtigen Elemente vorzuführen, die mit der Auswahl von gewöhnlichen Stammaktien verbunden sind.

Breiteren Raum werden dagegen die historischen Grundla-gen der Finanzmärkte einnehmen, manchmal mehrere Jahrzehnte zurückreichend. Um intelligent in Wertpapiere zu investieren, sollte man mit einem adäquaten Wissen ausgerü-

erstellt von ciando

stet sein, wie sich die unterschiedlichen Arten von Bonds und Aktien unter wandelnden Bedingungen verhielten – von denen man einigen vermutlich in seiner eigenen Erfahrung wieder begegnen wird. Keine Aussage ist für die Wall Street zutreffender und besser anwendbar als die berühmte Warnung von Santayana: „Wer sich der Vergangenheit nicht erinnert, ist dazu verdammt, sie abermals zu durchleben.“

Einführung

Unser Text wendet sich an Investoren – im Unterschied zu Spekulanten –, und unsere erste Aufgabe wird darin bestehen, diese vollkommen vergessene Unterscheidung zu präzisieren und hervorzuheben. Wir sollten bereits am Anfang klarstel-len, daß dieses kein Buch der Art „Wie ich Millionär werde“

ist. Es gibt keine sicheren und leichten Pfade zu Reichtümern an der Wall Street oder irgendwo sonst. Es dürfte angebracht sein, das soeben Gesagte mit etwas Finanzgeschichte zu untermalen – zumal es mehr als eine Lektion gibt, die man daraus ziehen kann. Im dramatischen Jahr 1929 pries John J.

Raskob, der auf nationaler Ebene wie auch an der Wall Street eine gewichtige Rolle spielte, die Segnungen des Kapitalis-mus in einem Artikel im Ladies' Home Journal mit der Über-schrift „Jeder sollte reich sein". Seine These war, daß Ersparnisse von nur $ 15 pro Monat, die in gute Aktien investiert würden – und unter Reinvestition der Dividenden –, innerhalb von 20 Jahren ein Vermögen von $ 80 000 bei einer Einlage von nur $ 3 600 erbringen würden. Wenn der Magnat von General Motors recht hatte, war dies in der Tat ein einfacher Weg, um reich zu werden. Wie annähernd recht hatte er?

Unsere grobe Berechnung, die auf angenommenen Investitionen in die 30 Industriewerte fußt, welche den Dow Jones Industrial Average (DJIA) ausmachen, kommt zu dem Ergebnis, daß, hätte man Raskobs Anleitung in den Jahren 1929–1941 befolgt, der Bestand des Investors zu Jahresanfang 1949 etwa $ 8 500 wert gewesen wäre. Meilen liegen zwischen diesem Betrag und den Versprechungen des großen Mannes in Höhe von $ 80 000, und daran läßt sich zeigen, wie unzu-verlässig solche optimistischen Vorhersagen und Versicherungen sind. Nebenbei sollten wir jedoch betonen, daß der Gewinn der zwanzigjährigen Operation mehr als 8 % jährlich betragen würde – und das ungeachtet dessen, daß der Investor seine Einkäufe bei einem DJIA von 300 Punkten angefangen und bei einer Bewertung von 177 Punkten beim Endstand 12 **Einführung**

1948 abgeschlossen hätte. Dieses Ergebnis mag als überzeugendes Argument für das Prinzip regelmäßiger Monatsein-käufe ungeachtet der äußeren Bedingungen angesehen werden; für ein Programm also, das als „Dollar-Cost-Averaging"

bekannt ist.

Da unser Buch sich nicht an Spekulanten wendet, ist es nicht für diejenigen gedacht, die an der Wertpapierbörse Trading betreiben. Die meisten dieser Leute werden von Ranglisten oder anderen überwiegend mechanischen Festle-gungskriterien bestimmt, welches der richtige Moment zum Einkaufen oder Verkaufen ist. Ein Prinzip, das für beinahe alle dieser sogenannten „technischen Herangehensweisen“

gilt, lautet, daß man kaufen sollte, weil ein Aktienkurs nach oben gegangen ist, und verkaufen sollte, weil er gesunken ist. Das ist das genaue Gegenteil von solidem Geschäftssinn überall sonst, und es ist äußerst unwahrscheinlich, daß es zu dauerhaftem Erfolg an der Wall Street führen kann. In unserer eigenen Wertpapiermarkt-Erfahrung und -Beobachtung, die sich über 50 Jahre erstreckt, ist uns kein einziger Mensch bekannt geworden, der lediglich durch das „Befolgen des Marktes“ auf anhaltende Weise zu Geld gekommen wäre.

Wir gehen so weit, diese Taktik als ebenso trügerisch zu bezeichnen, wie sie populär ist. Wir werden an späterer Stelle das soeben Gesagte belegen – aber natürlich sollte dies nicht als Beweis genommen werden –, wenn es um eine kurze Auseinandersetzung mit der berühmten Dow-Theorie des Handelns an der Wertpapierbörse geht.

Seit der ersten Veröffentlichung des Intelligenten Investors im Jahre 1949 sind im Abstand von annähernd fünf Jahren aktualisierte Neuauflagen erschienen. Bei der Überarbeitung der letzten Ausgabe von 1965 haben wir es mit einer Reihe neuer Entwicklungen zu tun. Zu diesen gehören: 1. ein beispielloser Anstieg der Zinssätze bei Bonds von Emittenten erster Bonität.

2. ein Kursrückgang von etwa 35 Prozent bei führenden Stammaktien bis Ende Mai 1970. Das war der höchste pro-zentuale

Rückgang in den letzten 30 Jahren (zahlreiche Aktien von schlechterer Qualität waren noch stärkeren Rückschlägen unterworfen).

3. eine andauernde Inflation von Großhandels- und Verbraucherpreisen, die sogar angesichts eines allgemeinen Geschäftsrückgangs 1970 anhielt.

4. die rapide Entwicklung von „Konglomeratbetrieben“, Franchise-Operationen und anderen relativ neuen Geschäfts- und Finanzpraktiken (diese beinhalten eine Anzahl subtiler Benennungen wie „Letter Stock“, die starke Vermehrung von Wertpapieroptionsgaranten, irre-führende Namen, die Zusammenarbeit mit ausländischen Banken und mehr Aktienoptionsscheine).

5. der Bankrott unserer größten Eisenbahngesellschaft, außergewöhnliche kurz- und langfristige Schulden mehrerer früher fest verwurzelter Betriebe und sogar ein störendes Solvenzproblem bei Häusern, die an der Wall Street vertreten sind.

6. das Aufkommen der „Leistungswelle“ im Management von Investment Fonds, auch bei einigen bankengeleiteten Trust Fonds, mit beunruhigenden Ergebnissen.

Diese Phänomene werden wir genau berücksichtigen, und einige werden Änderungen in den Schlußfolgerungen und Ratschlägen im Vergleich zur letzten Ausgabe erforderlich machen. Die grundlegenden Prinzipien solider Investitionen dürften sich von Jahrzehnt zu Jahrzehnt nicht verändern, aber die Anwendung dieser Prinzipien muß den deutlichen Veränderungen in den finanziellen Mechanismen und im Klima angepaßt werden.

Die letzte Aussage wurde während der Abfassung der vorliegenden Ausgabe getestet, deren erster Entwurf im Januar 14 **Einführung**

1971 beendet wurde. Zu dieser Zeit war der DJIA in einer starken Erholungsphase von seinem 1970-Tiefstand bei 632

Punkten und näherte sich einem 1971-Hochstand von 951

Punkten an, der von allgemeiner Zuversicht begleitet wurde.

Als die letzte Fassung im November 1971 abgeschlossen wurde, ging der Markt einem neuen Tief entgegen, das den Index auf 797 Punkte drückte und allgemeine Verunsiche-rung über seine Zukunft auslöste. Diese Fluktuationen haben unsere allgemeine Haltung zur Investitionspolitik nicht erschüttern können, deren große Linien seit der ersten Ausgabe dieses Buches 1949 unverändert geblieben sind.

Die Schrumpfungsprozesse auf dem Markt in den Jahren 1969-1970 sollten dazu dienen, eine Illusion aus der Welt zu räumen, die sich während der letzten beiden Jahrzehnte eingebürgert hatte. Man hatte nämlich geglaubt, man solle die führenden Werte zu jeder Zeit und zu jedem Preis kaufen; damit würde man letztendlich nicht nur Gewinn erzielen, sondern jeder Kursverlust würde schnell durch einen neuen Aufschwung des Marktes wettgemacht. Das war zu schön, um wahr zu sein. Zu guter Letzt ist der Wertpapiermarkt

„zur Normalität zurückgekehrt“, und zwar in dem Sinne, daß sich sowohl Spekulanten als auch Wertpapierinvestoren auf deutliche und langwierige Kursstürze und Wertsteige-rungen ihrer Bestände einstellen müssen.

Im Bereich vieler zweit- und drittrangiger Wertpapiere, vor allem kürzlich gestrandeter Unternehmen, war der Einbruch durch den letzten Markteinbruch katastrophal. Das war an sich nichts Neues und war in ähnlichem Maße auch 1961–62 passiert, aber das Neue lag darin, daß manche der Investment Fonds ein starkes Engagement in hochspekulative und offensichtlich überbewertete Aktien dieser Art getätigt hatten. Es sieht so aus, als müßte nicht nur der Anfänger gewarnt werden, daß Enthusiasmus, der für die Vollbringung großer Leistungen in anderen Bereichen nötig

sein mag, an der Wall Street unvermeidlich zum Desaster führt.

Die Hauptfrage, mit der wir uns zu befassen haben werden, erwächst aus dem riesigen Anstieg der Zinsen auf hoch-qualitative Werte. Seit Ende 1967 konnte der Investor zweimal so viel Einkommen aus solchen Werten erzielen, als er es von den Dividenden aus repräsentativen Stammaktien konnte. Anfang 1972 betrug das Einkommen aus erstklassigen Bonds 7,19 Prozent gegenüber nur 2,76 Prozent aus Industriewerten. (Die Vergleichsziffern für das Jahr 1964 lauten 4,40 und 2,92 Prozent.) Es ist kaum vorstellbar, daß bei der Erstfassung dieses Buches 1949 die Dinge noch beinahe umgekehrt lagen: Die Bonds brachten nur 2,66 Prozent und die Wertpapiere 6,82 Prozent. In vorausgegangenen Ausgaben haben wir durchgängig für den konservativen Investor gefordert, daß mindestens 25 Prozent des Portfolios in Stammaktien angelegt werden sollten, und wir haben gewöhnlich einer 50:50-Aufteilung zwischen beiden das Wort geredet. Jetzt müssen wir überlegen, ob der gegenwärtige große Vorteil von Bonderträgen gegenüber Aktienerträ-

gen eine ganz bondgestützte Investitionspolitik begünstigen könnte, ehe eine ausgewogenere Beziehung wieder zurück-kehrt, wovon wir ausgehen. Natürlich wird die Dauer der Inflation von großer Wichtigkeit für unsere Entscheidung sein. Ein Kapitel wird diese Frage aufgreifen und vertiefen.

In der Vergangenheit haben wir eine grundsätzliche Unterscheidung zwischen zwei Typen von Investoren getroffen, an die sich das Buch wandte – den „defensiven“

und den „zupackenden“. Der defensive oder passive Investor ist darauf bedacht, schwerwiegende Fehler oder Verluste zu vermeiden. Sein zweites Ziel ist das Fernhalten von Anstrengung, Ärger und der Notwendigkeit, Entscheidungen treffen zu müssen. Der bestimmende Zug des zupackenden oder auch aktiven oder aggressiven Investors ist sein

Wille, Zeit und Sorgfalt auf die Auswahl der Wertpapiere zu verwenden, die stabil und attraktiver als der Durchschnitt sind. Viele Jahrzehnte lang konnte ein zupackender Investor dieser Art aufgrund seiner besonderen Fähigkeiten und Mühen eines guten Gewinns sicher sein, der durchschnittlich über dem des passiven Investors lag. Wir haben so unsere Zweifel, ob unter den heutigen Bedingungen der aktive Investor von einem automatisch höheren Extragewinn ausgehen kann. Aber das nächste Jahr oder die folgenden Jahre mögen bereits wieder total unterschiedlich sein. Demnach sollten wir auch weiterhin den Möglichkeiten zupackenden Investierens unsere Aufmerksamkeit widmen, wie sie in früheren Zeiten existierten und auch möglicherweise wie-derkehren werden.

Lange Zeit war die Meinung vorherrschend, die Kunst erfolgreichen Investierens läge in der Auswahl derjenigen Branchen, welche die größten Wachstumsaussichten für die Zukunft bieten, um dann innerhalb dieser Industriezweige die vielversprechendsten Unternehmen herauszufinden. So fanden kluge Investoren – oder ihre klugen Berater – vor langer Zeit die großen Wachstumsmöglichkeiten der Computerindustrie insgesamt und von International Business Machines (IBM) im besonderen heraus. Und ähnlich verhielt es sich bei einer Anzahl von wachsenden Industrien und Unternehmen. Aber das ist nicht so leicht, wie es rückschau-end immer aussieht. Um diesen Punkt eingangs zu erläutern, fügen wir hier einen Absatz ein, den wir zum ersten Mal in der Ausgabe von 1949 verwendeten:

„Ein solcher Investor kann zum Beispiel ein Käufer von Lufttransportaktien sein, weil er glaubt, daß ihre Zukunft sogar noch glänzender ist, als der Markt dies bereits erkennen läßt. Für diese Art von Investor wird der Wert unseres Buches mehr in seinen Warnungen vor den Fallen liegen, die mit dieser am meisten begünstigten Investitionstechnik ver-Einführung

bunden sind, als in einer positiven Technik, die ihm auf seinem Weg helfen wird.“

Die Fallen haben sich in der von uns genannten Branche als besonders gefährlich erwiesen. Natürlich war es leicht vorherzusagen, daß der Lufttransport über die Jahre in spektakulärer Weise ansteigen würde. Daher wurden solche Aktien zu einer beliebten Wahl der Investmentfonds. Aber trotz der Ausdehnung des Gewinns – die sogar schneller war als in der Computerindustrie – zeichnete eine Verbindung von technologischen Schwierigkeiten und Überexpansion für Fluktuation und sogar verheerende Gewinnstatistiken verantwortlich. Im Jahr 1970 bescherten die Fluggesellschaften ihren Aktionären einen Verlust von etwa $ 200 Millionen, trotz eines erneuten Hochs in den Flugstatistiken (Verluste hatte es auch 1945 und 1961 gegeben). Die Wertpapiere dieser Unternehmen zeigten 1969–70 wieder einmal einen stärkeren Rückgang als der allgemeine Markt. Der Bericht zeigt, daß sogar die hochbezahlten Vollzeitexperten der Fonds völlig falsch lagen, was die ziemlich kurzfristige Zukunft einer bedeutenden und sehr handfesten Industrie anbelangt.

Während andererseits die Investmentfonds substanzielle Investitionen und substanzielle Gewinne mit IBM hatten, hinderte sie die Verbindung von offenkundig hohem Preis und der Ungewißheit hinsichtlich der Wachstumsrate daran, mehr als 3 Prozent ihrer Fonds in diesen Erfolgsträger zu investieren. Der Erfolg dieser exzellenten Auswahl war zudem für das Gesamtergebnis keineswegs ausschlaggebend. Des weiteren scheinen sich viele – wenn nicht die meisten – ihrer Investitionen in andere Unternehmen der Computerbranche als IBM als unprofitabel erwiesen zu haben. Aus diesen beiden breiten Beispielen ziehen wir für unsere Leser zwei Lehren: 1. Offensichtliche Wachstumsaussichten in einem Geschäftszweig übetragen sich nicht automatisch in Gewinne für die Investoren.

2. Die Experten haben keine Patentrezepte für die Auswahl und Konzentration auf die vielversprechendsten Gesellschaften in den vielversprechendsten Industriezweigen.

In seiner finanziellen Karriere als Fondsmanager hat der Verfasser diese Herangehensweise nicht befolgt, und er kann denen, die sie ausprobieren möchten, weder besondere Ratschläge noch viel Ermunterung zukommen lassen.

Was wird dann die Absicht dieses Buches sein? Unser Hauptziel wird es sein, den Leser auf die Gebiete möglicher grober Irrtümer zu stoßen und Verhaltensregeln zu entwickeln, mit denen er gut leben kann. Wir werden etwas zur Psychologie des Investors sagen, da sein größtes Problem –

und sogar sein größter Feind – er selbst sein kann. („Der Fehler, werter Leser, liegt nicht an uns – und auch nicht in ihren Wertpapieren – aber in uns selbst...“) Wie wahr das ist, hat sich über die letzten Jahrzehnte immer mehr gezeigt, da es für konservative Investoren nötiger geworden ist, Stammaktien zu erwerben und sich damit nolens volens der Aufregung und den Verführungen des Werpapiermarktes auszusetzen.

Anhand von Argumenten, Beispielen und Warnungen hoffen wir unseren Lesern zu helfen, eigene geistige und emotionale Verhaltensformen gegenüber ihren Investitionsentscheidun-gen zu entwickeln. Wir haben sehen können, daß viel mehr Geld von „gewöhnlichen Menschen“ verdient und behalten wurde, die das richtige Temperament für den Investitionspro-zeß besaßen als von solchen, denen diese Qualität fehlte, obwohl sie ein außergewöhnliches Wissen über Finanzen, Buchhaltung und die Regeln des Wertpapiermarktes besaßen.

Zusätzlich hoffen wir, dem Leser eine Tendenz zum Messen oder Quantifizieren zu vermitteln. Für 99 von 100 Aktien könnten wir sagen, daß sie zu einem gewissen Preis günstig genug sind, um einzukaufen, und sie zu einem anderen Preis **Einführung**

so teuer sind, daß sie verkauft werden sollten. Die Gewohn-heit, das, was bezahlt wird, zu dem in Vergleich zu setzen, was geboten

wird, ist ein unschätzbar wichtiger Zug im Investitionsgeschäft. In einem vor ein paar Jahren in einer Frauenzeitschrift erschienen Artikel haben wir die Leserin-nen dazu ermuntert, Wertpapiere so zu kaufen, wie sie Lebensmittel einkaufen, nicht wie Parfüm. Die wirklich ent-setzlichen Verluste der letzten Jahre (und vieler ähnlicher Ereignisse zuvor) kamen aus jenen Wertpapiergeschäften, wo der Käufer vergaß zu fragen: „Wieviel?“

Im Juni 1970 könnte die Frage „Wieviel?“ mit der magischen Zahl 9,4 Prozent beantwortet werden, dem Ertrag, der mit neuen Angeboten von erstklassigen Anleihen erzielt werden konnte. Diese Zahl ist jetzt auf 7,3 Prozent gefallen, aber auch dieser Gewinn verleitet uns zu der Frage: „Warum sollte ich eine andere Antwort geben?“ Aber es gibt andere mögliche Antworten, und diese müssen sorgsam in Betracht gezogen werden. Nebenbei gesagt müssen wir – Autor wie Leser –, wie oben bereits ausgeführt, darauf gefaßt sein, daß möglicherweise 1973–1977 ganz andere Bedingungen herrschen werden.

Wir werden daher ein recht detailliertes Programm für Wertpapierinvestitionen vorlegen, das zum Teil für beide Typen von Investoren gedacht ist und zum Teil nur für den zupackenden Typ. Erstaunlicherweise werden wir als eine unserer Hauptempfehlungen unseren Lesern den Rat geben, sich auf Aktien zu beschränken, die nicht weit über ihrem Buchwert verkauft werden. Der Grund für diesen scheinbar überholten Rat ist zum einen praktischer, zum anderen psychologischer Natur. Die Erfahrung hat uns gezeigt, daß der Käufer solcher Aktien wegen der zu hohen Zahl von wachsenden Unternehmen, die ein mehrfaches ihres Aktivvermö-

gens wert sind, zu sehr von den Launen und Fluktuationen des Wertpapiermarktes abhängig wird. Im Gegensatz dazu 20

kann ein Aktieninvestor, der zum Beispiel Anteile an Unternehmen der Versorgungsbetriebe erworben hat, sich stets als Teilhaber eines soliden und expandierenden Geschäfts fühlen – unabhängig davon, was der Wertpapiermarkt Gegenteiliges aussagen mag. Das

Endergebnis einer solchen konservativen Investitionspolitik ist erfolgversprechender als aufregende Abenteuer in den glitzernden und gefährlichen Felder erhofften Wachstums.

Die Kunst des Investierens hat eine Eigenschaft, die nicht allgemein geschätzt ist. Eine lobenswertes, aber unspektakuläres Ergebnis kann von einem Laieninvestor mit einem Minimum an Aufwand und Fachkenntnis erzielt werden; um aber diesen leicht erreichbaren Standard zu verbessern, bedarf es viel praktischer Erfahrung und mehr als nur eine Spur von Weisheit. Wenn Sie wirklich versuchen, nur ein wenig Extrawissen und Klugheit in ihrem Investitionsprogramm zum Einsatz zu bringen, um etwas bessere als normale Ergebnisse zu erreichen, werden Sie möglicherweise herausfinden, daß Sie schon schlechtere Entscheidungen getroffen haben.

Denn könnte jeder die Leistung des Marktdurchschnitts erreichen, indem er lediglich eine repräsentative Liste einkauft und hält, und so sähe es nach einer vergleichsweise einfachen Angelegenheit aus, den „Durchschnitt zu schlagen“. Es ist aber nun einmal so, daß der Anteil von klugen Köpfen, die dieses versuchen und Schiffbruch erleiden, erstaunlich groß ist. Auch die meisten Investment Fonds mit allen ihren erfahrenen Mitarbeitern haben im Laufe der Jahre nicht so viel Erfolg gehabt wie der allgemeine Markt. Mit dem Vorstehenden verbunden ist der Bericht der veröffentlichten Wertpapiermarktvorhersagen der Broker-Häuser, denn es gibt starke Anzeichen dafür, daß ihre berechneten Vorhersagen sogar weniger verläßlich waren als das Werfen einer Münze.

Als wir dieses Buch verfaßten, versuchten wir diese Hauptschwierigkeit des Investierens im Hinterkopf zu behalten. Die Vorzüge einer einfachen Portfolio-Politik wurden dargelegt – der Erwerb von erstklassigen Bonds und einer Vielzahl von führenden Aktien. Jeder Anleger kann sie mit Hilfe von etwas fachlichem Rat zur Anwendung bringen. Das Abenteuer jenseits dieses sicheren

und soliden Grunds wurde für riskant und mit wechselnden Gefahren verbunden erklärt, vor allem auf dem Gebiet des Tempera-ments. Ehe ein Anleger solches Terrain betritt, sollte er mit sich selbst und mit seinen Beratern ein Vertrauensverhältnis besitzen – vor allem hinsichtlich der Frage, ob sie eine klare Vorstellung von den Unterschieden zwischen Investition und Spekulation und zwischen Marktpreis und zugrunde-liegendem Wert haben.

Eine konzentrierte Vorgehensweise beim Investieren, die sich stark auf das Prinzip der Sicherheitsmarge stützt, kann ansehnliche Ergebnisse erzielen. Die Entscheidung für den Versuch, anstelle der sicheren Früchte defensiver Geldanlage mehr zu erreichen, sollte hingegen nicht ohne ein hohes Maß an Selbstanalyse getroffen werden.

Zum Abschluß ein Blick zurück. Als der jugendliche Verfasser im Juni 1914 die Wall Street betrat, hatte niemand eine Vorstellung von dem, was das kommende halbe Jahrhundert mit sich bringen würde. Der Wertpapiermarkt zeigte nicht einmal Anzeichen dafür, daß zwei Monate später ein Weltkrieg ausbrechen und die New Yorker Börse schließen würde. Heute, im Jahre 1972, sind die USA das reichste und mächtigste Land der Erde, belastet jedoch von allen möglichen schweren Problemen und eher furchtsam als zuver-sichtlich, was die Zukunft anbelangt. Wenn wir die amerikanische Investitionserfahrung betrachten, können wir aus den letzten 57 Jahren etwas ersehen, was uns Vertrauen geben kann. Durch alle unvorhersehbaren Wechselfälle der 22 **Einführung**

Geschichte, so erderschütternd und unvorhergesehen sie auch waren, hatte die Wahrheit Bestand, daß solide Anlage-prinzipien im allgemeinen zu soliden Ergebnissen führen.

Wir müssen unser Tun von der Überzeugung leiten lassen, daß dies auch in Zukunft so sein wird.

Notiz für den Leser: Dieses Buch enthält keine allgemeingültigen Regeln für das Verhalten von Sparern und Investoren; es handelt lediglich von dem Teil ihres Vermögens, den sie in handelbare (oder

verkäufliche) Wertpapiere, also in Bonds oder Aktien, anlegen möchten. Folglich werden wir auch so wichtige Themen wie Ersparnisse oder Termingelder, Spar-und Darlehenskonten, Lebensversicherungen, Jahresrenten und Hypotheken oder Equity-Besitz nicht in unsere Betrachtungen mit einbeziehen. Der Leser sollte sich vergegenwärtigen, daß immer dann, wenn er das Wort „jetzt“ oder Entsprechendes im Text liest, damit das Jahresende 1971 oder Anfang 1972 gemeint ist.

Intelligent investieren

KAPITEL

1

Anleger und Spekulant

Dieses Kapitel wird einen groben Überblick über die Konzeption unseres Buches geben. Unser Anlagekonzept richtet sich insbesondere an den nicht-professionellen, individuellen Anleger.

Was versteht man nun unter „Anleger“? Im Buch wird dieser Terminus technicus immer als Gegenpol zum „Spekulanten“ aufgefaßt. Schon 1934 versuchten wir in unserem Lehr-buch: „Security Analysis“ eine genaue Definition für die unterschiedlichen Anlagekonzeptionen dieser beiden Inve-storengruppen zu finden: „Eine Anlage ist eine Investition, die aufgrund einer Analyse für das Anlageobjekt Sicherheit verspricht sowie eine angemessene Rendite zusichert. Alle anderen Konzeptionen müssen als spekulatives Engagement angesehen werden.“

Obwohl wir diese Definition über 40 Jahre beibehalten haben, ist es einmal interessant, darauf hinzuweisen, welch unterschiedlichen Inhalt der Begriff „Anleger“ in dieser Zeit aufzuweisen hatte.

Nach dem großen Börsenkrach von 1929–1932 wurden alle Aktien als spekulativ betrachtet. Damals mußten wir uns gegen die Ansicht

verteidigen, unsere Definition dehne den Begriff „Anleger“ zu weit aus. Heute müssen wir uns gegen-

über der anderen Ansicht verteidigen, die heute fast jede Investition an der Börse als „Anlage“ charakterisiert.

Der Unterschied zwischen der Anlage in Aktien und dem Spekulieren mit Aktien war früher allgemein akzeptiert, und die heutige undifferenzierte Betrachtungsweise gibt Anlaß zur Beunruhigung.

Wir haben oft darauf hingewiesen, daß Wall Street wesentlich stärker auf den Unterschied aufmerksam machen sollte, andernfalls werde die Börse eines Tages sicherlich selbst für die schweren spekulativen Verluste verantwortlich gemacht.

Ironischerweise sind gerade die großen Verluste einiger Brokerhäuser in der letzten Zeit auf spekulative Engagements auf eigene Rechnung zurückzuführen. Wir erwarten, daß sich der Leser dieses Buches selbst ein wahrheitsgetreues Bild über die Risiken machen kann, die in Aktien stecken, aber auch einen Eindruck über die Chancen gewinnen wird, die in der Aktienanlage vorhanden sind. Beides, Risiko wie Chance, muß vom Anleger in seine Kalkulationen einge-schlossen werden.

Sicherlich wird jetzt auch klar, daß nicht mehr länger eine simple Anlageregel als gültig angesehen werden kann, die einfach besagt, daß man einige repräsentative Aktien kaufen kann und dann nur zu warten braucht. Meist muß der Anleger heute ein „spekulatives Fieber“ in seinen Engagements mitberücksichtigen. Seine Aufgabe besteht nun darin, den Anteil dieses spekulativen Bereichs so gering wie möglich zu halten und finanziell wie psychisch auf negative Anlageergebnisse vorbereitet zu sein, und zwar solche sowohl langfristiger wie kurzfristiger Natur.

Zwei Bemerkungen noch zur Spekulation per se: Spekulation an sich ist weder illegal, unmoralisch noch besonders ertragreich für die meisten. Wichtiger: Spekulation ist unter volkswirtschaftlichen Gesichtspunkten absolut notwendig.

Es gibt genauso eine „intelligente“ Spekulation wie es ein

„intelligentes“ Anlegen gibt. Aber es gibt auch eine ganze Anzahl von sehr zweifelhaften Spekulationsarten. Dazu **Anleger und Spekulant**

zählen unter anderem: (1) Spekulieren, wenn man der Meinung ist, man legt an; (2) Spekulieren, wenn die Fähigkeit und das Wissen dazu fehlen; (3) ein größeres Risiko bei der Spekulation einzugehen, als man auf sich nehmen kann.

Unserer Ansicht nach sollte jeder, der Aktien auf Kredit kauft, sich darüber im klaren sein, daß er spekuliert.

Und jeder, der eine sogenannte „Hot new Issue“ erwirbt, sollte sich darüber im klaren sein, daß er entweder spekuliert oder eine Wette eingeht. Spekulation ist immer faszinie-rend und macht eine Menge Spaß, wenn man „vorn liegt“.

Wenn sie Ihr Glück als Spekulant versuchen wollen, legen sie etwas für diesen Zweck, je weniger um so besser, auf die Seite. Vergrößern sie niemals die Spekulationssumme, nur weil sie im Moment Gewinne machen. Vermischen sie niemals Ihr Spekulationsgeld mit dem Geld, das sie für Anlagezwecke vorgesehen haben!

Anlageergebnisse, mit denen der defensive Anleger rechnen sollte

Wir haben den defensiven Anleger schon als denjenigen definiert, der überwiegend an Sicherheit interessiert ist und keinen Ärger haben möchte. Welche Strategie sollte er nun verfolgen und welche Rendite kann er unter normalen Bedingungen erwarten?

1. Was wir dazu vor sieben Jahren sagten Wir empfahlen damals, daß der Anleger seine Engagements aufteilen sollte auf erstklassige Anleihen und Aktien von führenden Gesellschaften; daß der Anteil, der in Anleihen angelegt ist, niemals weniger als 25 % und mehr als 75 %

ausmachen sollte. Der Rest sollte in Aktien angelegt werden, 28

wobei der Normalfall 50 : 50 sein sollte. Anpassungen sollten dann vorgenommen werden, wenn die Börse Veränderungen von mehr als 5 % verursacht hat, so daß die Verteilung wieder 50 : 50 ausmacht.

Als Alternative empfahlen wir auch, den Aktienanteil auf 25 % abzubauen, wenn man den Eindruck hat, daß der Markt zu gefährlich sei, und die umgekehrte Verhaltensweise, wenn niedrige Kurse auf eine relativ hohe Attraktivität des Marktes hindeuten.

1965 konnte der Anleger etwa 4 1/2 % mit erstklassigen Anleihen verdienen und 3 1/4 % mit guten, steuerfreien Papieren. Die Dividendenrendite von Aktien führender Gesellschaften betrug nur etwa 3,2 % (Dow Jones 892). Diese Tatsache und noch einige andere Faktoren empfahlen Vorsicht. Wir nahmen an, daß bei normalem Kursniveau der Anleger eine Dividendenrendite von 3 1/2 bis 4 1/2 % auf sein Aktienengagement erzielen sollte. Dazu sollte noch ein regelmäßiger Kursgewinn in gleicher Höhe kommen, der ihm eine durchschnittliche Verzinsung von 7 1/2 % pro Jahr garantieren sollte. Die 50 %ige Aufteilung zwischen Aktien und Anleihen gab ihm eine Rendite vor Steuern von 6%. Der Aktienanteil sollte dem Anleger auch einen gewissen Schutz vor der inflatorischen Entwicklung bieten.

Wir wollen noch darauf hinweisen, daß zwischen 1949

und 1964 der Anstieg der Börsenkurse wesentlich stärker war, und zwar wesentlich mehr als 10 % p. a. im Aktiendurchschnitt. Im allgemeinen war man der Ansicht, daß ähnliche Resultate auch in Zukunft ohne Schwierigkeiten erzielbar seien. Nur wenige Leute

waren bereit, ernsthaft die Möglichkeit in Betracht zu ziehen, daß die hohen Zuwachsraten der Vergangenheit nicht weiter gute Resultate, sondern sehr viel schlechtere in der Zukunft bedeuteten.

2. Was ist seit 1964 geschehen?

Die stärkste Veränderung seit 1964 dokumentiert sich darin, daß heute die Rendite von erstklassigen Anleihen eine Rekordhöhe erreicht hat. Während 1964 die Rendite bei guten Industrieobligationen 4 1/2 % betrug, liegt sie heute bereits wesentlich über 7 1/2 %. In der Zwischenzeit stieg zwar auch die Dividendenrendite deutlich an, aber zum jetzigen Zeitpunkt (Dow Jones 900) beträgt sie nur 3,5 %

gegenüber 3,2 % in 1964. Die Veränderung der Anleihenrendite führte in der Spitze zu Kursverlusten bei mittelfristigen Papieren (20 Jahre Laufzeit) von 40 %.

Im Jahre 1964 diskutierten wir ausführlich die Möglichkeit, daß die Aktienkurse wohl zu hoch seien und es im Endeffekt zu einem stärkeren Kursrückgang kommen würde; aber wir hielten es nicht für möglich, daß ähnliche Verluste in erstklassigen Anleihen auftreten würden. Wir wiesen zwar darauf hin, daß die Kurse von Anleihen im Zuge von Veränderungen des Zinssatzes Schwankungen aufweisen könnten, aber eine derartige Entwicklung, wie sie bisher eingetreten ist, haben wir keinesfalls vorausgesehen.

Tatsache ist, daß, wenn der Anleger irgendeinen Betrag am Jahresende 1964 beim Dow Jones von 874 in Aktien angelegt hätte, er einen kleinen Gewinn im Jahre 1971 aufgewiesen haben würde. Selbst beim Tiefstkurs des Jahres 1970 von 631

wäre sein Verlust immer noch geringer gewesen, als wenn er der Aktienanlage einen Kauf von Renten vorgezogen hätte.

Wenn er auf der anderen Seite sein Geld einfach in Sparbriefen oder auf dem Sparkonto angelegt hätte, wäre sein Gewinn wesentlich höher gewesen, trotz Inflation, und obwohl Aktien angeblich ein so guter Schutz gegen inflationäre Entwicklungen sind.

Auch dieses Beispiel hat noch einmal mit aller Deutlichkeit klargemacht, daß die Entwicklung von Wertpapierkursen so 30

außerordentlich schwierig vorhersehbar ist. Fast immer schwankten in der Vergangenheit die Rentenkurse weniger als die Aktienkurse, und im allgemeinen konnte der Anleger Anleihen erwerben, ohne ein allzu großes Kursrisiko einzugehen.

Es gab einige wenige Ausnahmen, und die Zeit nach 1964

war wohl eine solche Ausnahme. Wir werden darauf noch in einem späteren Kapitel zurückkommen.

3. Erwartungen und Anlagepolitik gegen Ende 1971, Anfang 1972

Gegen Ende 1971 war es möglich, etwa 8 % Zinsen auf gute mittelfristige Industrieanleihen zu erzielen (5,7% auf steuerfreie öffentliche Anleihen). Auf Bundesanleihen mit einer Restlaufzeit von 5 Jahren konnte der Anleger eine Rendite von 6 % realisieren. Im Jahre 1971 betrug die Dividendenrendite auf die Dow-Jones-Aktien nur 3,5%.

Nehmen wir an, daß die grundlegende Entscheidung auch heute noch darin besteht, wie man die Anlagemittel auf Aktien und auf Renten verteilt. Welche Politik sollte der Anleger nun verfolgen, wenn er weder einen deutlichen Aufwärtstrend noch eine Abwärtsbewegung erkennen kann?

Nun, wenn es keine wesentliche Veränderung gibt, wird der Anleger zumindest mit einer Dividendenrendite von 3,5% rechnen können. Auch ein jährlicher durchschnittlicher Kapitalzuwachs von 4% sollte erzielbar sein. Wie wir später noch zeigen werden, basiert dieser

Zuwachs im wesentlichen darauf, daß die Gesellschaften Investitionen aus unverteilten Gewinnen vornehmen.

Vor Steuern beträgt die Rendite dann 7,5 %, etwas weniger als die Zinsen, die man bei einer Anlage in Anleihen erzielen könnte. Nach Steuern ergäbe sich eine durchschnittliche Rendite von 5,3 %.

Anleger und Spekulant

Diese Erwartungen sind wesentlich ungünstiger für die Aktienanlage im Vergleich zur Anlage in Anleihen, als es im Jahre 1964 der Fall war. (Diese Schlußfolgerung ist unweigerlich ein Resultat der Tatsache, daß die Renditen von Anleihen sich wesentlich deutlicher aufwärts bewegt haben als Dividendenrenditen.) Niemals sollte außerdem die Tatsache vergessen werden, daß Zinsen und Kapitalrückzahlung bei Anleihen gut gesichert und deshalb wesentlich zuverlässiger sind als Dividenden und Kursgewinne. Konsequenterweise sind wir daher im Jahre 1971 zu der Aussage gezwungen, daß eine Anlage in Anleihen derjenigen in Aktien vorzuziehen ist.

Aber natürlich können wir nicht 100prozentig sicher sein, daß Anleihen tatsächlich einen besseren Anlageerfolg aufweisen werden als Aktien. Sicherlich ist die Inflation eines der wichtigsten Gegenargumente. Aber wie wir im nächsten Kapitel sehen werden, spricht unsere in mehr als einem Jahrhundert gemachte Erfahrung in den USA mit der Inflation nicht dafür, daß bei den heutigen Renditedifferenzen zwischen Aktien und Anleihen bereits Aktien vorzuziehen wären.

Obwohl wir es für weitgehend unwahrscheinlich halten, besteht die Möglichkeit, daß es zu einer Beschleunigung der Inflationsrate kommt und damit in der einen oder anderen Form Aktien im Vergleich zu Festverzinslichen eine deutliche Priorität genießen werden. Es gibt weiterhin die Möglichkeit, die auch relativ unwahrscheinlich ist, daß die Rentabilität der Unternehmen in den

nächsten Jahren (ohne wachsende Inflationsraten) so stark ansteigt, daß deutliche Kursanstiege gerechtfertigt wären.

Möglich ist weiterhin, daß wir einen erneuten spekulativen Kursanstieg an der Börse sehen, und zwar ohne Recht-fertigung durch fundamentale Faktoren. Alle diese Eventua-litäten könnten dazu führen, daß der Anleger eine 100prozentige Anlage in Anleihen zu bereuen hätte.

Nach dieser kurzen Diskussion verstärken wir noch einmal unsere Empfehlung, daß der Anleger jederzeit einen bedeutenden Anteil seiner Engagements in Anleihen und gleichfalls einen bedeutenden Anteil in Aktien halten sollte.

Da zum heutigen Zeitpunkt die Gesamtrendite bei Aktien und Obligationen gleich ist, dürfte sich die Rendite auf seine Engagements kaum verändern, unabhängig davon, welche Aufteilung er nun vornimmt. Wie wir oben ausgerechnet haben, sollte der Ertrag 7,8 % vor Steuern und 5,5 % nach Steuern betragen. Die Rendite dürfte im allgemeinen höher liegen als die, die der konservative Anleger meistens in der Vergangenheit erzielt hat. Diese Rendite sieht sicherlich nicht interessant aus im Vergleich zu den 14 %, die Aktien in den letzten 20 Jahren seit 1949 geboten haben. Aber wir sollten uns daran erinnern, daß zwischen 1949 und 1969 der Kursdurchschnitt des Dow Jones sich mehr als verfünffacht hat, während sich Gewinne und Dividenden nur verdoppelt haben. Damit wird klar, daß der größte Teil der starken Kurssteigerungen auf Veränderungen in der Mentalität der Anleger zurückzuführen ist und nicht auf fundamentale Veränderungen bei den Unternehmen.

Bei der Diskussion über die Zusammensetzung des Aktiendepots des konservativen Anlegers haben wir über Aktien gesprochen, die im Dow-Jones-Aktienindex enthalten sind. Das heißt nun nicht, daß diese Aktien jetzt für eine Anlage in Betracht kämen. Es gibt im Moment eine ganze Reihe anderer Qualitätspapiere, die durchaus

mit den Dow-Jones-Werten konkurrieren können; unter anderem auch ein großer Teil der Energieversorgungswerte.

Aber die wichtigste Aussage, die wir hiermit machen wollen, ist die, daß die Anlageresultate des defensiven Anlegers kaum vom Durchschnittsergebnis irgendeines Index abweichen werden; oder besser gesagt, weder der Anleger noch sein Berater können mit hinreichender Genauigkeit sagen, **Anleger und Spekulant**

wie seine Anlageergebnisse vom Durchschnitt abweichen werden.

Natürlich liegt die Kunst einer guten Anlagepolitik darin, gerade die Aktien für die Anlage auszusuchen, die ein überdurchschnittliches Ergebnis bringen. Aber wir halten es für ziemlich unwahrscheinlich, daß der defensive Anleger, genauso wie der Manager großer Investmentfonds, ein überdurchschnittliches Ergebnis wird erzielen können. Wir werden auf die Begründung für diese Annahme noch in einem späteren Kapitel zurückkommen.

Ein Beispiel, das wir jetzt anführen, scheint auf den ersten Blick das Gegenteil zu beweisen: Zwischen Dezember 1960

und Dezember 1970 stieg der DJIA von 616 auf 839 oder um 36 %. Aber in der gleichen Periode verbesserte sich der stärker und breiter gewichtete Standard & Poor’s-Index (500

Aktien) von 58.11 auf 92.15 oder um 58 %. Augenscheinlich erzielte die zweite Gruppe ein besseres Ergebnis als die erste.

Aber wer hätte im Jahre 1960 diese Entwicklung so exakt voraussagen können? All das scheint zu beweisen, daß man nur äußerst selten genaue Voraussagen über Kursveränderungen machen kann, ob es sich nun um absolute Veränderungen oder um relative handelt.

Wir wiederholen hier noch einmal: Der Anleger kann nicht dadurch überdurchschnittliche Anlageerfolge erzielen, daß er Neuemissionen kauft und mit diesen einen kurzfristigen Anlageerfolg erzielt. Langfristig gesehen ist oftmals das Gegenteil der Fall. Der defensive Anleger muß sich auf Aktien von Gesellschaften beschränken, die ihre Ertragskraft seit Jahren bewiesen haben und eine gute Bilanzstruktur aufweisen. Jeder gute Wertpapieranalytiker kann ihm eine genügende Anzahl von Gesellschaften dieser Kategorie nennen.

Aggressive Anleger können zwar andere Aktienkategorien erwerben, aber die Aktien sollten eine attraktive Anlagebasis 34 **Intelligent investieren**

aufweisen und aufgrund einer intelligenten Analyse gekauft werden.

Es gibt noch einige andere Anlagekonzepte für den defensiven Anleger, die wir hier kurz erwähnen wollen. Einmal kann er Anteile an etablierten Investmentfonds erwerben.

Weiterhin kann er, wenn sein Depot die entsprechende Größe aufweist, die Dienste einer anerkannten Vermögens-verwaltungsgesellschaft in Anspruch nehmen. Beide Konzepte werden ihm eine professionelle Verwaltung seines Vermögens ermöglichen. Das dritte Konzept nennt sich „Dollar-Cost-Averaging“. Im Rahmen dieses Konzepts legt der Anleger jeden Monat oder jedes Quartal die gleiche Summe in Aktien an. Er erwirbt dann mehr Aktien, wenn die Kurse niedrig sind, und umgekehrt kauft er nur wenige Anteile, wenn das Kursniveau sich verbessert hat. Es kann sein, daß er am Ende einen sehr günstigen Durchschnittskurs für sein Aktienengagement erzielt hat. Man nennt diese Anlagestrategie auch „Formula-Investing“. Wir werden später noch einmal darauf zurückkommen.

Ergebnisse, die der aggressive

Anleger erwarten sollte

Der aggressive Anleger wird sicherlich bessere Ergebnisse erzielen wollen als der mehr defensiv orientierte Wertpapiersparer. Aber zuallererst muß er darauf achten, daß seine Ergebnisse nicht schlechter aussehen! Es gehört nicht sehr viel dazu, einige Arbeit und Energie in die Analyse der Wertpapiermärkte zu stecken und anstelle eines Gewinnes am Ende mit einem hohen Verlust dazustehen. Somit ist es unerläßlich, erst einmal ein genaues Konzept aufzustellen.

Zuerst wollen wir uns einmal die Konzeptionen ansehen, mit denen Anleger und Spekulanten in der Vergangenheit **Anleger und Spekulant**

versucht haben, ein überdurchschnittliches Ergebnis zu erzielen:

1. Trading

Hierunter versteht man gewöhnlich, Aktien in einen Aufwärtstrend hinein zu kaufen und sie dann zu verkaufen, wenn der Abwärtstrend eingesetzt hat. Die Aktien, die für diese Operationen ausgesucht werden, haben sich meist bereits schon besser als der Aktienindex entwickelt. Eine kleine Anzahl von Anlegern engagiert sich auch in Terminverkäufen. Dabei verkaufen sie Aktien, die sie noch nicht besitzen, aber bis zum Abschluß der Operation leihen können. Diese Anleger rechnen damit, daß sie bei einem erwarteten starken Kursverfall die Aktien billiger zurückkaufen können, als sie sie verkauft haben. Der Gewinn besteht in der Differenz.

2. Auswahl unter kurzfristigen Aspekten Darunter versteht man, Aktien von Gesellschaften zu kaufen, die zum Beispiel von der Nachricht über eine Dividen-denerhöhung oder sonstigen kurzfristigen Ergebnissen profitieren könnten.

3. Auswahl aufgrund langfristig wirksamer Faktoren Hierbei legt man im allgemeinen Wert auf einen kontinuierlichen Gewinnaufwärtstrend in der Vergangenheit, den man in die Zukunft projiziert. Manchmal

sucht der Anleger dabei auch die Aktien von Gesellschaften aus, die in der Vergangenheit noch keine außergewöhnlich gute Entwicklung aufgewiesen haben, von denen er sich aber in Zukunft eine 36

extrem günstige Entwicklung verspricht. (Dazu gehören vor allem Gesellschaften, die in den technologischen Bereich fallen, wie Computer-, Pharma-, Elektronikgesellschaften etc.) Wir haben schon mehrmals darauf hingewiesen, daß wir im Zweifel darüber sind, ob der normale Anleger ein überdurchschnittliches Ergebnis erzielen kann. Die erste Strategie kann man sowohl theoretisch wie praktisch als nicht sinnvoll ausschließen. Hin und her handeln in Aktien ist keine Strategie, „die aufgrund gewissenhafter Analyse Sicherheit von Ertrag wie Kapital garantiert“. Mehr darüber in einem späteren Kapitel.

In dem Bestreben, die vielversprechendsten Aktien sowohl kurzfristig wie langfristig auszuwählen, erwachsen dem Anleger sogleich zwei Schwierigkeiten. Die eine ist auf menschliche Fehler zurückzuführen, die zweite auf die Tatsache, daß er im Wettbewerb mit anderen steht. Einmal kann er in der Einschätzung der Zukunft falsch liegen, zum anderen kann der augenblickliche Börsenkurs bereits das voll eskomptieren, was er erwartet, auch wenn er diesmal richtig liegt. So kann man davon ausgehen, daß die Ergebnisse des laufenden Jahres bereits voll in den Kursen eskomptiert sind; die Ergebnisse des folgenden Jahres, soweit einigermaßen vorhersehbar, sind gleichfalls voll in den Kursen berücksichtigt. So wird der Anleger, der seine Anlageentscheidungen auf dem erwarteten Ergebnis des laufenden oder des kommenden Jahres aufbaut, rasch erkennen, daß auch andere bereits nach dieser Devise gehandelt haben.

Auch bei der Vorausschätzung langfristiger Ergebnisse treten die gleichen Schwierigkeiten wie bei der kurzfristigen Einschätzung auf. Die Wahrscheinlichkeit, daß man sich in der Erwartung irrt, ist hier größer als bei kurzfristigen Schätzungen. Da sich auch die Experten hier häufig irren, könnte man meinen, daß die Chancen des

Anlegers gut sind, wenn er die richtigen Ergebnisse schätzt. Aber diese Chancen **Anleger und Spekulant**

bestehen nur auf dem Papier. Wie viele Anleger haben die prophetische Gabe oder die Fähigkeit, Analytiker in ihren Gewinnvorausschätzungen zu schlagen, deren Aufgabe ja gerade darin besteht, zukünftige Gewinne exakt zu schätzen?

Wir kommen daher zu der folgenden logischen Schlußfolgerung: Um dauerhaft eine überdurchschnittliche Chance zu haben, muß der Anleger Prinzipien befolgen, die (1) seriös und vielversprechend sind und (2) nicht schon an der Wall Street populär sind.

Gibt es solche Anlagestrategien? Nun, theoretisch sicherlich, und es gibt keinen vernünftigen Grund, warum diese auch nicht in der Praxis auffindbar sein sollten.

So weiß jedermann, daß spekulative Kursbewegungen oft sowohl nach oben wie nach unten weit übertrieben werden, und das gilt oft für die gesamte Börse, immer aber für einzelne Wertpapiere. Weiterhin kommt es oft vor, daß eine spezielle Aktie aufgrund irgendwelcher Vorurteile oder weil sie gerade unpopulär ist unterbewertet ist. Wir werden im folgenden noch auf eine Unzahl von Diskrepanzen zwischen innerem Wert bestimmter Aktien und dem gerade vorherrschenden Börsenkurs hinweisen. Vordergründig betrachtet erscheint es gar nicht allzu schwierig für jemanden mit einem guten Gedächtnis für Zahlen, gerade unterbewertete Aktien von Gesellschaften an der Börse herauszufinden und an den Übertreibungen und der Dummheit anderer Marktteilnehmer zu verdienen. Allerdings hört sich das einfacher an, als es in Wirklichkeit ist. So muß man, wenn man eine unterbewertete Aktie kauft, oft sehr viel Geduld aufwenden, und Terminverkäufe in überbewerteten und populären Aktien verlangen oft neben Mut und Ausdauer auch erheblichen Finanzierungsaufwand. Das geschilderte Anlageprinzip ist generell sehr gut, aber sicherlich nicht so einfach zu beherrschen wie es aussieht.

Dann gibt es die große Gruppe der sogenannten Sonder-situationen. Dazu zählt man Liquidationen, Arbitrage zwischen verschiedenen Aktienkategorien etc. Einer der typischen Fälle sind Übernahmeangebote, an denen man aufgrund der Tatsache profitieren kann, daß der endgültige Übernahmekurs oft höher ist als der Kurs der Aktie nach der Veröffentlichung des Angebots. In der Vergangenheit konnte man wegen der Vielzahl der Übernahmeangebote oft an solchen Übernahmen sehr gut verdienen. Aber mit der Vielzahl der Übernahmeangebote vermehrte sich auch die Zahl der Übernahmehindernisse. Eine Menge Geld wurde verloren, weil einige Übernahmeangebote verhindert wurden. Auch hat sich die Anzahl der Anleger, die von solchen Übernahmeangeboten profitieren wollen, in den letzten Jahren erheblich vergrößert. Damit verschwanden auch die hohen Gewinnmöglichkeiten.

Die Entwicklung scheint einer gewissen Gesetzmäßigkeit zu unterliegen. So konnten wir im Jahre 1949 eine Anlagestrategie empfehlen, die darauf basierte, Aktien jeweils dann zu kaufen, wenn sie im Verhältnis zum Gewinn und zur Kapitalmarktrendite niedrig stehen, und sie umgekehrt dann zu verkaufen, wenn sie im Verhältnis zu den genannten Indikatoren teuer erscheinen. Diese Anlagestrategie basiert auf der Erfahrung der vorangegangenen 75 Jahre.

Aber leider funktionierte dieses Modell nach 1949 nicht mehr. Ähnliches gilt für die Anlagestrategie, die sich nach der zwischen 1897 und 1933 so erfolgreichen Dow-Theorie richtete. Die Erfolge nach 1934 sehen nicht mehr so großartig aus.

Ein drittes Beispiel für die günstigen, aber heute nicht mehr realisierbaren Anlagestrategien: Ein Teil unserer eigenen Anlageerfolge basierte auf dem Kauf sogenannter „total unterbewerteter“ Aktien. Darunter verstehen wir Aktien von Gesellschaften, die unter ihrem Working Capital (Netto-Anleger und Spekulant

umlaufvermögen) (Umlaufvermögen abzüglich kurzfristiger Verbindlichkeiten) notieren. Da bei diesen Gesellschaften praktisch Betriebsanlagen und sonstige Aktiva mit Null bewertet wurden, erschienen uns die Aktien solcher Gesellschaften besonders preiswert. Kein Eigentümer würde normalerweise sein Unternehmen so billig verkaufen. 1957 gab es etwa 200 börsennotierte Gesellschaften, die unter ihrem Working Capital notierten. Aber im folgenden Jahrzehnt verschwanden fast sämtliche Gesellschaften mit einer solch niedrigen Bewertung aus dem Kurszettel. Auf dem niedrigen Kursniveau des Jahres 1970 gab es allerdings wieder eine ganze Reihe von total unterbewerteten Gesellschaften, und selbst nach den starken Kursbefestigungen am Ende des Jahres 1970 konnte man aus den übriggebliebenen unterbewerteten Titeln immer noch ein ganzes Portefeuille zusammenstellen. Der aggressive Anleger hat selbst unter den heutigen Börsenbedingungen immer noch Möglichkeiten genug, überdurchschnittliche Anlageergebnisse zu erzielen. Die große Anzahl der börsennotierten Unternehmen enthält immer einige Gesellschaften, die nach verschiedenen sinnvollen und seriösen Kriterien als unterbewertet bezeichnet werden können. Eine Anlage in den Aktien dieser Gesellschaften sollte im Durchschnitt immer eine höhere Rendite bringen als der Dow Jones oder ein ähnlicher Kursdurchschnitt oder Aktienindex. Unserer Ansicht nach dürfte sich eine Auswahl unter diesen Kriterien aber nur dann lohnen, wenn der Anleger auf den Aktienanteil seines Portefeuilles mindestens 5 % zusätzlich pro Jahr erwirtschaften kann. Wir werden später einige Strategien für einen derartigen Anlageerfolg entwickeln.

KAPITEL

2

Der Anleger und die Inflation

In den letzten Jahren ist sehr viel über die Inflation gesprochen worden, und auch darüber, wie man sie bekämpfen kann. Die

abnehmende Kaufkraft des Dollar in der Vergangenheit und die Furcht vor einem weiteren Wertverfall in der Zukunft haben das Denken an der Wall Street stark beeinflußt. Natürlich verlieren diejenigen, die ein gleichbleibendes Einkommen beziehen, bei einem steigenden Lebenshaltungskostenindex, und ähnliches gilt für die Eigentümer von Kapitalmarktpapieren mit einem festgesetzten Zinssatz. Auf der anderen Seite haben die Eigentümer von Aktien zumindest die Chance, daß aufgrund steigender Dividendenerträ-

ge und steigender Aktienkurse der Kaufkraftverlust ausgeglichen wird.

Aufgrund dieser Ansichten haben einige Autoren die These vertreten, daß (1) Anleihen grundsätzlich nicht als Anlagemedium interessant sind, und (2) Aktien als Kapital-anlage wesentlich interessanter sind als Obligationen. Wir haben davon gehört, daß man Stiftungen und Pensionskassen empfohlen hat, 100 % ihres Vermögens in Aktien anzulegen. Das ist genau das Gegenteil im Vergleich zu der Zeit, als solche Institutionen gesetzlich gezwungen waren, 100 % in Anleihen anzulegen.

Unsere Leser werden sicherlich erkennen, daß es niemals richtig sein kann, unter allen Umständen immer nur Aktien **Der Anleger und die Inflation**

zu haben, völlig unabhängig davon, wie hoch die Kurse sind und wie sich die Dividendenrendite im Verhältnis zur Rendite von Festverzinslichen darstellt. Eine Festlegung dieser Art dürfte genauso absurd sein wie ihr Gegenteil.

Wir versuchen nun, den Faktor Inflation unter Anlage-gesichtspunkten einer genaueren Untersuchung zu unterzie-hen. In diesem Fall müssen wir die Entwicklung in vergangenen Zeiten zu Rate ziehen und unsere Ansichten auf den Erkenntnissen der Vergangenheit basieren. Ist Inflation, insbesondere in der extremen

Form, wie wir sie seit 1965 erleben, etwas völlig Neues für die USA? Wenn nein, welche Schluß-

folgerungen können wir aus der Vergangenheit ziehen? Sehen wir uns einmal die Tabelle 2-1 an. Sie beginnt im Jahre 1915

und umfaßt 55 Jahre, in jeweils fünf Jahre unterteilt. (Anstelle 1945 haben wir 1946 aufgenommen, um die Verzerrungen durch den Preisstopp des Jahres 1945 auszuschließen.) Das erste, was ins Auge fällt, ist die Tatsache, daß wir auch in der Vergangenheit Zeiträume mit hohen Inflationsraten hatten. Die stärkste Preissteigerung hatten wir zwischen 1915 und 1920, als sich der Lebenshaltungskostenindex beinahe verdoppelte. Dagegen betrug die Zuwachsrate zwischen 1965 und 1970 nur 15 %. Dazwischen hatten wir drei Perioden mit sinkenden Preisen und danach sechs mit steigenden Preisen, allerdings war in einigen Perioden die Zuwachsrate nur sehr gering. Auf der Grundlage dieser Tabelle ist als höchst wahrscheinlich anzunehmen, daß wir auch vorläufig noch steigende Preise haben werden.

Können wir aus der Tabelle ableiten, welche Inflationsraten wir in Zukunft haben werden? Das dürfte sehr schwierig sein. In den letzten 20 Jahren hatten wir eine durchschnittliche Zuwachsrate von 2,5 %, von 1965 bis 1970 4,5 %, momentan ist die Zuwachsrate doppelt so hoch.

Die Notenbank und die Regierung vertreten heute allerdings einen schärferen Anti-Inflationskurs als in der Vergan-44 **Intelligent investieren**

genheit, und es gibt einige Gründe, die in Zukunft eine effi-zientere Kontrolle der Inflation erwarten lassen.

Wir gehen daher von der Erwartung aus, daß die Inflationsrate in Zukunft etwa 3 % pro Jahr betragen wird (verglichen mit 2,5 % jährlich für den gesamten Zeitraum von 1915

bis 1970).

Welche Auswirkungen würde ein solcher Anstieg haben?

Etwa die Hälfte der Rendite, die auf steuerfreien, erstklassigen Anleihen zu erzielen ist, wird von dieser Inflationsrate aufgezehrt. So katastrophal, wie das im ersten Augenblick aussieht, ist diese Situation nicht. Selbst wenn der Anleger die Hälfte seiner Rendite nach Steuern konsumieren würde, würde die Kaufkraft selbst bei einer Inflation von 3 % pro Jahr erhalten bleiben.

Die nächste Frage lautet natürlich: Kann man nicht durch eine andere Streuung, vielleicht durch 50 % Aktien, 50 %

Obligationen oder eventuell durch 100 % Aktienanteil ein wesentlich besseres Ergebnis erzielen? Haben nicht Aktien in den vergangenen 55 Jahren ein wesentlich besseres Ergebnis als Anleihen erzielt?

Sicherlich, das Ergebnis einer Aktienanlage in den Jahren seit 1915 brachte wesentlich bessere Resultate. Der Anstieg des Dow Jones von 77 in 1915 auf 753 in 1970 bedeutet einen jährlichen Anstieg von 4 %. Wenn wir dazu die durchschnittliche jährliche Dividendenrendite von 4 % addieren, erhalten wir ein durchschnittliches jährliches Ergebnis von 8 %.

Dann kommen wir zu der nächsten logischen Frage: Gibt es einen überzeugenden Grund für die Annahme, daß Aktien in den nächsten Jahren ein besseres Ergebnis als in der Vergangenheit bringen werden? Unsere Antwort kann darauf nur „Nein“ lauten. Wir halten zwar in der Zukunft eine solche Entwicklung nicht für völlig ausgeschlossen, wahrscheinlich ist eine solche Entwicklung in diesem Fall allerdings kaum. Wir müssen noch einmal kategorisch darauf **Der Anleger und die Inflation**

hinweisen: Es gibt keine enge und eindeutige Korrelation zwischen Inflation und der Entwicklung von Aktienkursen.

Ein dafür eindeutiges Beispiel ist die Entwicklung zwischen 1966 und 1970. Der Anstieg des Lebenshaltungskostenindex in diesem Zeitraum betrug 22 %, stärker als jemals zwischen 1946 und 1950. Aber sowohl Kurse wie Gewinne sind seither gefallen. Es gibt ähnliche Widersprüche in vorhergehenden Fünfjahresperioden.

Inflation und Gewinne der Unternehmen

Wichtig für unsere Betrachtung ist auch ein Blick auf die Entwicklung der Unternehmensgewinne in den vergangenen Jahren. Das gilt insbesondere für die Kapitalrentabilität. Auch hier können wir keine eindeutige Korrelation mit der Inflationsrate bzw. mit dem Großhandelspreisindex feststellen.

In den letzten 20 Jahren hat sich die Rendite sogar trotz kontinuierlicher Inflation erheblich verschlechtert (siehe auch Tab.

2-2). Unsere Untersuchungen haben ergeben, daß der Anleger 46

auch für die nächsten Jahre kaum mit einer Rendite auf das Eigenkapital der Unternehmen rechnen kann, die wesentlich über den jetzt erzielten 10 % liegt. Da der Börsenwert der Aktien weit über Buchwert notiert, z. B. 900 gegen 560 Buchwert Mitte 1971, erhalten wir auf Basis der augenblicklichen Börsenkurse nur eine Rendite von 6 1/4 %. (Umgerechnet entspricht das einem Kurs-Gewinn-Verhältnis von 18.) Diese Zahlen entsprechen fast genau unserer vorherigen Berechnung, bei der wir davon ausgingen, daß der Anleger von einer durchschnittlichen Dividendenrendite in den nächsten Jahren von etwa 3,6 % ausgehen kann, zuzüglich einer aus der Reinvestition von einbehaltenen Gewinnen stammenden Kurssteigerung von 4 % pro Jahr.

Der Leser wird darauf einwenden, daß unsere Kalkulationen nicht die erwartete Inflationsrate von 3 % pro Jahr einbeziehen. Wir können darauf nur antworten, daß in der Vergangenheit die Inflation keinen direkten Einfluß auf den Gewinn pro Aktie gehabt hat.

Die Daten in der Vergangenheit beweisen eindeutig, daß der starke Gewinnanstieg aus dem Wachstum der reinvestierten Gewinne stammte. Wenn die Inflation als separater Faktor gewirkt hätte, hätte sie eine Renditeverbesserung auf das alte investierte Kapital bewirken müssen. Aber die Kapitalrentabilität ist in der Vergangenheit sogar rückläufig gewesen und hat sich keinesfalls verbessert, obwohl in dem hier betrachteten Zeitraum von 20 Jahren die Großhandels-preise sogar um 40 % angestiegen sind. Noch einmal: Es gibt nur eine einzige Möglichkeit, über die auf inflationärem Wege die Unternehmenswerte bzw. Börsenkurse ansteigen können, und zwar über eine Verbesserung der Rendite auf das investierte Kapital. Gerade das ist in der Vergangenheit nicht geschehen.

In den Konjunkturzyklen der Vergangenheit waren günstige Geschäftslagen in der Industrie im allgemeinen mit einem **Der Anleger und die Inflation**

leicht steigenden Preisniveau verbunden. Die Periode 1950

bis 1970 ist ein gutes Beispiel für diese Ansicht. (Man ging davon aus, daß ein leicht steigendes Preisniveau für die Geschäftslage nur günstig sein kann.) Aber die Zahlen weisen eindeutig darauf hin, daß der Einfluß auf die Ertragskraft der Unternehmen begrenzt war. Ja, noch nicht einmal die frühere Rendite auf das investierte Kapital konnte aufrechterhalten werden. Sicherlich, es gab auch eine ganze Reihe negativer Faktoren: Einmal überstiegen die Löhne in diesem Zeitraum den Produktivitätszuwachs nicht unerheblich, zum anderen gab es den erheblich gestiegenen Bedarf nach neuem Kapital, der den Kapitalumschlag (Verhältnis Umsatz zu investiertes Kapital) niedrig hielt.

Die Tabelle 2-2 zeigt noch einmal sehr deutlich, daß die Unternehmen in den letzten 20 Jahren trotz der angeblich so positiven Wirkung durch die Inflation einen permanenten Renditeverlust erlitten haben. Die interessanteste Ziffer ist zweifellos

diejenige, die den starken Anstieg der Unterneh-mensverschuldung aufzeigt. Während sich die Gewinne vor Steuern nur in etwa verdoppelt haben, verfünffachte sich die Verschuldung. Da in den vergangenen Jahren die Zinsen erheblich angestiegen sind, dürfte jetzt sehr klar sein, daß der hohe Verschuldungsgrad der amerikanischen Unternehmen ein erheblicher negativer volkswirtschaftlicher Expan-sionsfaktor geworden ist und für eine ganze Reihe von Unternehmen ein ernstzunehmendes Problem darstellt.

Zusammengefaßt: Es sieht so aus, als ob die 11 % Rendite auf das Eigenkapital, die amerikanische Unternehmen im Jahre 1969 erzielten, nur durch die starke Aufnahme von Fremdkapital, die 4 % nach Steuern kostet, erzielt werden konnte. Wenn die Unternehmen heute nur den geringen Verschuldungsgrad aufweisen würden, den sie 1950 verzeichneten, wäre die Rendite auf das Eigenkapital noch wesentlich niedriger, und zwar trotz Inflation! Die Börsen 48

haben in der Vergangenheit erkannt, daß die Energieversorgungsunternehmen die Hauptleidtragenden der inflationären Entwicklung der Vergangenheit waren. Ihre Kredit-kosten erhöhten sich erheblich, während sie Schwierigkeiten hatten, ihre Absatzpreise zu erhöhen. Auf der anderen Seite müssen wir allerdings darauf hinweisen, daß diese Gesellschaften für die Zukunft eine gute Ausgangsbasis aufweisen. Per Gesetz haben sie das Recht, eine angemessene Rendite auf das investierte Kapital zu erwirtschaften, und diese Tatsache wird ihre Eigentümer in der Zukunft genauso schützen, wie sie vor der Inflation in der Vergangenheit abgesichert waren. Die hier aufgeführten Faktoren weisen eindeutig darauf hin, daß der Anleger in Zukunft kaum mehr als 8 % Rendite pro Jahr aus seinem Aktienportefeuille erwarten kann. Aber selbst wenn er tatsächlich bessere Ergebnisse zu erwarten hätte, gäbe es für uns trotzdem keinen Grund, eine 100prozentige Anlage in Aktien zu empfehlen. Denn Aktien und Gewinne von Aktiengesellschaften werden auf keinen Fall mit einer kontinuierlichen Zuwachsrate von 4 % pro Jahr steigen. Sie werden

sich sicherlich in zyklischen Kursverläufen aufwärts bewegen, aber keinesfalls einheitlich pro Jahr um 4 % steigen. Das heißt, ein Anleger, der heute Aktien kauft, wird das Risiko eingehen, über eine Anzahl von Jahren einmal überhaupt keinen Gewinnzuwachs zu erzielen. Der Kurs von General Motors und auch der Dow Jones selbst brauchten 25 Jahre, um die Verluste der Weltwirtschaftskrise aufzuholen. Außerdem wird ein Anleger, der überwiegend in Aktien investiert, sehr leicht von zu starken Kursgewinnen bzw. Kursverlusten irregeleitet. Das gilt insbesondere dann, wenn er seine Anlageentscheidungen zu stark an inflationäre Erwartungen koppelt. so wird er zum Beispiel dann, wenn sich eine erneute Hausse entwickelt, seine Erwartungen bezüglich der Inflationswirkung bestätigt sehen und auf dem erhöhten **Der Anleger und die Inflation**

Niveau noch mehr Aktien kaufen, ohne sich um Dividendenrendite oder Kapitalrentabilität zu kümmern. Eine solche Anlagepolitik kann nur zum Fehlschlag führen.

Gibt es andere Anlagemedien, die vor der Inflation schützen?

Die meisten Personen, die ihrer eigenen Währung mißtrauen, haben in der Vergangenheit Gold erworben. Trotz der starken Wertsteigerung in der allerjüngsten Zeit wird allerdings allzu leicht vergessen, daß die meisten Goldanleger über eine ganze Generation hinweg überhaupt keine Wert-verbesserung erzielt haben, obwohl sie teilweise nicht unerhebliche Kosten für die Aufbewahrung aufwenden mußten.

Und in dieser gesamten Zeitspanne bekam der Anleger keinerlei Verzinsung. Trotz des hohen Kaufkraftverlustes hätte er mit einer Anlage auf dem Sparkonto besser abgeschnitten.

Wir bezweifeln, ob der Anleger sich auf Dauer gegen die Inflation schützen kann, indem er sein Vermögen in Sach-werten anlegt. Das gilt für Diamanten, Bilder, Briefmarken, Münzen etc. Auch Immobilien

erscheinen uns als Inflations-schutz keine besonders sinnvollen Anlageobjekte zu sein.

Leider unterliegen sie wie Aktien erheblichen Schwankungen. Und auch hier kann man erhebliche Fehler in der Anlagepolitik machen.

Nun, wir sind auf all diesen Gebieten keine Experten. Was wir Ihnen dazu sagen können: Bevor sie sich mit diesen Objekten nicht ganz genau auskennen, sollten sie nichts zu Anlagezwecken kaufen.

Zusammenfassung

Damit kommen wir wieder auf unsere oben geschilderte Anlagepolitik zurück. Gerade wegen der Unsicherheit der zukünftigen Entwicklung kann es sich der Anleger nicht leisten, alle Eier in einen Korb zu legen: Also weder nur Anleihen kaufen, obwohl die Rendite jetzt erheblich ist, noch alles in Aktien anlegen, trotz der wohl weiterhin hohen Inflationsrate!

Je stärker der Anleger auf das Einkommen aus seinem Wertpapierportefeuille angewiesen ist, um so wirksamer muß er sich gegen unerwartete Ereignisse absichern. Ein konservativer Anleger sollte daher sein Risiko auf jeden Fall minimieren. Wir sind uns sicher, daß das Risiko, heute die Anleihe einer Telefongesellschaft zu kaufen, die eine Rendite von 7 1/2 % oder mehr bringt, geringer ist als, sagen wir, auf Basis des Dow Jones von 900 einen repräsentativen Quer-schnitt von Aktien zu kaufen. Aber die Möglichkeit, daß es zu einer starken Beschleunigung der Inflationsrate kommt, besteht weiterhin, und der Anleger sollte sich auch dagegen schützen. Und Aktien sind in einem solchen Falle wohl eine bessere Anlage als Obligationen.

KAPITEL

3

100 Jahre Börsengeschichte

Das Portefeuille des Anlegers umfaßt nur einen ganz kleinen Teil der Börsenwerte. Er sollte, schon um allzu große Fehlentscheidungen zu vermeiden, die Börsenkursentwicklun-gen in der Vergangenheit und insbesondere die Korrelatio-nen zwischen der Entwicklung von Dividendenrenditen, Gewinnen und Börsenkursen kennen. Wenn der Anleger diese Daten kennt, wird er sich ein Bild über die Risiken einer Anlage in Aktien machen können; und natürlich auch über die Chancen zu einem bestimmten Zeitpunkt. Zufälli-gerweise verfügen wir über Statistiken von Kursen, Dividenden und Gewinnen, die mehr als 100 Jahre zurückreichen, und zwar genau bis 1871. Auf den folgenden Tabellen (3-1, 3-2) sehen sie eine zusammengefaßte Übersicht der Entwicklung seit 1871.

In der ersten Tabelle sind die Höchst- und Tiefstkurse von 19 Haussen und Baissen aufgezeichnet. Wir haben dazu zwei Indizes verwandt. Der erste ist ein Aktiendurchschnitt, der von der Cowles Commission zusammengestellt wurde und bis 1870 zurückgeht. Damit verknüpft haben wir den Standard & Poor’s Index (500). Der zweite ist der berühmte Dow Jones Industrial, der bis 1897 zurückgeht. Er enthält die Aktien von 30 Gesellschaften.

Die Chart I zeigt den S&P-Index von 1900 bis 1970. Der Leser wird drei verschiedene Kursentwicklungen erkennen, 52 **Intelligent investieren**

100 Jahre Börsengeschichte

53

die jeweils ein Drittel der gesamten 70 Jahre umfassen. Die erste Periode dauert von 1900 bis 1924 und zeigt Kursschwankungen von 3 bis 5 Jahren. Die Kursschwankungen innerhalb dieses Zeitraumes verlaufen fast identisch. Der durchschnittliche Anstieg in dieser Periode betrug pro Jahr 3 %. Von 1924 bis 1929 entwickelt sich eine extreme Hausse, 54 **Intelligent investieren**

anschließend ein weit überdurchschnittlicher Zusammenbruch, gefolgt von unregelmäßigen Schwankungen bis 1949.

Von 1924 bis 1949, also in der zweiten Periode, stieg der Index im Durchschnitt nur um 1/2 % pro Jahr. Am Ende dieser Periode war das Publikum an Aktien völlig uninteressiert.

Damit war die Zeit reif für den stärksten Kursanstieg in der amerikanischen Börsengeschichte. Der Höhepunkt wurde vermutlich 1968 mit einem Indexstand von 118 für den Standard & Poor's Index erreicht. (Der Index der 500 Werte stand bei 108.) Zwischen 1949 und 1968 gab es zwar sehr starke Kurseinbrüche, aber diese waren jeweils so kurzfristig, daß sie nicht als eigenständige Zyklen bezeichnet werden können, sondern als Einbrüche in einer generellen Haussebewe-gung. Zwischen dem niedrigen Niveau des Dow Jones von 162 in 1949 und der Spitze von 995 in 1966 gab es einen Kursanstieg von 500 Prozent innerhalb von 17 Jahren. Die Zuwachsrate betrug damit 11 % pro Jahr, nicht mitgerechnet die Dividendenrendite von durchschnittlich 3,5 % pro Jahr.

In einer vielbeachteten Studie aus dem Jahre 1964 wurde dieser durchschnittliche jährliche Anstieg von 14 % und mehr stark publiziert. Diese Untersuchung schuf an der Wall Street die Überzeugung, daß ähnliche Ergebnisse auch in Zukunft erreichbar seien. Nur wenige dachten daran, daß das Ausmaß dieser Kurssteigerung darauf hindeutete, daß bereits erhebliche Übertreibungen stattgefunden hatten und ein Ende in Sicht war. Der darauf folgende Kurszusammenbruch im S&P-Index von 1968 bis 1970 betrug 36 %. Es handelte sich um den stärksten Zusammenbruch seit 1939/42, der 44 % Kursverlust ausmachte. Das niedrige Kursniveau in 1970 wurde von einer erneuten Spekulationswelle abgelöst, die zur Jahreswende 1972/73 zu einem neuen Hoch führte.

Der Anstieg zwischen 1949 und 1970 betrug 9 % im Durchschnitt auf Basis des S&P-Index. Dieser Anstieg war sicherlich stärker als in irgendeiner Periode vorher.

100 Jahre Börsengeschichte

57

Zur besseren Illustration der Kursbewegungen ist die Tabelle über die Entwicklung von Gewinnen und Dividenden in den letzten 100 Jahren beigefügt (Tab. 3-2). Wir wissen, daß wir zuviel vom Leser erwarten, wenn wir damit rechnen, daß er alle diese Daten sorgfältig studiert. Für einige, die sich etwas genauer mit diesen Daten beschäftigen, wird das Ergebnis aber sicher sehr instruktiv sein.

Nur zwei der zehn aufgeführten Dekaden zeigen einen Gewinnrückgang und einen Rückgang im Kursniveau (und zwar 1891 bis 1900 und 1931 bis 1940). In keinem Jahrzehnt seit 1900 ist ein Dividendenrückgang zu verzeichnen. Wenn damit auch eine generelle Zuwachsrate aufzuweisen ist, so sind die Wachstumsraten in den einzelnen Perioden doch recht unterschiedlich. Seit dem Zweiten Weltkrieg war das Wachstum im allgemeinen besser als in den vorherigen Perioden, aber das Wachstum in den sechziger Jahren war längst nicht so ausgeprägt wie in den fünfziger Jahren. Man könnte aufgrund dieser hervorragenden Daten der vergangenen Jahre recht optimistisch in die Zukunft schauen. Eine ganze Reihe von Anlegern scheint ihre Zuversicht von diesen aufgeführten Daten abzuleiten.

Dabei wird allerdings etwas vergessen. Im Jahre 1970

zeichnete sich ein Zusammenbruch in der Ertragslage bei den Unternehmen ab, wie er lange zuvor nicht mehr aufgetreten war. Die Rendite auf das investierte Kapital fiel auf den niedrigsten Wert seit Ende des Zweiten Weltkrieges.

Typisch für die Situation in diesem Jahr war es, daß eine beträchtliche Anzahl von Gesellschaften Verluste aufwies, und zum erstenmal seit Kriegsende gab es wieder eine bedeutende Anzahl von großen Konkursen. Das Ende des Nachkriegsbooms an der Börse scheint damit eingeleitet worden zu sein.

Besonders interessant an der Tabelle 3-2 ist die Veränderung bei den Kurs-Gewinn-Verhältnissen in den letzten 58 **Intelligent investieren**

Jahren. Im Juni 1949 betrug das Kurs-Gewinn-Verhältnis im S&P-Index nur 6,3 auf Basis der Gewinne der vergangenen 12 Monate; im März 1961 verzeichneten wir eine Kennziffer von 22,9. In gleicher Weise fiel die Dividendenrendite von 7 % in 1949 auf nur 3 % in 1961, während erstklassige Obligationen mittlerweile einen Renditeanstieg von 2,6 % auf 4,5 %

aufwiesen. Diese Entwicklung zeigt eine der stärksten Ver-

änderungen in der Anlegermentalität auf, die wir jemals gehabt haben.

Anleger mit sehr langer Erfahrung weisen darauf hin, daß so starke Veränderungen der Anlegermentalität oft auf eine größere Krise hindeuten. Diese Leute können die Situation, die 1929 herrschte, und die tragischen Ereignisse, die darauf folgten, nicht so leicht vergessen. Aber bisher haben sich die Befürchtungen längst nicht in dem Ausmaß wie 1929/32

bewahrheitet. Sicherlich, am Ende des Jahres 1970 stand der Dow Jones auf dem Niveau, das er auch schon 6 1/2 Jahre vorher aufgewiesen hatte. Und auch vor kurzem hat es wieder einen dramatischen Kurseinbruch gegeben. Aber bisher haben weder Börse noch Unternehmen eine ähnliche Situation wie 1929/32 zu verzeichnen gehabt.

KAPITEL

4

Allgemeine Portefeuille-Strategie

Der defensive Anleger

Die grundsätzlichen Züge einer Portefeuille-Mischung werden im allgemeinen von den individuellen Bedürfnissen des Anlegers bestimmt. Wenn man sich einmal die Extreme ansieht, so haben wir auf der einen Seite die institutionellen Anleger, wie die Sparkassen, Lebensversicherungen und Pensionskassen. Vor einer Generation war die Anlagepolitik dieser Institutionen in einigen Staaten der USA auf ausschließlich erstklassige Anleihen gesetzlich beschränkt.

Auf der anderen Seite haben wir den erfolgreichen Geschäftsmann, der jede Art von Aktien oder Anleihen kaufen wird, sofern er sie für attraktiv hält. Allgemein geht man davon aus, daß derjenige, der nicht bereit ist, größere Risiken einzugehen, sich mit einer relativ niedrigen Verzinsung zufriedengeben sollte. Daraus hat sich die Ansicht entwickelt, daß die Rendite, die ein Anleger anstreben sollte, mehr oder weniger eine Funktion seiner Risikobereitschaft ist.

Wir gehen von einer etwas differenzierteren Betrachtungsweise aus: Die anzustrebende Rendite sollte unserer Ansicht nach eher davon abhängig sein, wieviel Aufwand der Anleger bereit ist, auf die Überwachung seines Depots zu verwenden. Die geringste Rendite sollte der inaktive Anleger 60 **Intelligent investieren**

anstreben, der sowohl Sicherheit wie Ruhe vor Anlagepro-blemen haben möchte. Die höchste Rendite sollte der aggressive Anleger anstreben, der bereit ist, sich kontinuierlich um sein Portefeuille zu kümmern. 1965 schrieben wir dazu: „In vielen Fällen mag eine total unterbewertete Aktie weniger Risiko beinhalten als eine Anleihe, die 4 1/2 % Rendite bringt.“ Wir sollten nur allzu recht behalten. In den folgenden Jahren fielen selbst die besten langfristigen Anleihen erheblich, da die Zinsentwicklung so extrem aufwärts tendierte.

Das grundsätzliche Problem der Mischung zwischen Aktien und Anleihen

Wir haben bereits in kurzen Zügen die Portfoliostrategie des defensiven Anlegers charakterisiert. Er sollte seine Anlagemittel ausschließlich auf erstklassige Anleihen und die Aktien erstklassiger Unternehmen verteilen. Wir wiesen darauf hin, daß der Anleger niemals weniger als 25 % und niemals mehr als 75 % seiner Anlagemittel in Aktien gebunden haben sollte. Es wird weitgehend dazu die Auffassung vertreten, die Standard-Aufteilung solle 50 : 50 betragen und in Baissezeiten jeweils der Aktienanteil, und in Haussezeiten der Anleihenanteil vergrößert werden.

Diese Maximen auszusprechen war immer sehr leicht. Sie durchzuführen immer besonders schwer, da diese Strategie psychologische Faktoren völlig außer acht läßt. Es ist ja gerade der durchschnittliche Anleger, der die Hausseübertreibungen und die Baisse produziert, und von diesem Anleger eine entgegengesetzte Verhaltensweise zu erwarten, erscheint nicht gerade realistisch. Wir können dem Anleger heute keine absoluten und sicheren Regeln dafür geben, wann er die Relation Aktien/Anleihen zu verändern hat.

Allgemeine Portefeuille-Strategie

Wir können nur generell empfehlen, daß der Anleger so lange nicht mehr als 50 % seines Wertpapierdepots in Aktien haben sollte, wie er nicht absolut sicher ist, daß sein Aktienportefeuille grundsätzlich gut strukturiert ist und er einen Kurszusammenbruch wie in den Jahren 1969/70 mit Gleichmut ansehen kann.

Im Jahre 1972 konnten wir eine solch stabile Situation keinesfalls erkennen. Wir empfahlen damals keine Erhöhung des Aktienanteils. Auf der anderen Seite sollte der Anleger auch nur dann seinen Aktienanteil auf 25 % abbauen, wenn er selbst über die augenblickliche Börsensituation beunru-higt ist und auch jeden weiteren Kursanstieg mit Gleichmut ansehen kann.

Wir müssen daher grundsätzlich dem konservativen Anleger eine Anlagestrategie von 50 % : 50 % empfehlen. Das heißt, wenn die Aktienkurse so stark gestiegen sind, daß der Aktienanteil 55 % beträgt, muß er 5 % veräußern und den Anleihenanteil genau um diesen Prozentsatz verstärken. Im umgekehrten Fall, wenn also ein Kursrückgang den Aktienanteil auf 45 % herabgedrückt hat, müßte er Anleihen verkaufen und den Aktienanteil wieder auf 50 % aufstocken.

Die Yale-Universität verfolgte in den Jahren nach 1937 eine ähnliche Anlagepolitik, wobei allerdings der „Normale Aktienanteil“ auf 35 % festgesetzt war. Zu Beginn der fünfziger Jahre verließ Yale jedoch die bewährte Anlagepolitik.

1969 betrug der Aktienanteil somit bereits 61 %. Zu dieser Zeit betrug der Aktienanteil am gesamten Stiftungsvermö-

gen bei ähnlich wie Yale strukturierten Institutionen im Durchschnitt 60,3 %.

Trotzdem halten wir weiterhin an unserer 50 % : 50 %-

Regel für konservative Anleger fest. Diese Regel ist äußerst einfach, sie zielt unweigerlich in die richtige Richtung und verhindert, daß der Anleger sich bei steigenden Aktienkursen immer stärker an der Börse engagiert.

Außerdem: Ein wirklich konservativer Anleger wird sich mit den Gewinnen zufriedengeben, die er bei steigenden Kursen mit der Hälfte seines Aktiendepots erzielen kann, während er bei starken Kursrückgängen sicherlich wesentlich besser abschneidet als die Mehrzahl der Investoren.

Obwohl unsere 50 % : 50 %-Aufteilung sicherlich eine relativ gute Strategie für den defensiven Anleger bedeutet und auch relativ einfach anzuwenden ist, wird sie wohl nicht die besten Ergebnisse

bringen. Die relativ höhere Rendite, die heute erstklassige Anleihen im Verhältnis zu Aktien bieten, sollte eigentlich ein gutes Argument für eine Verstärkung des Anleihenanteils sein. Der Anleger sollte die Aufteilung aber nach eigenem Temperament und Gutdünken vornehmen. Einem kühlen Rechner würden wir vorschlagen, den Aktienanteil auf 25 % zu reduzieren, bis die Dividendenrendite wieder 2/3 der Rendite von Anleihen beträgt. Wenn wir einmal vom Frühjahr 1972 ausgehen, als der Dow Jones um die 900 schwankte, so hätte das in diesem Fall folgende Strategie erfordert: Man hätte entweder warten müssen, bis die Rendite erstklassiger Industrieobligationen von 7,5 % auf 5,5 % bei gleichbleibender Dividendenrendite gefallen wäre oder einen Rückgang des Dow Jones auf 660 ohne Veränderung des Dividendensatzes bei gleichbleibender Anleihenrendite abwarten müssen.

Dieses Programm durchzuführen kann nicht als besonders schwierig bezeichnet werden. Man muß es nur konsequent durchhalten.

Allgemeine Portefeuille-Strategie

63

Der Anteil der Anleihen

Innerhalb des Betrages, der für Anleihen reserviert ist, hat man die Auswahl zwischen kurz- und langfristigen Anleihen, steuerfreien oder besteuerten Obligationen. Die Steuer-frage sollte im Grunde nur ein rein mathematisches Problem sein, wobei man die Anleiherenditen ins Verhältnis zum Steuersatz des Anlegers setzt. Im Januar 1972 brachten Anleihen mit 20jähriger Laufzeit eine Rendite von 7 1/2 % bei besteuerten Industrieobligationen (Aa) und 5,3 % bei steuerfreien öffentlichen Anleihen.

Der Renditeunterschied betrug 30 %. Für den Anleger mit einem Steuersatz über 30 % hätte sich ein Tausch in steuerfreie öffentliche Anleihen gelohnt, für den Anleger mit einem niedrigerern Steuersatz ein Tausch in besteuerte.

Bei der Wahl zwischen kurzfristigen und langfristigen Obligationen steht der Anleger vor folgender Fragestellung: Möchte ich mich gegen einen eventuellen Kursverlust bei Anleihen absichern auf Kosten (1) einer Renditeverschlech-terung und (2) dadurch, daß ich mir die Chance steigender Obligationenkurse entgehen lasse? Wir werden dieses Problem noch näher in Kapitel 8 erläutern.

Lange Zeit waren die einzig sinnvollen Anlagemedien für den individuellen Anleger auf der Obligationenseite die Sparbriefe bzw. Sparschuldverschreibungen. Ihre Sicherheit war und ist unzweifelhaft, und ihre Rendite war früher immer höher als diejenige von Obligationen mit gleicher Sicherheit. Auch heute bieten diese Sparbriefe noch eine ganze Reihe von Vorzügen. Das gilt insbesondere für den Anleger mit begrenzten Mitteln. Aber für den etwas wohlha-benderen Investor gibt es heute eine ganze Reihe vorteilhafter Obligationen. Im folgenden finden sie eine Vielzahl von Anlagemedien mit ihren speziellen Charakteristiken.

1. US-Sparschuldverschreibungen, Serie E und Serie H

Auf die Sparbriefe der Serie H werden Zinsen halbjährlich gezahlt, wie bei anderen Anleihen auch. Im ersten Jahr 4,29 %, und dann 5,1 % für die nächsten neun Jahre bis zur Fälligkeit. Die Sparbriefe der Serie E unterscheiden sich dadurch, daß keine Zinsen gezahlt werden, sondern diese dem Kapital zugeschlagen werden. Diese Sparbriefe werden zu 75 % ausgegeben und nach fünf Jahren und 10 Monaten zu 100 zurückgezahlt. Wenn man sie bis zur Fälligkeit behält, erhält man eine Rendite von 5 %, wenn man sie früher zurückgibt, verbessert sich die Rendite von 4,01 % im ersten Jahr auf durchschnittlich 5,2 % für die nächsten 4 5/6 Jahre.

Diese Sparbriefe sind von den Steuern der Einzelstaaten befreit, Bundessteuern müssen allerdings wie üblich gezahlt werden.

Sparbriefe können jederzeit nach der Ausgabe wieder zurückgegeben werden. Gestohlene oder verlorengegange-ne

Papiere werden kostenlos wieder ersetzt.

Es gibt kein anderes Papier, das absolute Sicherheit, volle Liquidierbarkeit und eine Mindestrendite von 5 % über 10

Jahre so gut kombiniert wie der Sparbrief.

2. Bundesanleihen

Es existiert eine erhebliche Auswahl in diesen Titeln. Alle können als vollkommen sichere Anlage charakterisiert werden. Sie sind frei von den Steuern der Einzelstaaten, unterliegen allerdings der Bundessteuer. Ende 1971 brachten

„Langläufer“ eine Rendite von 6,09 %, mittelfristige Anleihen (3 bis 5 Jahre) eine Rendite von 6,35 % und „Kurzläufer“

rentierten mit 6,03%.

Interessanterweise bringen direkte Anleihen der Vereinigten Staaten eine niedrigere Rendite als Anleihen von Schuld-Allgemeine Portefeuille-Strategie

65

nern, deren Kapital- und Zinszahlungen voll von den Vereinigten Staaten garantiert werden. Im Moment werden gerade „Certificates Fully Guaranteed by the Secretary of Transportation of the Department of Transportation of the United States“ herausgegeben, deren Rendite genau einen Prozent-punkt über den Bundesanleihen gleicher Fälligkeit liegt.

Der Leser wird sich wundern, warum man solche Papiere emittiert, die den Steuerzahler eine Menge kosten, und warum man nicht auch in diesem Fall Bundesanleihen aus-gibt. Die Ursache liegt darin, daß der Kongreß eine Schul-denbegrenzung festgelegt hat und die Regierung diese Begrenzung auf dem oben geschilderten Wege umgeht.

3. Anleihen der Länder und Kommunalobligationen Diese Papiere unterliegen nicht der Bundessteuer. Sie unterliegen auch nicht der Steuer des Einzelstaates, in dem sie emittiert wurden.

Nicht alle diese Papiere, die auch von Körperschaften öffentlichen Rechts der Gemeinden oder Einzelstaaten ausgegeben werden, sind so sicher, daß in jedem Fall eine Anlage für den defensiven Anleger gerechtfertigt erscheint. Der Investor sollte sich nach den Bewertungskriterien richten, die von Moody's oder Standard & Poor's aufgestellt wurden. Nur Werte, die in die drei höchsten Bewertungskenn-zahlen beider Dienste – Aaa (AAA), Aa (AA), oder A – fallen, sollten gekauft werden.

Die Renditen für diese Anleihen variieren je nach Laufzeit und Qualität des Schuldners.

4. Industrieanleihen

Die Zinserträge dieser Papiere unterliegen sowohl Bundes-wie Ländersteuern. Zu Beginn 1972 brachten Obligationen aus 66

der besten Qualitätsgruppe und mit einer Laufzeit von 25 Jahren eine Rendite von 7,19 % (Aaa). Qualitätsmäßig schlechter gestellte Emissionen brachten eine Rendite von 8,23 %.

Die oben aufgeführten Beispiele zeigen, daß der durchschnittliche Anleger eine große Anzahl qualitativ interessanter Anleihen vorfindet. Wenn er in die höchste Steuerklasse fällt, lohnt es sich für ihn, auf steuerfreie Titel auszuweichen.

Die übrigen Anleger haben die Auswahl von Sparbriefen, die zu Beginn 1972 5 % brachten, bis zu 7 1/2 prozentigen Industrieobligationen.

Anleihen mit überdurchschnittlicher Rendite Auf Kosten der Qualität kann der Anleger sicherlich eine wesentlich höhere Rendite auf seinen Obligationenbestand erzielen. Aber Krisenzeiten haben uns

gelehrt, daß es nicht sinnvoll ist, dem durchschnittlichen Anleger eine solche Investition nahezulegen.

Wir können nur einige wenige Ausnahmen empfehlen.

Hierzu zählen insbesondere die Anleihen, die von den Vereinigten Staaten garantiert werden: Interessant sein dürften die steuerfreien „New Housing Issues“ (Rendite Juli 1971

5,8 %) und die tarifbesteuerten „New Community Deben-tures“ (Rendite September 1971 7,6 %).

Kündigungsrecht des Schuldners

Wenn auch die Gefahr vorzeitiger Kündigungen einer Anleihe durch den Schuldner nicht mehr so groß ist wie in früheren Zeiten, so soll doch noch einmal darauf verwiesen werden. Unser Standardbeispiel:

Die 5prozentige Anleihe der American Gas & Electric wurde 1928 bei einer Laufzeit von 100 Jahren zu 101

emittiert. Vier Jahre später fiel die Anleihe auf 62 1/2 und rentierte mit 8 %. 1946 brachten Anleihen dieser Kategorie eine Rendite von 3 %, und die 5prozentige Anleihe der Gas & Electric hätte mit 160 notieren müssen. Aber in diesem Moment machte die Gesellschaft von ihrem Kündigungsrecht Gebrauch und zahlte die Anleihe zu 106 zurück.

Im Laufe der Zeit lehnten die großen Institutionen mehr und mehr solche Konditionen ab. In jüngster Zeit läßt man ein Kündigungsrecht erst nach 10 Jahren ab Emissionszeit-punkt zu. Auch dadurch wird der mögliche Kursanstieg einer Anleihe mit hohem Coupon in einer Niedrigzinsperi-ode immer noch gehemmt, wenn auch nicht verhindert.

In der Praxis empfehlen wir Anlegern, sich beim Kauf langfristiger Anleihen auf Titel mit niedrigem Coupon zu beschränken. Die Möglichkeiten für den Emittenten, vorzeitig zu kündigen, sind in diesem Fall dann weitgehend beschränkt.

Vorzugsaktien

(Amerikanische Vorzugsaktien sind in keiner Weise in bezug auf ihren rechtlichen Status mit deutschen Vorzugsaktien zu vergleichen. Der Übersetzer.)

Einige allgemeine Bemerkungen zu Vorzugsaktien: Der typische Vorzugsaktionär ist abhängig vom Willen der Gesellschaft, Dividenden auf Stammaktien zu zahlen. Sollte einmal keine Dividende auf die Stammaktien der Gesellschaft gezahlt werden, so wird die Position des Vorzugsaktionärs prekär. Es gibt keine rechtliche Verpflichtung für das Unternehmen, Vorzugsaktien mit einer Dividende zu bedienen, solange die Stammaktionäre leer ausgehen.

Auf der anderen Seite ist der Vorzugsaktionär nicht am Gewinn des Unternehmens beteiligt, der über seine Vorzugs-68 **Intelligent investieren**

dividende hinausgeht. Insoweit hat der Vorzugsaktionär weder die rechtlichen Ansprüche eines Obligationärs noch die Gewinnmöglichkeiten eines normalen Aktionärs. Die Schwäche der Rechtsposition des Vorzugsaktionärs zeigt sich besonders in rezessiven Phasen. Insofern kann vor einer Anlage in dieser Wertpapierform generell nur abgeraten werden. Diese Papiere eignen sich ausschließlich dann für ein Engagement, wenn sie auf einer weit unterbewerteten Basis notieren. Dann allerdings sind sie kein Anlageobjekt für den konservativen Anleger.

Mit anderen Worten, diese Papiere können entweder als Spezialsituation gekauft werden oder überhaupt nicht.

Weiterhin gibt es bei Vorzugsaktien hinsichtlich der steuer-lichen Behandlung spezielle Faktoren. Während Gesellschaften für die in ihrem Portefeuille vorhandenen Dividenden auf Vorzugsaktien nur einen Steuersatz von 15 % zu tragen haben, müssen Zinsen auf Anleihen voll versteuert werden.

Nachdem der Körperschaftssteuersatz seit 1972 48 % beträgt, werden somit 100 $ Vorzugsdividendeneinkommen nur mit 7,20 $ besteuert und 100 $ Zinseinkommen voll mit 48 $ Steuern belastet.

Andererseits zahlen individuelle Anleger sowohl auf Zinseinkommen wie auf Vorzugsdividendenerträge ihren gleichen persönlichen Steuersatz. Insofern müßte man kon-sequenterweise empfehlen, daß steuerfreie Anleihen ausschließlich von individuellen Anlegern und qualitätsmäßig gut ausgestattete Vorzugsaktien nur von Gesellschaften erworben werden.

Wertpapierarten

Anleihe und Vorzugsaktie als Anlagemedium bzw. Finanzierungsform sind leicht verständliche Wertpapierarten. Der

Obligationär hat Anspruch auf einen festgelegten Zinssatz und die Zurückzahlung seines Kapitals zu einem bestimmten Zeitpunkt.

Der Vorzugsaktionär hat einen Anspruch auf einen festen Dividendensatz. Er ist dem Stammaktionär gegenüber bevorrechtigt. Auf Kapitalzurückzahlung zu einem bestimmten Datum besteht kein Anspruch. Manchmal besitzt der Vorzugsaktionär ein Stimmrecht, in einigen Fällen ist sein Dividendenanspruch kumulativ.

Die Mehrzahl der Anleihen und Vorzugsaktien sind in der oben ausgeführten Weise ausgestattet, es gibt allerdings auch eine erhebliche Anzahl von Ausnahmefällen. Die bekanntesten

Variationen sind Wandelanleihen sowie genußscheinähnliche Anleihen (Income Bonds). Zinsen auf „Income Bonds“

müssen nur dann gezahlt werden, wenn das Unternehmen diese auch aus dem Gewinn erwirtschaftet.

Wir halten es für wesentlich interessanter, wenn Gesellschaften die Finanzierungsform des Income Bond nutzen als die Form der Vorzugsaktie. Daß man von dieser Finanzierungsform heute so wenig Gebrauch macht, hängt mit historischen Entwicklungen zusammen. Diese Finanzierungsform kam im Zusammenhang mit den Reorganisationen und Sanierungsmaßnahmen bei den Eisenbahngesellschaften zum erstenmal auf! Damit haftet ihnen heute noch der Status finanzieller Schwäche und niedriger Qualität an.

Aber diese Wertpapierform besitzt einige erhebliche Vorteile: Die Zinskosten können einmalig von der Körperschaftssteuer abgesetzt werden. Außerdem hat der Anleger zum einen den absoluten Anspruch auf Zinszahlung, wenn verdient wird, unabhängig davon, ob Stammaktien mit Dividenden bedient werden. Zum anderen ist er im Konkursfall bevorrechtigt.

Leider scheinen aber die historischen Vorurteile einer Renaissance dieser Finanzierungsform entgegenzustehen.

KAPITEL

5

Der konservative Anleger und Aktien Anlagekriterien bei Stammaktien

Im Jahre 1949 mußten wir in unserer ersten Ausgabe eine Verteidigung für die Aktie schreiben und ihre Anlagequalitä-

ten eindeutig herausstellen. Aktien wurden damals im allgemeinen als äußerst spekulativ eingestuft. Stammaktien betrachtete man

damals als sehr unsichere Anlage. Sie waren von ihren Höchstkursen im Jahre 1946 erheblich gefallen und anstatt nun das damalige niedrige Niveau gerade aus diesen Gründen attraktiv zu finden, stand fast jedermann der Aktie sehr skeptisch gegenüber.

Wir haben auf die völlig veränderte Situation in den vergangenen 20 Jahren hingewiesen. In dieser Zeit hat der fast kontinuierliche Kursanstieg dieses Finanzierungsmedium als absolut sicher und ertragreich erscheinen lassen. Vielleicht kann auch diesmal ein genereller Wendepunkt bevorstehen.

Wir brachten im Jahre 1949 zwei Argumente für eine Anlage in Aktien: Erstens, daß diese Anlageform einen gewissen Schutz gegen die Inflation biete, im Gegensatz zu Anleihen, die keinerlei Schutz gegen eine inflationäre Entwicklung gewähren, und zweitens, daß damals die zu erwartenden Erträge von Aktien wesentlich über denen von Anleihen lagen. So übertraf damals die durchschnittliche Dividenden-72 **Intelligent investieren**

rendite die Rendite von erstklassigen Anleihen bei weitem.

Und die Tatsache, daß auch damals ein großer Teil der Gewinne reinvestiert wurde, ließ eine kontinuierliche Wertsteigerung erwarten. Diese beiden Vorteile haben dann in den folgenden Jahren der Aktie im Vergleich zur Anleihe eine wesentlich bessere Entwicklung gebracht. Trotzdem haben wir immer darauf hingewiesen, daß der Anleger erhebliche Risiken eingeht, wenn er Aktien zu weit überhöhten Preisen kauft. Das war 1929 der Fall, und die Börse brauchte 25 Jahre, um die erheblichen Verluste, die durch diese Kursexzesse verursacht worden waren, wieder auszu-bügeln. Auch seit 1957 haben Aktien aufgrund der relativ hohen Kurse ihren traditionellen Renditevorteil wieder verloren. Es bleibt abzuwarten, ob Inflation und kontinuierliches Wachstum diesen Nachteil ausgleichen können.

Wir machen keinen Hehl aus der Tatsache, daß wir uns auf Basis eines Dow Jones von 900 (Anfang 1972) mit einem Aktienengagement nicht gerade wohl fühlen. Wir haben allerdings

die Gründe schon aufgeführt, warum wir grundsätzlich immer, wenn auch reduziert, am Aktienmarkt engagiert bleiben wollen. Ein 100prozentiges Engagement am Rentenmarkt erscheint uns als das größere Übel.

Regeln für den Aktienanteil

Die Aktienauswahl für den defensiven Anleger sollte kein großes Problem sein. Wir empfehlen, folgende vier Regeln zu befolgen:

1. Streuen, aber nicht zu stark diversifizieren. Mindestens 10

verschiedene Papiere, aber keinesfalls mehr als 30.

2. Die Gesellschaften sollten bedeutend sein und konservativ finanziert sein. Wir werden am Ende dieses Kapitels diesen Grundsatz noch etwas näher erläutern.

3. Jede Aktiengesellschaft, deren Papiere sie kaufen, sollte lange ununterbrochen Dividenden gezahlt haben. Zumindest seit 1950 sollte permanent eine Dividende gezahlt worden sein.

4. Der Anleger sollte für eine Aktie nicht mehr als das 25fache der Durchschnittsgewinne der letzten 7 Jahre und nicht mehr als das 20fache der Gewinne der letzten 12

Monate zahlen. Eine solche Begrenzung würde praktisch sämtliche Wachstumswerte für eine Portefeuilleanlage ausschließen, obwohl diese Werte in den vergangenen Jahren ja nun gerade die Paradepferde der Wall Street waren. Wir werden im folgenden unsere Gründe für eine so drastische Beschränkung erläutern.

Wachstumswerte und der defensive Anleger Unter Wachstumswerten versteht man im allgemeinen Gesellschaften, deren Gewinn pro Aktie in den vergangenen Jahren kontinuierlich stärker als der Durchschnittsgewinn der Aktiengesellschaften

gestiegen ist, und von denen man erwartet, daß sich dieser positive Trend auch in Zukunft fortsetzt. (Einige Wertpapierberater würden sagen, daß ein Wachstumswert zumindest einen jährlichen Gewinnanstieg von 7 % haben bzw. den Gewinn alle 10 Jahre verdoppeln sollte.)

Sicherlich, solche Aktiengesellschaften müssen im allgemeinen als attraktiv bezeichnet werden. Die Gefahr besteht nur darin, daß diese Gesellschaften heute im Vergleich zu ihren Gewinnen so hoch bewertet werden, daß sie weit über den ihnen zuzubilligenden Kurs-Gewinn-Verhältnissen notieren. Damit unterliegen diese Werte heute sehr stark spekulativen Momenten. Eine erfolgreiche Anlagepolitik wird dadurch erheblich erschwert.

Der führende Wachstumswert ist seit langer Zeit IBM. Diejenigen, die die Aktien dieser Gesellschaft seit Jahren im Portefeuille gehalten haben, können auf überzeugende Gewinne verweisen. Trotzdem müssen wir darauf hinweisen, daß die Aktien dieser Gesellschaft innerhalb von sechs Monaten 1961/62 50 % ihres Wertes verloren haben. Ähnliches passierte noch einmal in 1969/70 und in 1973/74.

Andere „Wachstumsaktien“ erlebten in der Vergangenheit noch stärkere Kurseinbrüche, insbesondere dann, wenn es gleichzeitig zu starken Gewinneinbrüchen kam. Ein gutes Beispiel ist Texas Instruments. Die Aktien dieser Gesellschaft stiegen innerhalb von sechs Jahren von 5 auf 256, ohne daß jemals eine Dividende gezahlt wurde. Die Gewinne pro Aktie stiegen im gleichen Zeitraum von 0,40 auf 3,91 Dollar je Aktie. Der Kurs stieg also fünfmal so schnell wie der Gewinn pro Aktie. Aber zwei Jahre später fiel der Gewinn um 50 %, der Kurs allerdings um 80 % auf 49.

Sicherlich verstehen Sie nun, warum wir Wachstumsaktien generell für zu riskant für den konservativen Anleger halten.

Sicherlich, mit Wachstumsaktien kann man erhebliche Gewinne erzielen, wenn man sie zum richtigen Zeitpunkt kauft und kurz vor

dem großen Zusammenbruch verkauft.

Aber die Chance, daß der normale Anleger gerade die richtige Anlagestrategie in bezug auf Wachstumsaktien verfolgt, ist nicht besonders groß. Wir glauben, daß gerade aufgrund der Unpopularität der Aktien der großen Unternehmen diese wegen des relativ attraktiven Kurs-Gewinn-Verhältnisses dem Anleger heute einen guten Anlageerfolg bieten.

Veränderungen im Portefeuille

Es ist heute üblich, relativ häufig Veränderungen im Portefeuille vorzunehmen. Beinahe alle Brokerhäuser fertigen

kostenlos Depotanalysen an in der Hoffnung, Provisionen an den Depotumschichtungen zu verdienen.

Auch der konservative Anleger sollte zumindest einmal im Jahr sein Depot durchleuchten lassen. Allerdings sollte er dabei immer seine grundsätzlichen Überlegungen beachten, die er bei der Erstanlage des Depots angestellt hat. Auch seinem Berater sollte er ganz genau die Grundsätze seiner Depotstrategie erläutern. Insbesondere die oben angeführten vier grundsätzlichen Regeln sollten erläutert werden. Häufige Depotumschichtungen werden dann nicht nötig sein.

„Dollar Cost Averaging“

Die New York Stock Exchange hat sehr viel Mühe darauf verwandt, den von ihr entwickelten „Monthly Investment Plan“ zu popularisieren. Dieser „Plan“ beinhaltet eine Strategie, die darauf hinausläuft, jeden Monat einen gleichen Betrag für den Kauf einer oder mehrerer Aktien aufzuwenden. Über einen Zeitraum ständig steigender Kurse, wie seit 1949, hat diese Strategie erhebliche Erfolge aufzuweisen, insbesondere deshalb, weil sie den unerfahrenen Anleger davon abhielt, gerade zum falschen Zeitpunkt an der Börse einzusteigen.

In einer kürzlich erschienenen Untersuchung wurden die Ergebnisse einer nach dem „Dollar Cost Averaging“ vorge-nommenen Anlage vorgestellt. Die Tests umfaßten 23 zehn-jährige Kaufperioden, wobei die erste 1929 und die letzte 1952 begann. Der durchschnittliche Gewinn am Ende der 23

Kaufperioden betrug 21,5 %, ohne Berücksichtigung der Dividenden. Man braucht nicht extra darauf hinzuweisen, daß es zeitweise erhebliche Verluste gab.

Man kann gegen diese relativ erfolgreiche Anlagestrategie einwenden, daß es kaum Leute gibt, die regelmäßig über 76

einen Zeitraum von 20 Jahren den gleichen Geldbetrag in Aktien anlegen können. Mir scheint, daß dieser Einwand im Laufe der letzten Jahre erheblich an Überzeugungskraft eingebüßt hat. Aktien werden heute immer mehr als notwendige Komponente eines sinnvollen Sparplans anerkannt. Wir können nicht einsehen, warum dem Kauf von Aktien stärkere psychologische und finanzielle Argumente entgegenste-hen sollten als dem Erwerb von Sparbriefen oder dem Abschluß von Lebensversicherungsverträgen.

Die monatlich aufzuwendenden Beträge können ruhig sehr klein sein, das Ergebnis nach 20 Jahren Ansparungszeit kann dennoch äußerst zufriedenstellend ausfallen.

Die persönliche Lage des Anlegers

Nun wollen wir stärker auf die persönliche Situation des einzelnen Anlegers eingehen. Wie stark sollte die individuelle Situation des einzelnen seine Anlagestrategie beeinflussen?

Nehmen wir drei konkrete Beispiele:

(1) Eine Witwe, die 200 000 $ besitzt und damit ihren Lebensunterhalt und den ihrer Kinder finanzieren muß.

(2) Einen erfolgreichen Arzt in mittlerem Alter mit Ersparnissen von 100 000 $ und jährlichen Ersparnissen von 10 000 $ und

(3) einen jungen Mann, der 200 $ in der Woche verdient und 1000 $ im Jahr spart.

Für die Witwe ist es sehr schwierig, den Lebensunterhalt aus ihrem Einkommen zu bestreiten. Andererseits ist sie zu einer konservativen Anlagepolitik gezwungen. Als Kompromiß bietet sich eine Aufteilung an, die zur Hälfte aus Staatsanleihen und erstklassigen Stammaktien besteht. (Sicherlich kann **Der konservative Anleger und Aktien** 77

sie auch, wie wir es für den konservativen Anleger oben bereits beschrieben haben, den Aktienanteil einmal bis auf 75 % erhöhen.)

Wir gehen keinesfalls davon aus, daß sich die Witwe auch einmal als aggressiver Anleger betätigt. Auf keinen Fall darf die Witwe in ihrer persönlichen Situation spekulative Risiken auf sich nehmen, um einen „Extragewinn einzustreichen“. Wenn sie unbedingt über ein höheres Einkommen verfügen will, als ihre Kapitalerträge erlauben, sollte sie lieber jährlich einen Teil ihres Kapitals angreifen und 2000 $

pro Jahr abziehen, als sich in spekulative Abenteuer ein-lassen, bei denen sie auch einmal die Hälfte ihres Kapitals verlieren kann.

Obwohl der Arzt keinesfalls ähnliche Verpflichtungen und Schwierigkeiten wie die Witwe hat, empfehlen wir eine ähnliche Anlagestrategie. Ist er wirklich bereit, sich kontinuierlich um sein Depot zu kümmern? Wir möchten das bezweifeln.

Wenn er dazu nicht bereit ist, sollte er die gleiche konservative Anlagepolitik wie die Witwe verfolgen. Das gleiche gilt für seine jährlichen Ersparnisse. Die Streuung sollte auch hier mit der des bereits vorhandenen Depots identisch sein. Natürlich hat der durchschnittliche Arzt eine bessere Chance, als aggressiver Anleger Erfolg zu haben bzw. sich eine solche Anlagepolitik leisten zu

können. Aber wir bezweifeln, daß er für die Überwachung seines Depots genügend Zeit wird aufwenden können. Sein Beruf wird ihn viel zu sehr in Anspruch nehmen. In der Tat, Ärzte scheinen nach Untersuchungen nur selten eine glückliche Hand an der Börse gehabt zu haben.

Der Grund liegt wohl darin, daß diese Berufsgruppe meist ein erhebliches Vertrauen in die eigenen Fähigkeiten hat und sich deswegen eine intelligente Anlagepolitik zutraut, ohne zu realisieren, daß einfach die Zeit dafür fehlt. Und natürlich fehlt auch oft das fachmännische Verständnis für diffizile Anlageprobleme.

Auch der junge Mann, der 1000 $ im Jahr spart, muß im Endeffekt die gleiche Anlagepolitik anwenden, wenn auch aus völlig anderen Gründen. Ein Teil seiner Ersparnisse sollte automatisch in Sparbriefen angelegt werden. Der Rest-betrag ist so gering, daß es sich für ihn einfach nicht lohnt, sich als aggressiver Anleger zu verhalten.

Zweifellos, das Gebiet der Finanzen übt eine Faszination für jeden jungen Mann mit begrenzten Anlagemitteln aus. Er möchte sowohl eine intelligente als auch eine sehr ertragreiche und aggressive Anlagepolitik durchführen, obwohl seine Anlagemittel im Verhältnis zu seinem Einkommen eine untergeordnete Rolle spielen. Gut, warum sollte er nicht schon sehr frühzeitig, wenn auch mit begrenzten Mitteln, eine aggressive Anlagestrategie verfolgen? Wenn er dabei etwas Geld verliert, ist das nicht besonders schlimm für ihn.

Aber wir empfehlen ihm, wegen der begrenzten Mittel nicht allzuviel Zeit auf die Anlagepolitik zu verschwenden.

Damit kommen wir zurück auf die Aussage, die wir bereits zu Anfang gemacht haben: Die Rendite, die der Anleger anstrebt, sollte abhängig sein von seinem Wissen, seiner Erfahrung und seinem

Temperament in bezug auf finanzielle Dinge, nicht so sehr von der Höhe seiner verfügbaren Mittel.

Einige Bemerkungen zum Risiko

Man hat sich daran gewöhnt, Anleihen als risikoarme Wertpapiere zu bezeichnen. Sie werden für weniger riskant als Vorzugsaktien gehalten, und diese wiederum für sicherer als Stammaktien. Von hier stammt das allgemeine Vorurteil gegenüber Aktien, diese seien nicht besonders sicher. In diesem Zusammenhang bleibt darauf hinzuweisen, daß Sicherheit und Risiko zwei unterschiedliche Tatbestände bei

Wertpapieren kennzeichnen. Eine Anleihe wird dann als unsicher bezeichnet, wenn entweder Zinsen nicht bezahlt werden können oder sogar das Kapital nicht vereinbarungs-gemäß zurückgezahlt werden kann. In ähnlicher Weise kann eine Vorzugsaktie oder eine Aktie als unsicher klassifiziert werden, wenn sie aufgrund eines bestimmten Dividendensatzes erworben wurde und nun diese Dividendensätze nicht mehr aufrechterhalten werden können. Genauso kann von Risiko gesprochen werden, wenn der Anleger zu einer bestimmten Zeit gezwungen ist, seine Anlage unter Einstandskosten zu veräußern.

Davon abgesehen wird die Bezeichnung Risiko auch oft angewandt, um einen möglichen Kursrückgang einer Aktie darzustellen, der zyklischer oder temporärer Natur ist und der nicht mit einem Zeitpunkt zusammenfällt, zu dem der Anleger zum Verkauf gezwungen ist.

Diese Risiken sind typisch für alle Aktien und Anleihen (sie bestehen allerdings nicht bei Sparbriefen). Aber wir sind der Auffassung, daß es sich bei Marktschwankungen nicht um echte Risiken im wahrsten Sinne des Wortes handelt. Das Risiko, das in einem Geschäft besteht, wird danach bemessen, wie wahrscheinlich eventuelle Verluste sind und nicht daran, was passieren würde, wenn der Eigentümer es heute veräußern müßte. Im Kapitel 8 legen wir unsere Überzeugung dar, daß der Anleger, der einen Verlust

erleidet, ihn nicht deswegen erleidet, weil der Kurs seines Anlageobjektes schwankt; oder sagen wir es umgekehrt: Nicht die Tatsache, daß ein Kursrückgang einmal erfolgt, bedeutet, daß der Anleger das Risiko eines Verlustes eingeht. Wenn ein Portefeuille gut zusammengestellter Aktien im Laufe einer Reihe von Jahren ein gutes und zufriedenstellendes Ergebnis zeigt, dann hat dieses Portefeuille seine Sicherheit bewiesen.

Innerhalb einer bestimmten Zeitspanne wird das Aktienportefeuille mit großer Wahrscheinlichkeit einmal weniger 80 **Intelligent investieren**

wert sein als es gekostet hat. Wenn diese Tatsache ein Wertpapierengagement „risikoreich“ macht, dann muß man es aber gleichzeitig für „sicher“ wie auch für riskant halten. Ich glaube, wir vermeiden die Konfusion, die durch diese Begriffsvermischung entsteht, am besten dadurch, daß wir den Begriff Risiko nur einem Verlust zuordnen, der entweder durch einen Notverkauf verursacht oder durch eine völlige Veränderung in der Situation des Unternehmens verursacht wurde oder daraus resultiert, daß der Käufer die Aktie zu einem Preis erworben hat, der weit über dem inneren Wert der Aktie lag.

Die Aktien vieler Gesellschaften können einen solchen plötzlichen Kurszusammenbruch erleiden. Aber wir sind der Auffassung, daß ein Depot gut ausgesuchter konservativer Wertpapiere dieses Risiko nicht beinhaltet, und daß man es deswegen nicht als riskant bezeichnen sollte, auch wenn ab und zu Kursschwankungen auftreten. Nur dann besteht ein „Risiko“, wenn die Aktien im Verhältnis zu ihrem inneren Wert erheblich zu teuer erworben wurden.

Eine Bemerkung zu den von uns empfohlenen „großen, bekannten und konservativ finanzierten Gesellschaften“: Diese Art von Aktien haben wir schon in den ersten Kapiteln dem konservativen Anleger zur Anlage empfohlen. Natürlich ist es immer sehr schwierig, genaue Abgrenzungen für solch allgemeine Bezeichnungen zu finden. Wir gehen davon aus, daß es sich um eine konservativ finanzierte

Gesellschaft handelt, die man im allgemeinen Sprachge-brauch auch als solche ansieht: Eine Industrieaktiengesell-schaft kann dann als konservativ finanziert gelten, wenn das Eigenkapital zumindest die Hälfte des gesamten investierten Kapitals umfaßt. Bei einer Eisenbahngesellschaft, einem Energieversorgungsunternehmen, einer Telefongesellschaft oder einem Wasserversorgungsunternehmen genügen bereits 30 % Eigenkapitalanteil, damit sie für uns als konser-Der konservative Anleger und Aktien 81

vativ finanziert gelten können. Unter der Bezeichnung „groß und prominent“ fassen wir die Gesellschaften zusammen, die eine erhebliche Größenordnung erreicht haben und in ihrem Industriezweig die führende oder eine führende Position einnehmen.

Um vielleicht etwas konkreter zu werden: Wir würden heute eine Gesellschaft nur dann als groß bezeichnen, wenn sie zumindest ein Umsatzvolumen von 50 Mio. Dollar aufweist oder über ein Kapital von 50 Mio. Dollar verfügt.

Außerdem sollte das Unternehmen zu den Gesellschaften innerhalb des eigenen Industriezweigs zählen, die üblicherweise bei Aufzählungen nach der Größenordnung im ersten Drittel erwähnt werden.

Natürlich muß man nicht sklavisch solchen Regeln folgen.

Jede andere Eingrenzung, die fast ausschließlich große und führende Gesellschaften umfaßt, kann verwendet werden.

Wichtig ist nur, daß eine eindeutige Unterscheidung und Untergliederung in erstklassige und zweitklassige Gesellschaften vorgenommen wird.

KAPITEL

6

Die Depotstrategie für den aggressiven Anleger: Worauf er achten und welche Erwerbsstrategien er vermeiden sollte

Der sogenannte „aggressive Anleger“ sollte grundsätzlich von der gleichen Basis ausgehen, nämlich der Aufteilung seines Gesamtdepots auf erstklassige Anleihen und erstklassige Stammaktien, die zu einem nicht überbewerteten Kurs erworben werden sollten. Er sollte zwar darauf vorbereitet sein, jederzeit auch andere Papiere zu erwerben, aber für jedes Abgehen von der allgemeinen Richtlinie muß er überzeugende Gründe haben. Es ist nicht leicht, die Anlagestrategie für den aggressiven Anleger zu erläutern, da es eine Unzahl von Strategien gibt, und diese nicht nur von der Kompetenz des Anlegers und seinem Vermögen abhängig sind, sondern auch von seinem Interesse und seinen Präferenzen.

Am besten definiert man seine Strategie erst einmal von der negativen Seite her. Vorzugsaktien sollte er den anderen Käufergruppen überlassen. Er sollte auch keinesfalls zweit-oder drittklassige Anleihen und Vorzugsaktien erwerben.

Ausnahme: Diese Papiere notieren erheblich unter ihrem Wert, das heißt, Anleihen mit hohem Coupon zumindest 30 % unter pari und Anleihen mit niedrigem Coupon noch wesentlich tiefer.

Der aggressive Anleger sollte auch keine Auslandsanleihen kaufen, selbst wenn diese manchmal eine sehr interessante Rendite aufweisen. Er sollte auch vorsichtig sein bei allen Arten von Neuemissionen, einschließlich Wandelanleihen und Vorzugsaktien, und auch bei Aktien von Gesellschaften, die nur in der jüngsten Vergangenheit eine ausgezeichnete Gewinnentwicklung aufgewiesen haben. Was Anleihen betrifft, so empfiehlt sich im allgemeinen wie bei dem konservativen Anleger nur ein Engagement in erstklassigen tarifbesteuerten Industrieobligationen oder in steuerfreien Staatsanleihen erster Qualität.

Zweitklassige Anleihen und Vorzugsaktien Nachdem heute selbst erstklassige Anleihen so gute Renditen bieten, scheint es nicht mehr besonders sinnvoll zu sein, zweitklassige Anleihen zu erwerben. Schon seit einigen Jahren haben sich die Emissionsbedingungen für zweitklassige Emittenten so sehr verschlechtert, daß Anleihen dieser Kategorie ohne irgendeinen „Equity-Kicker“ (Wandelanleihen oder Optionsanleihen müssen schon angeboten werden) kaum plaziert werden können. Daraus resultiert die Tatsache, daß fast alle zweitklassigen Anleihen, die heute an der Börse notiert werden, aus alten Emissionen stammen. Insofern könnte der Anleger bei einem Kauf dieser Anlageobjekte, die weit unter pari notieren, erhebliche Kapitalgewinne erzielen, vorausgesetzt, daß sich die Position des Schuldners erheblich verbessert, oder daß es zu einer deutlichen Herabsetzung der Zinssätze kommt.

Aber auch unter Berücksichtigung dieser Gewinnqualitä-

ten befinden sich die zweitklassigen Emissionen in Konkurrenz mit den besseren Anleiheschuldnern. Einige der besten Industrie- und Eisenbahnobligationen, die nur einen **Die Depotstrategie für den aggressiven Anleger** 85

Coupon von 2 1/2 bis 4 % aufweisen, notierten im Jahre 1970

mit 50 %. Zum Beispiel: American Telephone & Telegraph mit einem Coupon von 2 5/8, fällig 1986, notierten 1970 mit 51, Atchison, Topeka & Santa Fe RR (4 %), fällig 1995, notierten mit 51, McGraw-Hill (3 7/8 %), fällig 1992, notierten 50 1/2.

Somit kann der aggressive Anleger selbst bei einer Anlage in erstklassigen Anleihen all das erreichen, was er wünscht. Er hat eine hohe Rendite sowie die Chance auf gute Kapitalgewinne.

Wir weisen immer darauf hin, daß es sicherlich möglich ist, daß wir wieder eine Kapitalmarktsituation bekommen können, wie sie schon einmal in der Vergangenheit bestanden hat. Auch in Zukunft sind durchaus sehr differenzierte Bewertungen möglich. So gab es zum Beispiel Zeiten, in denen erstklassige Anleihen nur halb soviel

Rendite brachten wie zweitklassige Papiere. Aber auch in einer solchen Situation würden wir vor dem Erwerb zweitklassiger Papiere warnen. Die Klassifizierung von Anleihen erfolgt nach dem Deckungsverhältnis

$$\frac{\text{Bruttogewinn + Zinszahlung für Obligationen}}{\text{jährliche Zinszahlungen}}$$

Während nach unseren Vorstellungen für den Anleger eine Anleihe nur dann interessant ist, wenn dieses Deckungsverhältnis mindestens 5 beträgt, der jährlich notwendige Betrag für Zinszahlungen durch den dafür nötigen Finanzierungs-betrag fünfmal gedeckt ist, umfaßt der für zweitklassige Obligationen mögliche Finanzierungsspielraum oft nur das 1,5fache der notwendigen Zinszahlungen. Wenn dann aus irgendwelchen Gründen, sagen wir konjunktureller Art, das Deckungsverhältnis noch weiter schrumpft, wird das Unternehmen sehr schnell Zinszahlungen aussetzen müssen, oder 86 **Intelligent investieren**

die Zinszahlung wird zumindest sehr schnell zweifelhaft.

Ein unweigerlich sehr starker Kursverfall der Anleihe ist mit einer solchen Gefährdung immer verbunden, selbst wenn immer noch Zinsen gezahlt werden sollten.

Ausländische Anleihen

Alle Anleger, selbst die mit nur geringer Erfahrung, wissen, daß man mit ausländischen Anleihen seit 1914 extrem negative Erfahrungen gemacht hat. Das war sicherlich unver-meidbar in einer Zeit, in der es zwei Weltkriege gab, und außerdem noch eine Weltwirtschaftskrise.

Trotzdem werden jedes Jahr erhebliche Beträge an ausländischen Schuldverschreibungen, teilweise sogar über pari, in den USA veräußert.

Wir haben momentan keinen konkreten Grund, uns irgendwelche Sorgen über Schuldnerstaaten wie zum Beispiel Aus-tralien oder Norwegen zu machen. Aber wir wissen eines ganz genau: Sollte es zu Schwierigkeiten in dem einen oder anderen Land kommen, dann hat der einzelne Gläubiger keinen Titel, um rechtlich seine Forderung in diesem Staat einzuklagen. Wir erinnern uns nur allzugut an diejenigen, die im Jahre 1953 zu einem Preis von 117 die 4 1/2 prozentige Kuba-Anleihe erwarben, und die dann nicht nur mitansehen mußten, daß man die Zinsen nicht zahlte, sondern auch einen Kurszusammenbruch auf 20 erlebten. Das war im Jahre 1963. In diesem Jahr stand die 5 1/4 prozentige Anleihe von Belgisch-Kongo (bei 30, und verschiedene polnische Schuldverschreibungen notierten mit 7. Erinnern wir uns auch an die 8prozentige tschechische Anleihe, die zuerst im Jahre 1922 in den USA zu 96 1/2 eingeführt wurde. Sie stieg bis 112 in 1928 an, fiel auf 67 3/4 im Jahre 1932, erholte sich wieder auf 106 in 1936, fiel 1939 wieder auf 6; stieg auf 117 in 1946; fiel auf 35 in 1948 und notierte 1970 bei 7!

Neuemissionen im allgemeinen

Natürlich ist es sicherlich nicht sinnvoll, irgendwelche Äußerungen über Neuemissionen im allgemeinen zu machen. Dafür gibt es viel zu unterschiedliche Angebote auf diesem Gebiet. Aber wir empfehlen, auf jeden Fall, vorsichtig jedes Papier erst einmal genau zu prüfen.

Es gibt eine ganze Reihe von Gründen für besondere Vorsicht. Insbesondere wird die Mehrzahl der Neuemissionen unter besonders günstigen Marktkonditionen veräußert, das heißt unter besonders günstigen Konditionen für den Verkäufer und um so schlechteren für den Anleger. Dazu kommt, daß Neuemissionen oft aktiv „an den Mann gebracht“ werden. Das gilt gleichermaßen für Neuemissionen von Anleihen, Vorzugsaktien und Stammaktien.

Wir können anhand der Entwicklung in vergangenen Perioden aufzeigen, daß das Gewicht des „An-den-Mann-Bringens“ zu

bestimmten Zeitpunkten groß ist, und zu anderen kaum eine Bedeutung hat. So wurden die Anleihen nur sehr vorsichtig an den Markt gebracht, als der Kapitalmarktzins noch relativ hoch war. Mit allerdings kontinuierlich fallen-den Zinssätzen und steigenden Anleihekursen nahm aber das Gewicht der „Verkäufer“ zu, bis in der Endphase dann für Neuemissionen eindeutig zu viel gezahlt wurde. Bei erstklassigen Obligationen blieben die Auswirkungen der über-steigerten Neuemissionspreise allerdings gering. Anders sieht die Situation schon aus, wenn man die Emission von zweitklassigen Anleihen und Vorzugsaktien betrachtet, die in den Jahren 1945/46 und 1960/61 ihren Höhepunkt erreichte. Nach diesen beiden Hausseperioden mußten die Käufer von Emissionen zweitklassiger Anleihen und Vorzugsaktien oft nicht unerhebliche Verluste hinnehmen. Emissionshäuser hatten die Papiere oft unter der Annahme an den Markt gebracht, daß sich die augenblicklichen, konjunkturell 88 **Intelligent investieren**

bedingt guten Gewinne der Emittenten auch in Zukunft wiederholen würden. Die folgende Änderung der Konjunktur-lage brachte für die Anleger, die aufgrund der Empfehlungen durch die Emissionshäuser diese Papiere erworben hatten, ein unangenehmes Erwachen.

Haussephasen an der Börse sind im allgemeinen auch dadurch gekennzeichnet, daß eine ungewöhnlich große Anzahl von Privatfirmen in Aktiengesellschaften umgewandelt wird. Das war der Fall in den Jahren 1945/46, 1960/62

sowie 1967/69. Die damals übliche Übersteigerung der Emissionspreise führte jeweils in der anschließenden Bör-senphase bei einer ganzen Reihe von Titeln zu erheblichen Kursverlusten.

Die Emission von Stammaktien

Die Finanzierung über Stammaktien kann auf zwei Arten vor sich gehen. Bei Gesellschaften, die bereits an der Börse notiert sind, werden sehr oft die neuen Aktien den Altaktionären im Verhältnis zu ihrem vorherigen Kapitalanteil angeboten. Der Bezugskurs wird unter dem augenblicklichen Börsenkurs festgesetzt und die

Bezugsrechte werden innerhalb einer Bezugsfrist gehandelt. Im allgemeinen werden die Bezugsrechte von den alten Aktionären voll ausgeübt und das Emissionskonsortium tritt eigentlich nur formal in Erscheinung. Damit braucht das Konsortium in diesem Falle auch keine besonderen Verkaufsanstrengungen zu unternehmen.

Die zweite Art der Emission wird besonders dann angewandt, wenn frühere Privatunternehmen in Aktiengesellschaften umgewandelt werden. Bei bereits notierten Gesellschaften tritt diese Art der Emission nicht so ausschließlich auf. Da hier das Bezugsrecht der Altaktionäre **Die Depotstrategie für den aggressiven Anleger** 89

ausgeschlossen ist, haben die Emissionshäuser an der Plazie-rung dieser Aktien ein besonderes Interesse, weil sie bei Nichtzeichnung des Emissionsbetrages selbst haften, bzw.

den Betrag selber übernehmen müssen.

Zu Beginn des Jahrhunderts wurden fast sämtliche großen Gesellschaften an der Börse eingeführt. Im Laufe der Zeit reduzierte sich damit sehr schnell die Anzahl der großen Unternehmen in den USA, die sich noch nicht in den Händen des Publikums befanden; damit konzentrierte sich das Angebot der Emissionshäuser mehr und mehr auf die kleineren Gesellschaften. Aber zur gleichen Zeit stiegen die Vorurteile des Publikums gegenüber den kleineren Gesellschaften, während die großen Publikumsgesellschaften mehr und mehr favorisiert wurden. Diese Kritik gegenüber kleineren Gesellschaften vermindert sich in Hausseperioden sehr schnell. In solchen Phasen gibt es auch eine ganze Reihe sehr attraktiver kleinerer Wachstumsgesellschaften, die das Interesse des Publikums für Wachstumsunternehmen nur vergrößern.

Die Entwicklung läuft dann folgendermaßen ab: Irgendwann einmal in der Mitte einer Hausseperiode treten die ersten Neuemissionen an der Börse auf. Der Emissionspreis zu diesem Zeitpunkt ist meist sehr attraktiv, und von den Zeichnern dieser Papiere können erhebliche Gewinne realisiert werden. Wenn der Aufwärtstrend an der Börse anhält, steigt die Anzahl der Emissionen kontinuierlich an.

Zuletzt verschlechtert sich die Qualität der Papiere, die dem Publikum zur Zeichnung angeboten werden, nicht unerheblich.

Die Emissionskurse dagegen steigen ins Unermeßliche.

Danach tritt das unvermeidliche Ereignis ein: Es gibt in vielen Fällen einen erheblichen Kurszusammenbruch. Wichtig ist, daß der Anleger den aggressiven Anlageberatern und Aktienverkäufern widersteht. Der Berater wird zwar darauf hinweisen, daß viele dieser Emissionen bereits einige wenige 90 **Intelligent investieren**

Tage nach der Emission erhebliche Kursgewinne aufgewiesen haben. Und sicherlich können wir diese kurzfristigen Ergebnisse keinesfalls abstreiten. Aber die ganze Atmosphä-

re in der Endphase dieses Neuemissionsmarktes ist so spekulativ, und das Geld wird dann meist so leicht verdient, daß es nur eines Funkens bedarf, um das ganze Gebäude zusam-menbrechen zu lassen.

Ein typisches Beispiel für diese Übertreibungen war die Erstemission der Aetna Maintenance Co. zu 9 $ im November 1961, dem Höhepunkt der großen Haussephase. Innerhalb ganz kurzer Zeit standen die Aktien auf 15 $. Im nächsten Jahr waren sie auf 2 3/8 gefallen, 1964 standen sie nur noch bei 7/8 $.

Es ist nicht besonders schwierig, ähnliche Fälle aufzu-tischen. Und noch weitaus katastrophalere Einbrüche gab es zwischen 1967 und 1970. Sehen wir uns nur die Entwicklung von AAA-Enterprise an: 1968 kam die Aktie mit 14 $ an die Börse. Sie stieg sofort auf 28 $, notierte allerdings 1971 nur mit 25 Cent. Von solchen „Geschichten“ kann man eine Menge lernen. Wir hielten das Lehrbeispiel AAA-Enterprise für so instruktiv, daß wir es im Kapitel 17 einer genaueren Untersuchung unterzogen haben.

KAPITEL

7

Anlagepolitik des aggressiven Anlegers: Welche Engagements er eingehen kann Der aggressive Anleger wird sein Anlageziel im allgemeinen darauf ausrichten, überdurchschnittliche Resultate zu erzielen. Wir denken hierbei, so erstaunlich das klingt, unter anderem auch an Engagements in Anleihen. Der Anleger wird vielleicht an solchen Obligationen wie steuerfreien Anleihen der Wohnungsbaubehörde interessiert sein (die von der Regierung garantiert werden) oder an steuerfreien hochverzinslichen Kommunalobligationen, die vom Staat garantiert werden. Daneben gibt es noch zweit- und drittklassige Anleihen, die so niedrig notieren, daß man sie praktisch zu „Ausverkaufspreisen“ bekommen kann. Aber diese fallen bereits in die Kategorie „Spezialsituationen“ und werden in einem späteren Kapitel erläutert.

Engagements in Stammaktien

Folgende Anlagemöglichkeiten gibt es für den aggressiven Anleger, wenn er eine Anlage in Stammaktien in Betracht zieht:

1. Kaufen bei Baisse und verkaufen bei Hausse.

2. Sorgfältig ausgewählte „Wachstumswerte“ erwerben.

3. Papiere zu „Ausverkaufspreisen“ erwerben.

4. „Spezialsituationen“.

Allgemeine Börsenstrategie: „Formula Investing“

Lange Jahre erschien die Strategie, dann zu kaufen, wenn der Markt niedrig stand, und dann zu verkaufen, wenn er sich erholt hatte, die allereinfachste Anlagepolitik zu sein. Aber wir geben zu, daß eine

solche Politik in den vergangenen 20 Jahren praktisch nicht möglich war. Man hätte schon ein Gefühl für die verschiedenen Trendwenden haben müssen, um mit dieser Strategie erfolgreiche Operationen abschließen zu können. Wir halten eine solche Anlagepolitik für kaum möglich.

Der 50 % : 50 %-Plan, den wir den defensiven bzw. konservativen Anlegern empfehlen, scheint uns immer noch der einzig sinnvolle „Formula-Investing“-Plan zu sein. Er scheint sich für alle Anleger, also auch für die aggressiven Investoren, zu eignen. Für diejenigen Anleger, die ganz fest umrissene Vorstellungen von möglichen Kursrisiken wie

-chancen haben, lassen wir die 25 % : 75 %-Alternative offen.

Wir haben diese Strategie bereits in den vorherigen Kapiteln erläutert. Andere Pläne dieser Art scheinen heute, im Gegensatz zu 1949, nicht besonders sinnvoll zu sein.

Kaufen von Wachstumsaktien

Jeder Anleger möchte gern Aktien besitzen, die über einen längeren Zeitraum überdurchschnittliche Zuwachsraten aufweisen werden. Aber genau diese Papiere auszuwählen, scheint nicht ganz einfach zu sein.

Natürlich ist es eine rein statistische Angelegenheit, wenn man Gesellschaften auswählt, die die Indizes in der Vergangenheit geschlagen haben. Jeder Broker kann Ihnen in kurzer Zeit 50 oder 100 solcher Papiere zusammenstellen. Warum dann nicht einfach 30 oder 20 dieser Werte aussuchen und aus ihnen das „Wachstumsportefeuille“ zusammenstellen?

Es gibt zwei Gründe gegen eine so einfache Strategie.

Erstens werden Aktien, die in der Vergangenheit gute bzw.

überdurchschnittliche Ergebnisse aufgewiesen haben, meist schon sehr hoch bewertet. Selbst wenn der Anleger dann die richtigen Papiere ausgewählt hat, wird sein Ergebnis vermutlich mager aussehen, da diese Papiere nun eben sehr hoch bewertet sind und so gut wie keine überdurchschnittlichen Kursreserven mehr vorhanden sind.

Zweitens darf eine vergangene, sehr erfolgreiche Entwicklung nicht immer in die Zukunft übertragen werden. Mit großer Wahrscheinlichkeit wird sich der Anleger irren, denn überdurchschnittliches Wachstum kann nicht ewig anhalten.

Irgendwann flacht die Wachstumskurve ab, und in vielen Fällen stürzt sie sogar abwärts.

Natürlich, wenn man nur auf einige sensationelle Wertentwicklungen hinweist, kann man von der überdurchschnittlichen Gewinnmöglichkeit von Wachstumswerten sprechen.

Aber schauen wir uns doch einmal die tatsächlichen Resultate der sogenannten Wachstumsfonds an, wie sie im „Wiesenberger“ verzeichnet sind. Von den in diesem Handbuch verzeichneten 120 Wachstumsfonds können 45 auf ein Alter von zehn und mehr Jahren verweisen. Die durchschnittliche Zuwachsrate dieser Fonds brachte in der Periode 1961 bis 1970 108 %, verglichen mit 105 % des S & P-Index und 83 %

im Dow Jones. 1969 und 1970 brachte die Mehrzahl der 126

Wachstumswerte weit unter dem Index liegende Ergebnisse.

Ähnliches beweisen frühere Untersuchungen. Resultat: Ein Engagement in „Wachstumswerten“ bringt im Durchschnitt keine besseren Resultate als in Standardwerten.

Es gibt keinen Grund anzunehmen, daß der durchschnittliche Anleger bei einem Engagement in Wachstumswerten bessere Ergebnisse erzielen kann als die Manager von Wachstumsfonds. Wir

müssen daher vor einem Engagement in diesem Sektor abraten. Hier sind bereits die meisten 94 **Intelligent investieren**

Anlagepolitik des aggressiven Anlegers 95

Marktchancen erkannt und ausgenutzt. Für den durchschnittlichen Anleger ist hier nicht mehr viel zu holen. Die oft bei weit über 20 notierenden Kurs-Gewinn-Verhältnisse sagen genug.

Erstaunlich ist, daß selbst die großen Wachstumsaktien innerhalb eines Trends erhebliche Kursschwankungen aufweisen. Für die kleineren Wachstumswerte gilt das in einem noch größeren Umfang. Das bestätigt unsere Vermutung, daß sich seit einigen Jahren das spekulative Element im Markt erheblich verstärkt hat, und daß von diesem Element selbst die großen, seriösen Wachstumsunternehmen nicht verschont geblieben sind. Diese Entwicklung sagt sicherlich nichts über die Qualität der Gesellschaften aus, aber eines scheint sicher: Das Kursrisiko in diesen Papieren ist erheblich größer geworden.

Aber, wird mich nun der normale Anleger fragen, sind die großen Gewinne nicht gerade von denen erzielt worden, die sich bereits frühzeitig in Wachstumsaktien engagiert haben?

Natürlich, das stimmt. Aber die großen Gewinne werden im allgemeinen sowieso von den Personen erzielt, die enge Beziehungen, sei es als Großaktionär, Angestellter oder sonstwie zu diesen Gesellschaften hatten und deswegen schon ganz frühzeitig auf die Entwicklung in diesen Unternehmen vertrauten. Menschen also, die schon ganz früh erhebliche Mittel in diesen Gesellschaften banden und sie durch dick und dünn durchhielten. Aber ein Anleger, der nicht diese engen Beziehungen zu der betreffenden Gesellschaft hat, wird sich immer wieder fragen müssen, ob er nicht einen viel zu großen Anteil seiner Anlagemittel in dieses eine Papier gesteckt hat, und die Versuchung, bei relativ hohen Kursen Teilverkäufe vorzunehmen, wird dann wachsen, meist lange, bevor der Höhepunkt in der Entwicklung der Gesellschaft erreicht ist.

Welche Engagements wir dem aggressiven Anleger empfehlen

Um überdurchschnittliche Resultate zu erzielen, müssen zwei Grundsätze vom Anleger beachtet werden: 1. Die Auswahl der Werte muß auf rationalen und objekti-ven Kriterien beruhen.

2. Es sollten alle Anlagestrategien vermieden werden, die schon von der Mehrzahl der Spekulanten und Anleger verfolgt werden. Aus Erfahrung erscheinen uns folgende drei Anlagestrategien diesen Kriterien gerecht zu werden.

Der Kauf von Aktien relativ unpopulärer großer Gesellschaften

Wenn wir annehmen, daß der Markt normalerweise Wachstumswerte erheblich überbewertet, so erscheint es nur logisch, daß andererseits Gesellschaften weitgehend unterbewertet werden, die unpopulär sind; sei es, daß sie aus konjunkturellen Gründen, sei es, daß sie nur temporär eine ungünstige Gewinnentwicklung aufzuweisen haben.

Wichtig bei dieser Anlagestrategie ist, daß man sich ausschließlich auf die sehr großen Gesellschaften konzentriert.

Während kleinere Gesellschaften auch aus ähnlichen Gründen unterbewertet sein können, erholen sie sich doch nach aller Erfahrung kursmäßig nicht so schnell wie die großen.

Hinzu kommt, daß die kleineren Gesellschaften durchaus auch einmal eine wesentlich längere Wachstumspause ein-legen bzw. untergehen können, während die größeren Unternehmen sich im Normalfall nach einiger Zeit sehr schnell wieder erholen.

Diese These wird durch eine ganze Reihe von Untersuchungen bestätigt. Eine Untersuchung beschäftigte sich mit dem Kursverhalten der unpopulären Aktien im Dow Jones

über eine ganze Reihe von Jahren. Bei der Untersuchung ging man davon aus, daß jedes Jahr ein Engagement in den gemessen am Kurs-Gewinn-Verhältnis billigsten sechs bzw.

zehn Werten vorgenommen wurde. Diese Werte wurden als die unpopulärsten Papiere charakterisiert. Die so erworbe-nen Aktien wurden nach ein bis fünf Jahren wieder ver-

äußert. Die Anlageergebnisse wurden dann mit der Entwicklung des Dow Jones und mit der Entwicklung der hochbe-werteten oder populären Dow-Jones-Werte verglichen. Der Vergleich, wie er unten abgebildet ist, umfaßt einen Zeitraum von 53 Jahren. In der Zeit von 1917 bis 1933 schien diese Anlagestrategie nicht recht erfolgreich zu sein. Aber seit 1933 sehen die Ergebnisse erstaunlich erfolgreich aus.

Von 1936 bis 1969, also in 34 Testreihen, war die „Performance“ der billigen bzw. unpopulären Aktien nur in drei Fällen schlechter als die Entwicklung des Dow Jones; in sechs Fällen waren die Ergebnisse gleich und in 25 Fällen eindeutig besser.

Die Untersuchung zeigt weiter, daß eine Anlage von 10 000 $

in den unpopulären Papieren im Jahre 1936, die jährlich nach den von uns oben gezeigten Anlagekriterien umgeschichtet wurde, bis 1962 auf 66 900 $ angewachsen wäre. Die Anlage in den populären Papieren hätte ein Ergebnis von 25 300 $

gebracht. Eine Anlage im Dow Jones hätte 44 000 $ erwirtschaftet.

Diese Anlagekonzeption erscheint äußerst einfach. Aber wenn man sich die Entwicklung einzelner Papiere ansieht, sollte man grundsätzlich einige Faktoren nicht gänzlich unbeachtet lassen. Aktien, die wegen sehr starker, zyklisch bedingter Gewinnschwankungen als spekulativ angesehen werden, weisen oft völlig unübliche Kurs-Gewinn-Verhältnis-Schwankungen auf. In

guten Jahren werden diese Papiere mit einem relativ niedrigen KGV, in schlechten Jahren mit einem relativ hohen KGV bewertet.

In der Tabelle 7-3 sehen sie die Entwicklung der Chrysler-Aktie, ein typisches Beispiel für die oben geschilderte Verhaltensweise von Aktien.

In diesem Fall hat die Börse jedesmal nach einem guten Gewinnjahr Zweifel über das Andauern der positiven Ertragsentwicklung und bewertet das Unternehmen dann mit einem niedrigen KGV. Umgekehrt wird in einem schlechten Jahr auch wieder mit einer Gewinnverbesserung gerechnet, so daß das KGV dann, spekulativ bedingt, relativ hoch ist. Allerdings ist Chrysler im Rahmen des Dow Jones der einzige Wert, dessen Aktien sich so unüblich verhalten.

Aber auch unter anderen Bedingungen dürfte es relativ leicht sein, solch anormale Kursverhaltensweisen herauszu-Anlagepolitik des aggressiven Anlegers 99

filtern, indem man die Kurse auf vergangene Durchschnittsgewinne bezieht.

Kauf von weitgehend unterbewerteten Papieren Wir definieren ein unterbewertetes Papier als ein Anlageobjekt, das, nach analytischen Faktoren bewertet, weit unter dem Wert notiert, der an sich gerechtfertigt wäre. Um etwas konkreter zu werden: Nach unserer Auffassung ist ein Papier erst dann eindeutig unterbewertet, wenn der „echte“

Wert mindestens 50 % über dem augenblicklichen Kurs liegt.

Wie findet man nun solche Werte, wie kommen solch dramatische Diskrepanzen zustande?

Es gibt zwei Methoden, um solche Unterbewertungen zu entdecken. Die eine ist eine Frage der Schätzgenauigkeit.

Durch eine Projektion der zukünftigen Gewinne und der Ermittlung eines adäquaten Kurs-Gewinn-Verhältnisses kann der Anleger herausbekommen, ob der betreffende Wert in seinen Augen unterbewertet ist.

Der zweite Test besteht darin, das Unternehmen so zu bewerten, als wäre es eine Einzelfirma. Wenn hierbei nicht nach der Ertragswertmethode vorgegangen wird, die der ersten Wertermittlung entspricht, sondern nach der Sub-stanzwertmethode (Buchwert), und der errechnete Vermö-

genswert zumindest 50 % über dem Börsenkurs liegt, hat man ein weiteres Kriterium für eine weitgehend „unterbewertete“ Aktie.

Am Tiefpunkt der Baisse notieren eine ganze Reihe von Aktien nach diesen Bewertungskriterien zu „Ausverkaufspreisen“. (Ein typisches Beispiel sind General Motors, die 1941, kursbereinigt, bei etwa 5 $ notierten, bei Gewinnen von über 4 $ und Dividenden von 3,50 $ pro Aktie.) Sicherlich, die Gewinnaussichten zu einem solchen Zeitpunkt sind äußerst schlecht, aber wenn man ein wenig über das Kon-100

junkturtal hinwegsieht, sind Kurse weit über den dann üblichen gerechtfertigt. Somit sind Engagements an der Börse in Baissezeiten nicht nur aus Erfahrung gerechtfertigt, sondern aufgrund einfacher analytischer Techniken.

Ähnliche Unterbewertungen, wie sie zu manchen Zeiten die gesamte Börse beherrschen, gelten auch für einzelne Aktien.

Damit können als wichtigste Ursachen für Unterbewertungen gelten: (1) Enttäuschende Ergebnisse, die nur kurzfristiger Natur sind, (2) Unpopularität einer bestimmten Aktienkategorie oder Aktie.

Trotzdem können wir nicht allein nach der oben angeführten Devise handeln. Woher sollen wir eigentlich wissen, daß die augenblicklich schlechten Resultate nur temporär sind?

Sicherlich, bei einigen Werten ist das nicht allzu schwierig festzustellen. Typisches Beispiel sind die Stahlaktien, die in früheren Zeiten in der Stahlbaisse gekauft werden konnten, und mit denen man einen erheblichen Gewinn bei der Wie-derbelebung der Konjunktur machen konnte. Wenn allerdings die Aktien aller Unternehmen, deren Gewinne einen zyklischen Trend aufweisen, sich ähnlich verhalten würden, wäre es relativ leicht, an der Börse Gewinne zu machen.

Unglücklicherweise können wir eine ganze Reihe von Beispielen aufzeigen, die beweisen, daß das Gegenteil auch sehr oft der Fall ist. Ein Beispiel ist der Kursverlauf der Aktien der Anaconda Wire and Cable.

Bis 1956 wies das Unternehmen ein hohes Gewinniveau auf. In diesem Jahr notierte die Aktie bei 85 $. Mit mehreren Unterbrechungen fielen die Gewinne dann sechs Jahre lang.

Der Kurs fiel auf 23 1/2 in 1962, und im folgenden Jahr wurde die Gesellschaft zu einem Kurs von 33 von der Muttergesell-schaft (Anaconda Corp.) übernommen.

Viele Erfahrungen dieser Art führen uns zu der Erkenntnis, daß der Anleger mehr Auswahlkriterien braucht als fal-Anlagepolitik des aggressiven Anlegers 101

lende Gewinne und fallende Kurse, um ein Engagement einzugehen. So sollte er eine gewisse Gewinnstabilität voraus-setzen (z. B. innerhalb der letzten zehn Jahre kein Verlustabschluß) sowie auf einer gewissen Unternehmensgröße bestehen, die das Unternehmen gegen allzu großen Rückschläge absichert.

Die ideale Anlage ist nach diesen Kriterien eine große und prominente Gesellschaft, deren Aktien weit unter dem historischen Durchschnittskurs und dem historischen Durchschnitts-KGV notieren. Aber dann würde man die meisten besonders gewinnträchtigen Gelegenheiten verpaßt haben, wie z. B. Chrysler,

da die niedrigen Gewinne bei dieser Gesellschaft meist von einem hohen KGV begleitet werden, und umgekehrt.

Wir wiesen darauf hin, daß eine Aktie auch dann besonders stark unterbewertet sein kann, wenn sie aus irgend-einem Grund unpopulär geworden ist. Als Beispiel sei National Presto Industries genannt. Der Gewinn pro Aktie stieg sowohl 1969 wie 1970, trotzdem fiel der Kurs kontinuierlich. Notierte die Aktie 1968 noch bei 45 (KGV von 8), so fiel sie bei steigenden Gewinnen in 1969 und 1970 auf 21

(KGV von 4). Selbst im März 1972 notierte das Papier noch mit 34; also immer noch mit einem KGV von 5 1/2.

Ein ähnlicher Fall ist im Moment Standard Oil of Califor-nia. Im Frühjahr 1972 stand die Aktie genau da, wo sie auch vor 13 Jahren gestanden hatte (56). Die Gewinne waren, wenn auch langsam, im gesamten Zeitraum kontinuierlich gestiegen. Der Buchwert lag in der Nähe des Kurswertes.

Trotz dieser nach konservativen Maßstäben gerechnet sehr günstigen Entwicklung lag das Durchschnitts-KGV niemals höher als 15. Im Frühjahr 1972 lag das KGV dann bei 10.

Ein dritter Grund für die Unterbewertung einer Aktie kann dann vorliegen, wenn die Börse das wahre Gewinnbild einer Aktie nicht genau erkennen kann. Das klassische Bei-102 **Intelligent investieren**

spiel ist die Northern Pacific Ry, die 1946/47 von 36 auf 13 1/2

absackte. Die echten Gewinne der Eisenbahnlinien lagen 1947 bei 10 Dollar pro Aktie. Aber der Kurs wurde von der ungewöhnlich niedrigen Dividende von 1 $ pro Aktie auf dem Niveau gehalten. Der echte Gewinn war für die meisten Anleger aufgrund der vertrackten Bilanzierungsmethoden der Eisenbahnlinien nicht sichtbar.

Um eine besonders niedrig bewertete Aktie handelt es sich dann, wenn die Aktie unter dem Net Working Capital notiert. Das würde bedeuten, daß der Käufer für das ganze Anlagevermögen so gut wie nichts bezahlt. Man würde normalerweise annehmen, daß es so gut wie keine Aktien gibt, die so niedrig bewertet werden. Weit gefehlt: Allein 1957 ent-deckten wir genau 150 Werte, die so extrem niedrig bewertet wurden.

Auf Tabelle 7-4 haben wir die Resultate aufgezeigt, die erzielbar gewesen wären, wenn man am 31. Dez. 1957

jeweils eine von den 85 Aktien gekauft hätte (Kurs unter Net Working Capital), die damals im Standard & Poors Stock Guide erschienen, und sie über zwei Jahre gehalten hätte.

Der Gewinn des gesamten Portefeuilles in dieser Periode lag bei 75 % gegen 50 % Gewinn des S&P-Index (425). Besonders bemerkenswert: Keine der Gesellschaften verzeichnete

Kursverluste, sieben blieben auf dem gleichen Niveau, 78

stiegen erheblich. Bis 1957 hatten wir mit dieser Methode erhebliche Erfolge. Aber unglücklicherweise verschwanden diese Gelegenheiten in der langen Boomphase seit 1957. Nur sehr wenige Werte mit den oben genannten Kriterien konnten entdeckt werden; und die meisten von ihnen wiesen außerdem nur geringfügige Erträge auf. Einige machten sogar Verluste.

In der Baissephase 1969/70 gab es allerdings wieder eine ganze Reihe dieser unterbewerteten Aktien. Wir werden in Kapitel 15 noch darüber sprechen.

Zweitklassige Werte, die als unterbewertet gelten können Wir haben zweitrangige oder zweitklassige Gesellschaften als Unternehmen charakterisiert, die nicht zu den führenden Gesellschaften der jeweiligen Branche gehören. Wir rechnen auch die Gesellschaften nicht zu den führenden Unternehmen, die in der eigenen Branche

Marktführer sind, sofern der betreffende Industriezweig an sich unbedeutend ist.

Während der großen Hausse in den zwanziger Jahren machte man keinen großen Unterschied zwischen Unternehmen, die Branchenführer waren, und sonstigen großen Gesellschaften. Hauptsache, die Unternehmen waren nicht zu klein. Das Publikum hatte den Eindruck, daß auch eine mittelgroße Gesellschaft finanziell genügend abgesichert war, um die Stürme der Zeit zu überstehen, und sicherlich größere Chancen auf spektakuläre Gewinnsteigerungen hatte als die Branchenführer.

Der Börsenkrach und die Rezessionsjahre bis 1933 belehr-ten das Publikum dann eines besseren. Zweitklassige Gesellschaften verschwanden in großer Zahl von der Bildfläche.

Seither hat das Publikum eine besondere Vorliebe für die Großunternehmen entwickelt, sofern es sich um die Bran-104

chenführer handelt. Meistens zahlte man in der Zeit nach 1933 eine Kursprämie für die Brachenführer, die zweitklassigen Werte verzeichneten dagegen oft einen erheblichen Abschlag. Und manchmal notierten sie weit unter Wert.

Als die Anleger begannen, zweitrangige Gesellschaften als Anlageobjekte zu meiden, drückte sich damit angesichts der Zusammenbrüche in der Weltwirtschaftskrise die Angst vor eventuellen erneuten Konkursen in dieser Kategorie aus.

Aber genauso, wie man kurz vorher die Kurssteigerungen bei den Blue Chips übertrieben hatte, übertrieb man jetzt nach unten.

Heute ist die mittlere, börsennotierte Aktiengesellschaft schon ganz hübsch groß im Vergleich zu Privatfirmen. Die Gefahr von Zusammenbrüchen ist bei dieser Größenordnung schon weitgehend gebannt.

Dieser kurze Überblick zeigt, daß die Börse die zweitrangigen Gesellschaften heute doch schon sehr deutlich unterbewertet.

Im Zweiten Weltkrieg und in der Nachkriegszeit wurden die zweitrangigen Gesellschaften vom Kapitalmarkt wieder etwas freundlicher betrachtet; teilweise bewertete sie die Börse besser als die erstklassigen Unternehmen, weil normaler Marktmechanismus und Wettbewerb außer Kraft gesetzt waren und gerade die mittleren Gesellschaften teilweise phantastische Zuwachsraten aufweisen konnten. Somit hatte sich 1946 die gesamte Situation völlig umgekehrt.

Während die führenden Gesellschaften zwischen 1938 und 1946 im Durchschnitt nur einen Kursanstieg von 40 % aufweisen konnten, verbesserte sich in der gleichen Periode der Standard & Poors Index der niedrig bewerteten Papiere um nicht weniger als 280 %. Nun war das Pendel wieder zur anderen Seite ausgeschlagen. Die zweitrangigen Titel waren nun zu Marktführern avanciert und genossen den Enthusiasmus der Anleger. Ähnliches wiederholte sich noch einmal

in 1961 und 1968, wobei zuletzt sehr viel Wert gelegt wurde auf Unternehmen aus dem Bereich der Elektronikindustrie, Computerindustrie, Franchise u. a.

Wie zu erwarten war, schwang auch diesmal das Pendel wieder zurück. Manchmal so stark, daß auch jetzt schon wieder von erheblichen Unterbewertungen gesprochen werden kann.

Wenn aber die zweitrangigen Titel oft unterbewertet sind, was hat der Anleger dann davon, wenn er sich hier engagiert? Die Antwort darauf ist nicht ganz so einfach. So kann man mit dem Erwerb unterbewerteter zweitrangiger Titel erhebliche Gewinne erzielen. Erstens: Die Dividendenrenditen sind oft sehr hoch. Zweitens sind die reinvestierten Gewinne im Verhältnis zum Kurs oft recht erheblich, und diese werden im Endeffekt den Kurs nicht unerheblich beeinflussen. In fünf bis sieben Jahren können diese Vorteile oft zu Buch schlagen. Drittens, in der Hausse werden gerade die

zweitrangigen Papiere oft sehr stark nach oben getrieben. Viertens, selbst in relativ normalen Zeiten findet bei den zweitrangigen Titeln ein kontinuierlicher Anpassungspro-zeß an den „echten“ Wert statt.

Ein bedeutender neuer Faktor ist erst in den letzten Jahren aufgetaucht: Der zunehmende Aufkauf kleinerer Gesellschaften durch größere Gruppen. Überwiegend aus Diversi-fikationsabsichten. In solchen Fällen waren die Abfindungs-angebote oft mehr als generös. Sie lagen im allgemeinen weit über den bis vor kurzem noch vorherrschenden „Ausverkaufspreisen“.

Als die Zinsen wesentlich niedriger als heute lagen, erstreckte sich das Feld der unterbewerteten Titel auf viele Anleihen und Vorzugsaktien, die weit unter ihrem Tilgungs-kurs notierten. Seit einiger Zeit haben wir ein etwas differenzierteres Bild. Selbst erstklassige Anleihen notieren heute, sofern sie einen niedrigen Coupon haben, weit unter pari.

Die 2 5/8 AT&T (1986) wurde 1970 mit 50 bezahlt. Die 4 1/2 %

Deere, fällig 1983, wurde mit 62 notiert. Diese Anleihen könnten unterbewertete Papiere gewesen sein, sofern der Kapitalmarktzins einmal wieder abwärts tendiert.

Aber wenn wir richtig unterbewertete Anleihen kaufen wollen, sollten wir uns eher den Anleihen von Eisenbahngesellschaften zuwenden, die sich gerade in finanziellen Schwierigkeiten befinden. Solche Papiere notieren dann bei 20

oder 30. Allerdings sind sie nichts für den unerfahrenen Anleger. Aber dem sorgfältig analysierenden Anleger bietet sich hier ein sehr interessantes Feld. In der Dekade, die 1948 zu Ende ging, gab es bei einem Gesamtvolumen von bankrotten bzw. notleidenden Eisenbahnobligationen in Höhe von einer Mrd. $ ungezählte Möglichkeiten für den aggressiven Anleger. Seit dieser Zeit hat das Angebot an Titeln etwas nachge-lassen, es sieht allerdings so aus,

als gäbe es in den siebziger Jahren gleichfalls wieder ungezählte Möglichkeiten, bei Eisenbahnobligationen gewaltige Gewinne einzustreichen.

Spezialsituationen

Es ist noch nicht lange her, da brachte dieses Gebiet jedem, der sich etwas intensiver mit diesen „Spezialsituationen“

befaßte, erhebliche Gewinne. Auch das allgemeine Publikum konnte sich mit diesen Dingen intensiv beschäftigen.

Aber in den letzten Jahren ist die Beschäftigung mit diesem Spezialmarkt wesentlich riskanter und unattraktiver geworden. Die Gründe dafür zeigen wir später noch auf.

Vielleicht wird dieses Gebiet aber in den nächsten Jahren wieder wesentlich interessanter. Aus diesem Grund zeigen wir an einigen wenigen Beispielen die hier erfolgreiche Anlagestrategie auf.

Typische Spezialsituationen entwickeln sich heute aus Aufkäufen und Übernahmeangeboten. Für viele Großunter-Anlagepolitik des aggressiven Anlegers 107

nehmen ist es wesentlich einfacher und billiger, im Rahmen der Diversifikation ein bestehendes Unternehmen aufzukaufen und die dort vorhandenen Produktlinien fortzuent-wickeln, als selbständig völlig neue Produktbereiche aufzubauen. Um Unternehmen aufzukaufen und die Zustimmung der überwältigenden Mehrheit der Aktionäre zu bekommen, ist es immer notwendig, ein Übernahmeangebot zu machen, das weit über dem letzten Börsenkurs liegt. Diejenigen, die sich in den vergangenen Jahren auf dieses Feld spezialisiert hatten, konnten erhebliche Gewinne einstreichen.

Sehr viel Geld wurde in den vergangenen Jahren auch von Anlegern verdient, die ihr Geld in Anleihen bankrotter Eisenbahnlinien anlegten. Nachdem die Reorganisation dieser Eisenbahnen

eingeleitet war, konnten die alten Anleihen in Anleihen der neuen Gesellschaft umgetauscht werden. In den meisten Fällen gab es erhebliche Gewinne. Zwar konnte es vorkommen, daß der eine oder andere „Reorganisations-plan“ nicht angenommen wurde, aber im großen und ganzen trat dieses Ereignis äußerst selten ein. Ähnliche Spezialsituationen ergaben sich, als durch die Gesetzgebung aus dem Jahre 1935 die Holdinggesellschaften der Energieversorgungsunternehmen aufgelöst werden mußten und eine ganze Reihe neuer, entflochtener Energieversorgungsunternehmen entstanden.

Der grundlegende Faktor in diesem Fall ist die Tatsache, daß die Börsen im allgemeinen Unternehmen unterbewer-ten, die in Prozesse verwickelt sind.

Die Ausnutzung von Spezialsituationen ist ein, wenn auch nicht uninteressanter, Nebenzweig der Wertpapierbranche.

Sie erfordert eine spezielle Mentalität. Wahrscheinlich interessiert sich nur ein sehr kleiner Teil der aggressiven Anleger für dieses Thema, und daher verzichten wir auf genauere Untersuchungen darüber in diesem Buch.

Auswirkungen unserer Anlagestrategien

Anlagepolitik, wie sie hier entwickelt wird, basiert überwiegend auf der individuellen Persönlichkeitsstruktur. Das gilt für die Rolle des defensiven oder passiven Anlegers wie für den aggressiven oder aktiven Anleger.

Der aggressive Anleger muß ein fundiertes Wissen über Wertpapiere und Unternehmen haben, genausoviel Wissen zumindest, als wenn er einen Betrieb führen würde. Es gibt keinen graduellen Unterschied oder einzelne Abstufungen zwischen den verschiedenen Anlagekategorien. Entweder ist man defensiver Anleger oder aggressiver Anleger.

Genausowenig wie man ein halber Unternehmer sein kann, kann man ein nur halb engagierter Wertpapieranleger sein.

Entweder, oder!

Aufgrund dieser Überlegungen läßt sich sehr leicht die Konsequenz ableiten, daß die Mehrheit der Wertpapierbesit-zer die defensive Rolle wählen sollte. Die meisten Anleger haben weder die Zeit noch die Absicht, sich so intensiv mit der Wertpapieranlage zu beschäftigen, daß sie realistische Aussichten auf ein überdurchschnittliches Ergebnis haben.

Diese Anleger sollten sich mit den gar nicht so schlechten Ergebnissen zufrieden geben, die man als defensiver Anleger erzielen kann.

Der aggressive Anleger kann sich mit jeder Operation auf dem Wertpapiersektor befassen, sofern nur sein Wissen für diese Operation ausreicht, und sofern sie Ertrag ab-wirft, wenn man sie anhand etablierter Geschäftspraktiken mißt.

Bei der Auswahl der Anlagestrategien für den defensiven oder konservativen Anleger haben wir uns von folgenden drei Grundsätzen leiten lassen: Sicherheit, einfache Auswahlkriterien und günstige Renditemöglichkeit. Aufgrund dieser Kriterien haben wir eine ganze Reihe von Anlage-Anlagepolitik des aggressiven Anlegers 109

objekten ausschließen müssen, die wir schon oben im einzelnen angeführt haben.

Kommen wir noch einmal auf diese Beschränkungen zurück. So empfahlen wir, zu normalen Kursen folgende Papiere keinesfalls zu erwerben:

1. ausländische Papiere

2. normale Vorzugsaktien

3. zweitrangige Stammaktien

Unter normalen Kursen verstehen wir: Anleihen zu pari und Aktien, die nicht eindeutig unterbewertet sind, wenn man deren Gewinnaussichten oder den Substanzwert realistisch einschätzt. Defensive Anleger sollten diese Kategorien in fast allen Fällen und zu jeden Kursen vermeiden, der aggressive Anleger sollte sie nur dann erwerben, wenn sie unterbewertet sind. Unterbewertet hieße in diesem Fall maximal 2/3 des normalen Kurswertes bzw. mindestens 50 % Kurschance bis zur Normalbewertung.

Die Probleme, die auftreten würden, wenn sich alle Anleger an dieses Konzept hielten, schilderten wir eindeutig am Kursverlauf von Auslandsanleihen. Wir haben dem nichts hinzuzufügen!

Vorzugsaktien sollten nur von institutionellen Anlegern erworben werden.

Besonders einschneidend wären aber die Auswirkungen auf zweitklassige Gesellschaften, wenn sich alle Anleger an unsere Konzeption hielten. Wenn die Mehrzahl der Anleger, die ja in die defensive Kategorie fällt, als potentieller Käufer ausfällt, ist der potentielle Eigentümerkreis massiv einge-schränkt. Die Aktien dieser Unternehmen wären auch meist unterbewertet, da ja nur zu diesem Kurs aggressive Anleger bereit wären, einzusteigen.

Vor diesem Hintergrund mag unsere Anlagekonzeption, volkswirtschaftlich gesehen, nicht gerade sehr sinnvoll und 110

nützlich sein. Aber wir müssen uns an die Tatsachen und Ergebnisse der Finanzgeschichte der letzten vierzig Jahre halten. Zweitklassige Werte notieren nun einmal, wenn auch unter großen Schwankungen, im Durchschnitt unter dem von der Ertragslage und dem inneren Wert her gerechtfertigten Kurs. Daran ist nichts zu ändern. Zu bestimmten Zeiten werden diese Werte zwar weit über diesem Gleichgewichts-preis notiert, aber das passiert fast ausschließlich in der Endphase eines Haussemarktes. Wir empfehlen also im Grunde

nur, daß der normale Anleger die Fakten anerkennt, so wie sie nun eben sind, und nichts anderes.

Natürlich gibt es hier ein Paradoxon: Das, was den mittleren Gesellschaften an finanzieller Stabilität fehlt, können sie oft durch ein möglicherweise weitaus stärkeres Wachstum ausgleichen. Die großen Gesellschaften sind in dieser Hinsicht wesentlich unflexibler. Insofern ist es vielleicht unlogisch, kleinere Gesellschaften zu „normalen Kursen“ nicht zum Kauf zu empfehlen. Aber die Geschichte ist in diesem Fall unser entscheidender Lehrmeister. Und dieser empfiehlt, die Aktien mittlerer und kleinerer Gesellschaften nur auf einem unterbewerteten Niveau zu erwerben. Nur dann ergeben sich ausgezeichnete Kurschancen.

Allerdings möchten wir darauf hinweisen, daß diese Ratschläge nur für den Anleger gelten können, der nicht selbst aufgrund von Verwandtschaftsbeziehungen etc. Insider ist.

Je unbedeutender und je kleiner das Unternehmen selbst ist, um so entscheidender ist der Positionsunterschied zwischen Insider und normalem Anleger! Gerade in zweitklassigen Gesellschaften spielt derjenige, der die Gesellschaft kontrolliert, eine wesentlich größere Rolle als der normale Anleger.

Am Ende des fünften Kapitels wiesen wir auf die Schwierigkeit hin, einen genauen Unterschied zwischen erstklassigen und zweitrangigen Gesellschaften zu machen.

Manchmal ist der Unterschied sehr fließend. Wir empfehlen

in diesem Fall dem Anleger, Aktien dieser „Grenzgesell-schaften“ nicht zum „normalen“ Kurs zu kaufen, sondern nur dann, wenn sie einen geringfügigen Kursabschlag gegenüber ihrem „gerechtfertigten“ Wert aufweisen. Aber so entscheidend ist das nun auch wieder nicht. Hier kann der Übergang zwischen erstklassigen und zweitklassigen Papieren nicht exakt festgestellt werden. Wichtiger erscheint uns der Unterschied zwischen defensivem

Anleger und aggressi-vem Anleger. Wenn man sich hierbei nicht ganz eindeutig für die eine oder die andere Seite entscheidet, sind erhebliche Kursverluste und Schwierigkeiten nicht auszuschließen.

KAPITEL

8

Der Anleger und Kursschwankungen

Sofern der Anleger nur kurzfristige Anleihen (sieben Jahre Laufzeit und weniger) erstklassiger Qualität besitzt, stören ihn die Schwankungen am Kapitalmarkt nur wenig. Das gilt im gleichen Maße für die Eigentümer von Sparschuldverschreibungen bzw. Sparbriefen. Aber langfristige Anleihen können sehr starke Kursschwankungen aufweisen, und ähnliches gilt natürlich für Aktien.

Der Anleger sollte sich über diese Marktschwankungen voll im klaren sein und sowohl psychologisch wie finanziell darauf vorbereitet sein.

Natürlich möchte er sehr gern von diesen temporären Schwankungen profitieren und hin und wieder mal einen Gewinn mitnehmen. Das ist ein natürliches Verlangen und im Grunde könnte man nichts dagegen einzuwenden haben.

Aber eine solche Verhaltensweise vergrößert mit Sicherheit die Risiken und führt zu spekulativen Engagements. Es ist für uns natürlich sehr leicht, Ihnen zu raten, nicht zu spekulieren. Derjenige, der sich aber daran halten sollte, sind Sie, und einen solchen Ratschlag einzuhalten ist nicht besonders leicht.

Lassen sie uns noch einmal das wiederholen, was wir zu Beginn sagten: Wenn Sie tatsächlich spekulieren wollen, seien Sie sich jederzeit darüber im klaren, was Sie tun. Und machen Sie sich klar, daß Sie bereit sind, notfalls eine Menge

Geld zu verlieren. Und dieses Geld müssen sie ohne Schwierigkeiten irgendwelcher finanzieller Art verlieren können.

Begrenzen Sie bei jeder Spekulation ihr Risiko exakt und trennen sie diese Spekulation völlig von Ihren sonstigen Engagements!

Im Kapitel 3 beschrieben wir Ihnen die historischen Kursschwankungen der letzten 100 Jahre. Zur besseren Illustration werden wir im folgenden Text immer wieder auf diese Entwicklung zurückkommen.

Kursschwankungen als Kriterien für Anlageentscheidungen Da Stammaktien, und selbst die Papiere allererster Qualität, erhebliche Kursschwankungen aufweisen, ist es nur das natürliche Recht des Anlegers, von diesen Veränderungen zu profitieren. Dabei gibt es zwei Möglichkeiten: einmal das Timing der Anlage und zum anderen das Festsetzen von Kurslimits.

Unter Timing verstehen wir, Kursentwicklungen dadurch auszunutzen, daß man kauft oder hält, wenn man meint, daß die zukünftige Entwicklung aufwärtsgerichtet ist, und verkauft bzw. mit Käufen noch zurückhält, wenn man davon ausgeht, daß die zukünftige Entwicklung erst einmal abwärts tendieren wird.

Unter Festsetzen von Kurslimits verstehen wir eine Strategie, die darauf hinausläuft, Aktien dann zu kaufen, wenn sie unter ihrem „Wert“ notieren, und sie zu verkaufen, wenn sie

„überbewertet“ sind.

Wir sind der Auffassung, daß der Anleger zufriedenstellende Resultate dadurch erzielen kann, daß er sich gewisse Kauflimits setzt. Wir sind aber auch der Auffassung, daß, wenn der Anleger sein Glück mit „Timing“ versucht, er im Endeffekt sich als Spekulant betätigt. Diese Auffassung ist an **Der Anleger und Kursschwankungen**

der Wall Street zwar nicht gerade populär, und der Laie wird sie normalerweise keinesfalls verstehen. Aber schon im eigenen Geschäftsinteresse sind Börsendienste und Broker darauf aus, Ihnen klarzumachen, daß sorgfältiges „Timing“ der Schlüssel zum Erfolg ist.

Je weiter man sich räumlich von der Wall Street entfernt, um so mehr Skepsis bezüglich exakten Timings wird man vorfinden. Der Anleger wird kaum die unzähligen Empfehlungen, die er täglich zu Gesicht bekommt, ernst nehmen können. Trotzdem fällt er in vielen Fällen darauf herein und handelt danach. Warum passiert das immer wieder? Weil ihn die Börsenbriefe und die verschiedenen Broker davon überzeugt haben, daß es für ihn wichtig ist, sich eine bestimmte Meinung über die Börse zu bilden. Und er ist der Meinung, daß Broker die Entwicklung besser beurteilen können als er selbst.

Wir haben hier nicht genug Platz, um die Diskussion dar-

über aufzuwärmen, ob es tatsächlich möglich ist, durch Timing Gewinne zu machen. Es gibt eine ganze Reihe Argumente dafür und genauso viele dagegen. Sicherlich, einige wenige Marktbeobachter können mit Timing Geld verdienen. Aber es ist sicherlich Unsinn, anzunehmen, das Publikum könne auf diese Art und Weise Geld verdienen. Denn wer wird Aktien kaufen, wenn das Publikum auf ein bestimmtes Signal hin beginnt, Aktien zu verkaufen? Es ist einfach Unsinn, anzunehmen, daß man als individueller Anleger in einem Markt, in dem jeder der Wettbewerber des anderen ist, fähig ist, seine Mitbewerber so einfach schlagen zu können.

Es gibt etwas in der „Timing-Philosophie“, das bisher jedermann entgangen zu sein scheint. Für den Spekulanten ist Timing deswegen so wichtig, weil er einen „schnellen Gewinn“ machen will. Ein Jahr auf eine Kurssteigerung warten zu müssen, ist für den Spekulanten entnervend. Aber ein

solcher Zeitraum ist für den Anleger nichts Besonderes.

Warum sollte er auf irgendein „Signal“ zum Kauf warten und sein Geld solange uninvestiert liegenlassen? Für ihn ist Timing nur dann interessant, wenn er zu dem späteren Zeitpunkt seine Papiere zu einem wesentlich niedrigeren Preis einkaufen kann. Für ihn ist damit Timing nur solange interessant, wie er sich Gedanken um das Festsetzen von Kurslimits macht.

In diesem Zusammenhang hatte die berühmte „Dow-Theorie“ eine ungewöhnliche Geschichte: Bekannterweise gibt sie ein Kaufsignal, sobald der Kursdurchschnitt nach oben tendiert, und das gleiche gilt für eine Abwärtsbewegung. Zwischen 1897 und 1960 hätte man, wäre man nach dieser Theorie vorgegangen, fast ununterbrochen Erfolge erzielt.

Aber wenn man genauer hinsieht, bemerkt man, daß die Qualität der Ergebnisse seit 1938 zu wünschen übrig läßt.

Und genau zu diesem Zeitpunkt wird die Dow-Theorie erstmals von den Wall-Street-Experten ernstgenommen. Das spektakuläre Ereignis, das mit der Dow-Theorie verbunden war, lag darin, daß die Dow-Theorie ihre Anhänger vor dem Desaster in 1929 bei einem Indexstand von 308 warnte.

Erst 1933 wurde den Anhängern der Dow-Theorie bei einem Indexstand von 84 wieder zum Einsteigen geklingelt. Aber seit 1938 wirkte die Dow-Theorie nur insofern, als sie ihre Anhänger zu einem bestimmten Kurs aus dem Markt jagte und sie zu einem höheren Niveau wieder in den Markt jagte.

Dreißig Jahre lang hätte man daher besser gelegen, wenn man die Dow-Aktien 1938 gekauft und sie einfach behalten hätte.

Nach unserer Meinung, die sich auf einige genauere Untersuchungen stützt, ist die Veränderung in den Anlageergebnissen der Dow-Theorie nicht rein zufällig passiert. Eine solche Veränderung ist charakteristisch für Vorhersagen, die im **Der Anleger und Kursschwankungen**

Konjunkturbereich sowie im Finanzierungsbereich gewagt werden. Diese Prognosemodelle werden oft deswegen so stark beachtet und finden eine so allgemeine Beachtung, weil sie über einen bestimmten Zeitraum relativ gute Ergebnisse aufzuweisen hatten. Aber je mehr sie akzeptiert werden, um so weniger stimmen sie. Es gibt zwei Gründe für diese Entwicklung: Erstens, im Laufe der Zeit werden andere Faktoren bedeutsam, die früher noch keinen oder nur sehr geringen Einfluß gehabt haben, und diese setzen damit das Modell außer Kraft. Zweitens, und das gilt insbesondere für die Börse, haben auch die Reaktionen der Marktteilnehmer, die aufgrund des Prognosemodells erfolgen, einen Einfluß auf die Kursentwicklung. Damit setzen gerade die Chartisten oder andere Anhänger von Prognosemodellen ihre eigenen Modelle immer wieder außer Kraft.

Die Konzeption: Kaufe in der Baisse, verkaufe in der Hausse Wir sind der Auffassung, daß der normale Anleger nicht dadurch gute Ergebnisse erzielen kann, daß er versucht, Kursschwankungen vorherzusehen.

Kann er aber profitieren, wenn er nach sehr starken Kurszusammenbrüchen kauft? Wir wollen das einmal genauer untersuchen. Die Kursschwankungen vor 1950 lassen diese Konzeption nicht als völlig unrealistisch erscheinen. Früher galt ein Anleger dann als erfolgreich, wenn „er in der Baisse kaufte, zu einem Zeitpunkt, an dem jedermann verkaufte, und verkaufte, wenn jeder als Käufer auftrat“.

Wenn wir Chart Nr. 1 betrachten, der die Kursschwankungen zwischen 1900 und 1970 aufzeigt, und uns die dazu-gehörigen Daten der Tabelle 3-1 ansehen, sehen wir sehr leicht, daß diese Theorie in der damaligen Zeit erhebliche Erfolge gebracht haben muß.

Zwischen 1897 und 1949 gab es zehn komplette Börsenzyklen. Sechs Zyklen dauerten nicht länger als vier Jahre, vier dauerten sechs bzw. sieben Jahre und der berühmte „Neue Ära Zyklus“ dauerte elf Jahre, von 1921 bis 1932. Die Differenzen zwischen Höchst- und Tiefstkurs reichten von 44 %

bis 500 %, wobei meist zwischen 50 % und 100 % Kursdiffe-renz erzielt werden konnte. Der Kursrückgang machte zwischen 24 % und 89 % aus, meist 40 bis 50 %. (Sie sollten daran denken, daß ein Kursrückgang von 50% einen vorherigen Anstieg von 100% völlig zunichte macht.) Fast alle Höchstpunkte hatten eine Anzahl genau definierba-rer Gemeinsamkeiten aufzuweisen:

1. Ein historisches Hoch.

2. Hohe Kurs-Gewinn-Verhältnisse.

3. Niedrige Dividendenrenditen im Vergleich zu Rentenren-diten.

4. Hohe Kreditengagements.

5. Eine große Anzahl drittklassiger Neuemissionen.

Rein theoretisch wäre es damit wohl relativ einfach gewesen, unten einzusteigen und an der Spitze wieder zu verkaufen.

Aber wir müssen darauf hinweisen, daß selbst vor dem langandauernden Haussemarkt, der 1949 begann, bei jeder Trendwende wieder völlig unterschiedliche Variationen in den Kursverläufen stattfanden, die es dem Anleger sehr erschwert haben müssen, den richtigen Zeitpunkt zum Ein-und Aussteigen zu finden.

Die stärkste Abweichung brachte die große Haussebewe-gung der späten zwanziger Jahre, die alle Kalkulationen über den Haufen warf. Trotzdem, noch im Jahre 1949 war es zweifellos nicht falsch, die Anlagekonzeption darauf auszurichten, in Baissezeiten zu kaufen und in Haussezeiten zu verkaufen.

Aber in den letzten 20 Jahren hat sich wieder einmal sehr viel geändert. Der Kursverlauf in dieser Zeit unterschied sich völlig von dem vergangener Zeiten. Weder gab es die früher typischen Auf- und Abwärtsbewegungen, noch wurden Gefahrensignale frühzeitig gesetzt. Ob die Zeiten regelmäßiger Baisse- und Haussemärkte allzu schnell wieder-kommen, wissen wir nicht. Die alte Formel auch heute noch anzuwenden, scheint zumindest keinen 100prozentigen Erfolg mehr zu garantieren.

Wir empfehlen, höchstens den Anteil an Aktien innerhalb des Depots nach dieser Konzeption auszurichten, nicht aber, das ganze Aktiendepot aufzulösen und neu aufzubauen.

Formelpläne

Zu Beginn der langen Hausseperiode, die 1949/50 begann, richtete sich das Interesse der Anleger unter anderem sehr stark auf Börsenzyklen und auf Formelanlagepläne, die sich dieser Zyklen bedienten.

Das Wesentliche all dieser Pläne besteht darin – abgesehen einmal vom Dollar-Cost-Averaging-Plan –, daß der Anleger automatisch dann zumindest einige Aktien verkauft, wenn die Börse sehr starke Kurssteigerungen aufgewiesen hat.

Wenn sehr starke Kurssteigerungen erfolgen, sehen einige Pläne sogar einen Totalverkauf des Aktienbestandes vor; nach anderen Anlageplänen wird zumindest ein geringfügiger Aktienanteil noch gehalten.

Diese Anlagepläne sahen in zweierlei Hinsicht sehr sinnvoll aus: Sie waren konservativ und brachten, rückwirkend betrachtet, erhebliche Gewinne. Unglücklicherweise kamen diese Anlagepläne aber gerade zu der Zeit in Mode, als sie nicht mehr funktionierten. Eine ganze

Reihe der Institutionen, die nach diesen Plänen vorgingen, fanden sich in relativ 120 **Intelligent investieren**

kurzer Zeit mit einem Portefeuille ohne Aktien wieder, obwohl die Börse nach ihrem Aktienausverkauf noch jahrelang kontinuierlich aufwärts tendierte.

Die Ähnlichkeit mit dem Ende der Wirksamkeit der Dow-Jones-Theorie ist bestechend. In beiden Fällen fiel die Popularität der Theorie genau mit dem Ende der Wirksamkeit dieser Modelle zusammen. Die Moral der Geschichte: Jede Anlagetheorie, die so einfach ist, daß sie innerhalb kurzer Zeit von einer Mehrzahl der Wirtschaftssubjekte verstanden und befolgt werden kann, führt sich selbst ad absurdum.

Kursschwankungen im Portefeuille des Anlegers Jeder Anleger, der Stammaktien besitzt, wird damit rechnen müssen, daß die Papiere im Laufe der Zeit erheblichen Kursschwankungen ausgesetzt sind. Die Entwicklung im Dow Jones seit 1964 zeigt zum Beispiel, welche Kursschwankungen in einem Portefeuille vorkamen, das auf große, prominente Aktiengesellschaften festgelegt war. Das Niveau verbesserte sich von 890 bis auf 995 in 1966, fiel bis 631 in 1970 und verbesserte sich wieder auf 940 in 1971. (Da individuelle Papiere Hoch- und Tiefstkurse zu verschiedenen Zeiten aufweisen, sind die Schwankungen im Dow Jones nicht so stark wie bei den einzelnen Papieren.) Auch bei anderen Indizes oder anderen Portefeuille-zusammenstellungen sind die Unterschiede nicht wesentlich anders. Im allgemeinen schwanken die Aktien von zweitrangigen Unternehmen allerdings wesentlich stärker. In jedem Fall sollte der Anleger darauf vorbereitet sein und es nicht nur einfach als Möglichkeit ansehen, daß sein Portefeuille sich im Laufe der nächsten fünf Jahre mal um 50 % vom Tiefststand erholt und auf der anderen Seite auch einmal um 30 % fällt.

Der Anleger und Kursschwankungen

Ein ernstzunehmender Anleger wird kaum der Ansicht sein, daß tägliche Kursschwankungen oder monatliche Wertveränderungen ihn einmal reicher und das andere Mal ärmer machen. Aber wie verhält es sich mit langfristigen Veränderungen? Hier stellen sich ernstzunehmende Probleme ein. Ein erheblicher Kursanstieg ist sicherlich ein Grund für Zufriedenheit, aber eine solche Entwicklung führt auch sehr oft zu nicht besonders sinnvollen Handlungen. Die Aktien sind gestiegen. Gut! Sie sind nun wohlhabender als sie es vorher waren. Gut! Aber sind die Kurse nun zu stark gestiegen, und sollten sie nun verkaufen? Oder sollten sie sich darüber ärgern, daß sie nicht genug Papiere erworben haben? Oder, noch schlechter, sollten sie sich jetzt von der Hausseatmosphäre anstecken lassen und noch stärker als vorher an der Börse einsteigen? Die Antwort auf diese Fragen kann nur „Nein“ lauten. So klar das ist, wenn man es schwarz auf weiß sieht, um so schwieriger ist es, auch in der Praxis keinen Unsinn zu machen. Selbst Anleger, die normalerweise äußerst konservativ sind, verhalten sich dann oft wie die Masse der Anleger.

Schon aus diesem Grund halten wir unsere Formel, in diesem Fall eine Veränderung zwischen Aktienanteil und Anleiheanteil zugunsten der Anleihen vorzunehmen, für sinnvoll.

Unternehmensbewertung im Vergleich zur Aktienbewertung Man kann den Einfluß von Kursveränderungen auf den Anleger auch unter dem Blickwinkel sehen, daß er Eigentümer von Teilen an einem Unternehmen ist. Oder sagen wir vielleicht besser: Der Aktionär hat im Grunde zwei Positionen.

Einmal ist er Miteigentümer eines Unternehmens und damit genauso gestellt wie zum Beispiel ein Kommanditist einer 122 **Intelligent investieren**

Gesellschaft. In diesem Fall ist er völlig abhängig von den Gewinnen seines Unternehmens und eventuellen Wertsteige-rungen seiner Einlage. Normalerweise würde er seinen Unternehmensanteil nach dem letzten Status der Bilanz bewerten.

Auf der anderen Seite hält der Aktionär ein Stück Papier, das jeden Tag Kursschwankungen aufweist, und das jederzeit an der Börse veräußerbar ist. Und die Bewertung dieses Stücks Papier richtet sich in den wenigsten Fällen nach dem letzten Bilanzstatus.

Die Entwicklung der Börse in den vergangenen Jahren hat den Anleger viel abhängiger von der Kursentwicklung gemacht als früher. Die Ursache liegt darin, daß die meisten Aktien, die über eine große Anzahl von Publikumsaktionären verfügen, heute weit über Buchwert notieren. Insoweit der Anleger diese Prämien zahlt, ist er abhängig von der zukünftigen Einschätzung der Ertragslage durch andere Marktteilnehmer.

Das ist einer der wichtigsten Faktoren der heutigen Börsenbewertung, und man schenkt diesem Faktor viel zuwenig Beachtung. Die gesamte Börsenstruktur weist heute einen eingebauten Baisseeffekt auf. Je besser die Gewinnentwicklung des Unternehmens in der Vergangenheit war und je rosiger die Zukunftsaussichten eingeschätzt werden, um so höher notieren die Aktien über dem jeweiligen Buchwert. Aber je höher die Aktien über dem Buchwert stehen, um so weniger sicher ist die Bewertungsgrundlage für den Anleger, und um so abhängiger ist die Börsenbewertung von Strömungen, Stimmungen und Modeerscheinungen an der Börse. Somit kommen wir zu dem abschließenden Paradoxon: Je erfolgreicher das Unternehmen ist, um so wahrscheinlicher sind Kursschwankungen. In einem weiteren Sinne heißt das dann, je besser die Qualität des Unternehmens, um so spekulativer ist der Börsenkurs des Unternehmens; insbesondere im Vergleich zu den normalen mittelklassigen Gesellschaften.

Der Anleger und Kursschwankungen

Damit lassen sich die oft erratischen Kursbewegungen der sehr erfolgreichen Unternehmen erklären. Ein typisches Beispiel ist der Kursverlauf der IBM-Aktien. Der Aktienkurs der Gesellschaft fiel in sieben Monaten in 1962/63 von 607 auf 300. Nach zwei Splits fiel er

noch einmal von 387 auf 219 in 1970. Ähnlich fiel Xerox von 171 auf 87 in 1962/63 und von 116 auf 65 in 1970. Diese Kurszusammenbrüche drückten keinesfalls irgendwelchen Zweifel über die zukünftige Gewinnentwicklung bei diesen Papieren aus. Sie reflektier-ten einfach nur einen Zweifel über die Höhe der Kursprä-

mie, die die Börse diesen Wachstumsfavoriten zugebilligt hatte.

Diese Diskussion bringt uns zu einer praktischen Schluß-

folgerung: Vermeiden sie es, Aktien zu hoch über ihrem Buchwert zu kaufen. Konzentrieren sie sich auf Werte, die maximal ein Drittel über Buchwert notieren. Die Höherbe-wertung von einem Drittel können sie dem Unternehmen aufgrund der Tatsache zubilligen, daß es börsennotiert ist und sie ihre Anlage jederzeit liquidieren können.

Aber Vorsicht ist auch hier geboten. Eine Aktie wird nicht dann automatisch ein Anlageobjekt, wenn sie unter Buchwert notiert. Natürlich sollte außerdem das KGV nicht allzu hoch sein, die Bilanz sollte zufriedenstellend aussehen, und die Gewinne sollten zumindest für einige Jahre auf der jetzigen Basis gehalten werden können. Das sieht vielleicht ein bißchen zuviel aus für eine niedrig bewertete Aktie, aber wir können aus Erfahrung sagen, daß man immer wieder genü-

gend Papiere dieser Art findet, es sei denn, wir befinden uns gerade auf dem Höhepunkt einer Haussephase.

In Kapitel 14 und 15 werden wir zeigen, daß am Ende des Jahres 1970 beinahe die Hälfte der Dow-Jones-Werte diese Kriterien erfüllten. Die Gesellschaft mit der größten Zahl von Aktionären in der Welt, American Tel &Tel, notiert heute unter Buchwert. Auch die meisten Energieversorgungs-124 **Intelligent investieren**

unternehmen sind heute weit unter Buchwert an der Börse zu bekommen.

Der Anleger, der weiß, daß die meisten seiner Aktien durch hohe Buchwerte geschützt sind, kann sich wesentlich sicherer fühlen als der Anleger, der weit überbewertete Wachstumsaktien in seinem Depot hält, die jederzeit von einem Stimmungswandel in New York auf ein erheblich niedrigeres Niveau gedrückt werden können. Solange die Ertragskraft seiner Gesellschaft gesichert ist, braucht er sich vor Kursschwankungen nicht zu fürchten.

Das A & P-Beispiel

An der Entwicklung dieser Aktien lassen sich einige Aspekte finanzieller Art sehr gut darstellen. Die Aktien der A & P

wurden 1929 an der American Stock Exchange (damals noch Curb genannt) eingeführt. Sie notierten damals auf dem Höhepunkt mit 494. 1932 standen sie auf 104, obwohl die Gewinne pro Aktie in diesem Jahr genauso hoch wie 1929

waren. 1936 bewegten sich die Aktien zwischen 111 und 131.

Dann fielen sie in der Rezession und der Baisse von 1938 bis auf 36 zurück. Dieser Kurs war ungewöhnlich niedrig.

Damit betrug der gesamte Börsenwert des Unternehmens 126 Mio. $, obwohl die Gesellschaft gerade berichtet hatte, daß sie allein über liquide Mittel von 85 Mio. $ verfüge und das Working Capital (Umlaufvermögen abzüglich kurzfristiger Verbindlichkeiten) 134 Mio. $ betrug. A & P war lange Jahre eines der größten Handelsunternehmen der Welt, mit einer über Jahre kontinuierlich positiven Gewinnentwicklung. Trotzdem war man im Jahre 1938 an der Wall Street der Auffassung, daß diese Firma weniger wert sei als das „Working Capital“ der Gesellschaft. Also weniger wert als ein normales Unternehmen, das gerade liquidiert wird. Warum?

Nun, man befürchtete erstens, daß eine Spezialsteuer für Handelsketten erhoben würde. Zweitens war der Gewinn im vergangenen Jahr gefallen; und drittens war die gesamte Börse schwach.

Der erste Grund war eine weit übertriebene Befürchtung, die anderen beiden waren temporäre Erscheinungen. Nehmen wir einmal an, der Anleger kaufte A & P-Stammaktien im Jahre 1937 zu einem KGV von 12 (Fünf-Jahres-Durchschnitt) zu etwa 80 $. Wir möchten damit nicht behaupten, daß für ihn der anschließende Kursrückgang auf 36 kein Problem darstellte. Sicherlich hätte er seine Anlageentscheidung und die Kaufgrundlage noch einmal ganz genau analysieren müssen. Aber wenn die Ergebnisse seiner Untersuchung ihn von der Richtigkeit seiner Anlageentscheidung überzeugt hätten, brauchte er sich um die augenblicklichen Börsenkurse nicht zu kümmern. Er konnte den Kursrückgang als einem temporären Ereignis gelassen ins Auge blicken.

Im folgenden Jahr (1939) stiegen A & P-Aktien bis auf 1171/2 $ und standen damit dreimal so hoch wie in der Baisse des Vorjahres und weit über dem Durchschnittskurs des Jahres 1937. Eine solche Kursveränderung ist ohne Zweifel ungewöhnlich. In den Jahren nach 1949 entwickelte sich die Aktie im Rahmen des allgemeinen Marktes, bis sie 1961

umgerechnet und bereinigt einen Höchstkurs von 705 $

erzielte. (701/2 nach Stock Split 10 : 1.) Zu diesem Zeitpunkt wies die Aktie ein Kurs-Gewinn-Verhältnis von 30 auf, das im Vergleich zum Dow Jones (damals KGV 23) brillante Gewinnerwartungen ausdrückte. Als diese Gewinnerwartungen sich nicht realisierten (historisch gesehen waren sie auch durch nichts gerechtfertigt), sondern sogar leicht rück-läufige Gewinne ausgewiesen wurden, halbierte sich der Kurs auf 34 (nach Stock-Split). Aber diesmal waren die Aktien nicht mehr so preiswert wie in 1938! Im Jahre 1970 fiel der 126

Kurs dann auf 211/2 und 1972 sogar auf 18, nachdem erstmals in der Geschichte dieser Gesellschaft ein Quartalsverlust ausgewiesen wurde.

Sie können daran erkennen, wie schnell sich die Lage in einem Unternehmen und die Börsenbewertung innerhalb einer Generation ändern können. Im Jahre 1938 wurden die Aktien der Gesellschaft an der Börse praktisch verschenkt; im Jahre 1961 bewertete das Publikum die Papiere zu einem lächerlich hohen Kurs. Danach kam es zu einer Kurshalbie-rung und einige Zeit später sogar noch einmal zu einem 50prozentigen Kursrückgang. In der Zwischenzeit hatte sich die Gesellschaft von einem ertragreichen Unternehmen zu einer gewinnschwachen Gesellschaft entwickelt. Der Gewinn im Boomjahr 1968 lag unter dem Gewinn des Jahres 1958.

A & P war ein wesentlich größeres Unternehmen in 1972 als in 1938, aber es wurde schlecht geleitet, war nicht mehr gewinnträchtig und somit nicht mehr besonders attraktiv.

Folgendes kann man aus dieser Geschichte lernen: Erstens, die Börse bzw. das allgemeine Publikum liegt oft in den Bewertungen falsch, und der mutige Anleger kann aus diesem Irrtum oft erheblichen Vorteil ziehen.

Zweitens, eine ganze Reihe von Gesellschaften ändert sich im Laufe der Jahre. Manchmal verbessert sich die Qualität der Gesellschaften, meist aber verschlechtert sich das Unternehmen. Der Anleger muß sein Unternehmen zwar nicht permanent mit argwöhnischen Augen beobachten, aber er sollte ab und zu einmal eine genaue Untersuchung anstellen.

Vergleichen wir noch einmal die Situation zwischen dem Besitzer eines Unternehmens und dem Aktionär.

Wir sagten, daß der Aktionär jederzeit die Möglichkeit hat, auszusteigen. Aber: Der echte Anleger ist so gut wie nie gezwungen zu verkaufen, und er kann zu jeder Zeit die augenblicklichen Kursschwankungen außer acht lassen. Ein Anleger, der sich über

den zeitweisen Kursverfall seiner **Der Anleger und Kursschwankungen**

127

Aktien ärgert, obwohl er keinen Anlaß zum Verkauf hat, sollte sich besser als Minderheitskommanditist an einem Unternehmen beteiligen.

Den erheblichen Vorteil, den er als Aktionär gegenüber dem Minderheitskommanditisten hat, nämlich die jederzei-tige Liquidierbarkeit seiner Anlage, transformiert er aufgrund der dauernden Klagen über einen Kursrückgang in einen Nachteil.

In den Jahren 1931–1933 erschien es sehr vielen psychologisch besser zu sein, unnotierte Objekte zu besitzen als notierte Papiere. Zum Beispiel konnten Leute, die erstklassige Hypotheken auf Grundstücke besaßen, deren Eigentümer weiterhin regelmäßig Zinsen zahlten, behaupten, sie hätten keinen Verlust erlitten, während die Eigentümer von Industrieanleihen oft erhebliche Kursverluste bei ihren Papieren mit ansehen mußten, obwohl die Qualität der Schuldner-unternehmen oft zweifellos besser war als die Qualität der Grundstücke.

Trotzdem waren in der Realität die Eigentümer der notierten Anteile wesentlich besser dran. Sie konnten ihre Papiere notfalls jederzeit verkaufen, wenn sie dazu gezwungen waren; oder sie konnten genauso wie die Eigentümer der Hypotheken den Kursverfall negieren. Aber es ist reiner Unsinn, zu glauben, man habe keinen Kapitalverlust erlitten, nur deswegen, weil die Anteile nicht an der Börse notiert sind.

Wenn wir noch einmal auf unseren A & P-Aktionär aus dem Jahre 1938 zurückkommen: solange er die Aktien behielt, konnte er keinen Verlust erleiden. Natürlich war diese Ansicht auch nur solange gültig, wie der Aktionär nicht der Ansicht war, daß sich etwas Wesentliches an dem inneren Wert seines Unternehmens geändert hatte. Sofern alles beim alten blieb, konnte er mit gutem Gewissen eine

Kurssteigerung erwarten. Tatsächlich wurde der ganze Buchverlust dann in relativ kurzer Zeit wieder aufgeholt.

In diesem Fall wäre seine Position genauso gut gewesen, wie wenn er Minderheitskommanditist in einer Kommandit-gesellschaft gewesen wäre.

Einige Leute argumentieren, man könne Aktien nicht wie Unternehmensanteile bewerten, da die Präsenz eines organisierten Kapitalmarktes ein völlig neues Element hinzufüge, nämlich das der Liquidierbarkeit. Aber Liquidität bedeutet im Grunde nur, daß der Anleger jetzt jederzeit die Möglichkeit besitzt, seine Anteile zu veräußern. Sie zwingt ihm keinesfalls die Bewertung der Börse auf.

Vergleichen wir zum Schluß die Börsenbewegungen mit der konstruierten Geschichte einer Personengesellschaft.

Nehmen wir an, sie besitzen in einer kleinen Privatfirma einen Anteil von 1000 $. Einer Ihrer Partner, nennen wir ihn Mr. Markt, stellt nun jeden Tag Bewertungen über diesen Anteil auf. So sagt er Ihnen jeden Tag, was Ihr Anteil seiner Ansicht nach wert ist, und bietet Ihnen gleichzeitig an, Ihnen Ihren Anteil zu diesem Preis abzukaufen oder seinen Anteil an Sie zu verkaufen. Manchmal stimmen sie mit seiner Wert-beurteilung überein und manchmal differieren sie sicherlich gewaltig.

Meinen Sie nun, daß Sie durch die täglichen Wertmeldun-gen Ihres Partners über den Wert Ihres Anteils in Ihrer Einschätzung über das Unternehmen beeinträchtigt werden?

Doch wohl kaum. Sie werden sicherlich froh sein, ihm Ihr Papier verkaufen zu können, wenn er Ihnen einmal einen lächerlich hohen Preis bietet. Aber meist werden Sie sich doch ein eigenes Urteil über den Wert der Gesellschaft bilden, und zwar anhand der Bilanzen und der Zwischenbe-richte, die man Ihnen gibt.

In einer ähnlichen Situation befindet sich der Anleger, der eine Aktie besitzt. Er kann zwar Notiz von den täglichen Kursschwankungen nehmen, beeinflussen lassen muß er sich davon allerdings nicht. Zwar sollte er bei starken Kurs-Der Anleger und Kursschwankungen

veränderungen prüfen, ob sich eine fundamentale Änderung der Situation ergeben hat. Aber sich allein von starken Kurszusammenbrüchen per se zum Verkauf bringen zu lassen, halten wir für äußerst unklug. Unserer Meinung nach haben starke Kursrückgänge nur einen Vorteil für den Anleger, nämlich den, daß sie ihm dann die Möglichkeit geben, billig einzusteigen.

Zusammenfassung

Der wichtigste Unterschied zwischen Anleger und Spekulant dokumentiert sich in der unterschiedlichen Reaktion auf Kursschwankungen.

Das wichtigste Ziel des Anlegers besteht darin, Papiere zu adäquaten Preisen zu erwerben und diese zu halten.

Kursbewegungen sind für ihn nur insofern von Bedeutung, als sie ihm die Möglichkeit geben, Aktien zu einem gerechtfertigten Preis zu erwerben. Bei zu starken Kurssteigerungen wird er sich dagegen von einem Kauf zurück-halten.

Abgesehen von der Beschäftigung mit Kursprognosen für den Markt selbst, wird an der Wall Street sehr viel Mühe darauf verwandt, Aktien oder Industriezweige herauszu-filtern, die ein überdurchschnittliches Ergebnis bringen sollen. Und das für einen relativ kurzen Zeitraum. So logisch diese Bestrebungen aussehen, sind wir nicht der Auffassung, daß sich der normale Anleger auf dieses Gebiet begeben sollte. Er würde hier mit so vielen Börsenhändlern und Wertpapieranalysten in Wettbewerb stehen, daß er durchschnittliche Resultate äußerst schwer erzielen könnte.

Der Anleger, der ein Depot erstklassiger Aktien besitzt, sollte sich nicht um Marktschwankungen kümmern. Er sollte niemals eine Aktie nur deswegen kaufen, weil sie gerade 130 **Intelligent investieren**

gestiegen ist, und verkaufen, weil das Papier gerade einmal gefallen ist.

Noch einige Bemerkungen zur Bewertung von Managements durch Börsenkurse. Der Aktionär bewertet den Erfolg seiner Wertpapieranlage nach der Höhe der erhaltenen Dividendenerträge und der langfristigen Kursentwicklung.

Die gleichen Kriterien sollten für die Bewertung des Managements der betreffenden Gesellschaften angewandt werden. Bisher hat es noch keine eindeutigen Regeln gegeben, nach denen ein Management bewertet werden sollte.

Normalerweise haben die Unternehmensleitungen immer wieder darauf hingewiesen, daß sie keinerlei Verantwortung für die Kursentwicklung der Aktien ihrer Gesellschaften trügen, wie auch immer der Kursverlauf aussehe. Sicherlich, Managements sind nicht für die kurzfristigen Kursschwankungen verantwortlich. Aber die langfristige Kursentwicklung richtet sich ohne Zweifel nach der Gewinnentwicklung.

Und hierfür tragen die Manager sicherlich die Verantwortung.

Kursschwankungen bei Festverzinslichen Der Anleger sollte sich darüber im klaren sein, daß, auch wenn Zinsen und Kapitalrückzahlungen als absolut sicher angesehen werden können, langfristige Anleihen durchaus im Zuge der Zinsentwicklung am Kapitalmarkt erhebliche Kursschwankungen aufweisen können. Die Tabelle 8-1 zeigt die Renditen erstklassiger Industrieanleihen und steuerfreier Anleihen von 1902 bis jetzt. Als konkrete Beispiele führen wir auch noch die Kursentwicklung zweier Eisenbahn-anleihen an. (Einmal die Atchison, Topeka & SantaFe 4 %, fällig 1995, und die Northern Pacific Ry. 3 %, fällig im Jahre 2047.)

Der Rückgang der Northern Pacific-Anleihe in 1940 drück-te hauptsächlich Zweifel über die Sicherheit des Papiers aus.

Es ist sehr interessant anzusehen, wie die Anleihe in den nächsten Jahren ein absolutes Hoch erreichte, um dann kurz darauf 2/3 des Wertes wegen der starken Zinssteigerungen zu verlieren. Ähnliche Entwicklungen hat es auch bei den qualitativ besten Papieren gegeben.

Anleihen schwanken nicht im gleichen Verhältnis wie Renditen, da die Tatsache, daß sie im allgemeinen zu 100 zurückgezahlt werden, einen hemmenden Faktor bei Kurssteigerungen ausmachen. Nur sehr lang laufende Anleihen steigen auch einmal stark über pari. Typisches Beispiel ist die Northern Pacific-Anleihe.

Seit 1964 hat es extreme Kursveränderungen und Schwankungen bei Renditen und Rentenkursen gegeben. So stieg der Zinssatz für Kommunalobligationen zwischen 1965 und 1970 von 3,2 % auf 7 % im Juni 1970. Der Index dieser Papiere fiel in diesem Zeitraum von 110,8 auf 67,5. Mitte 1970 war die Rendite von erstklassigen Anleihen höher als zu irgend-einem Zeitpunkt in der 200jährigen Geschichte der Vereinigten Staaten. 25 Jahre früher, gerade bevor der langanhaltende Haussetrend begann, lagen die Anleihenrenditen auf dem niedrigsten Niveau in der Geschichte der USA. Kommunalobligationen brachten nur eine Rendite von 1 %, und erstklassige Industrieanleihen rentierten mit 2,4 %. Einige Zeit vorher hatte man Renditen von 41/2 und 5 % als normal angesehen. Viele Analysten der älteren Generation haben die starken Kursschwankungen an den Börsen erlebt. Den Anstieg des Dow Jones von 64 in 1921 auf 381 in 1929 und dann den Zusammenbruch auf 41 in 1932. Aber dieses Mal fanden die stärksten Schwankungen bei den Anleihen statt.

Fazit: Niemals kann man damit rechnen, daß bei einer Wende an der Wall Street exakt das gleiche passiert wie vorher.

Der Anleger und Kursschwankungen

133

Wenn es weitgehend unmöglich erscheint, Prognosen über den Verlauf von Aktienkursen zu machen, so erscheint es noch weitaus schwieriger, den Trend bei Anleihen voraus-zusagen.

Der Anleger muß exakt unterscheiden zwischen kurzfristigen und langfristigen Papieren. Wenn er sichergehen will, daß er keinen Kursrückgang erleidet, sollte er sich auf Sparschuldverschreibungen der Serien E oder H konzentrieren.

Jedes Papier wird ihm eine Rendite von 5 % geben, die Serie E bis zu 5 5/6 Jahren und die Serie H bis zu 10 Jahren; mit einem garantierten Rücknahmepreis, der teilweise sogar über seinem Einstandskurs liegt.

Wenn der Anleger eine wesentlich höhere Verzinsung will, muß er darauf vorbereitet sein, daß er erhebliche Kursschwankungen mitmachen muß. Kursschwankungen von Wandelanleihen und Vorzugsaktien werden durch drei verschiedene Faktoren verursacht: 1. durch Kursschwankungen der Aktien, in die diese Papiere gewandelt werden können, 2. durch Schwankungen der Bonität des Schuldners, 3. durch Veränderungen der Zinssätze. So sind eine ganze Reihe von Wandelanleihen von Gesellschaften emittiert worden, die keinesfalls zu den erstklassigen Unternehmen zählen. Einige dieser Unternehmen wurden nicht unerheblich von Finanzierungsengpässen in 1970 berührt. Aufgrund dieser Schwierigkeiten unterlagen Wandelanleihen in den vergangenen Jahren erheblichen Kursschwankungen. Normalerweise wird der Anleger sich daher selbst betrügen, wenn er glaubt, in der Wandelanleihe ein Papier gefunden zu haben, das eine ideale Kombination von (1) Sicherheit einer erstklassigen Anleihe und (2)

Schutz vor Kursrückgängen bietet sowie (3) ihm immer die Chance offenläßt, von Kurssteigerungen der Aktie zu profitieren.

Es mag hier der Platz sein, um einmal das Problem der langfristigen Anleihen der Zukunft zu diskutieren. Warum 134 **Intelligent investieren**

sollte in Zukunft nicht einmal das Risiko der Kursschwankungen von Anleihen auf Anleger wie Emittent gleichermaßen verteilt werden? Eine Möglichkeit, diesen Effekt zu erzielen, würde darin bestehen, diese Papiere mit einem variablen Zinssatz auszustatten. Folgende Auswirkungen würde eine solche Konstruktion haben: Die Anleihe würde immer um pari notieren, solange die Bonität des Unternehmens nicht in Zweifel gezogen wird, aber der Zinssatz würde je nach der Neuemissionsrendite variieren. Die Gesellschaften hätten den Vorteil eines langfristigen Kredites (die Kosten permanenter Umschuldung würden entfallen), aber die Zinsen würden sich von Jahr zu Jahr ändern.

Im letzten Jahrzehnt stand der Anleger vor einem ernsten Dilemma: Sollte er sich vor Kursverlusten total absichern und damit relativ niedrige, kurzfristige Zinsen akzeptieren müssen? Oder sollte er sich einen relativ hohen, festen Zinssatz sichern und damit das Risiko permanent schwankender Rentenkurse eingehen? Es wäre für die meisten Anleger sicherlich sehr interessant, wenn sie zwischen den beiden Extremen einen Kompromiß wählen könnten; wenn sie also sicher sein könnten, daß weder der Zinssatz noch der Kurswert unter ein festgesetztes Minimum über einen Zeitraum von, sagen wir einmal 20 Jahren fallen könnte. Man könnte einen solchen Kompromiß sehr leicht über eine neue Art von Anleihen erzielen.

Etwas Ähnliches gibt es ja schon, wenn auch für einen kür-zeren Zeitraum, bei den Sparschuldverschreibungen der Regierung.

Es ist sicherlich nicht besonders sinnvoll, über nichtkon-vertierbare Vorzugsaktien zu diskutieren, da sie aus steuer-lichen Gründen für den individuellen Anleger nicht in Frage kommen.

Die zweitklassigen Papiere dieser Kategorie schwanken im allgemeinen genauso wie normale Stammaktien. Wir **Der Anleger und Kursschwankungen**

können ansonsten keine anderen sinnvollen Betrachtungen über diese Papiere anstellen. Tabelle 16-2 zeigt die Preis-schwankungen dieser Vorzugsaktien zwischen Dezember 1968 und Dezember 1970 auf. Der durchschnittliche Kursrückgang betrug 17 % im Vergleich zu 11,3 % im S & P-Index.

KAPITEL

9

Der Erwerb von Investmentfonds

Eine Möglichkeit, die der Anleger hat, besteht darin, sein Geld in Investmentfonds anzulegen. Diejenigen Papiere, die jederzeit auf Wunsch des Anlegers zum Buchwert zurückgegeben werden, nennt man normalerweise „Mutual Funds“ oder offene Fonds. Die meisten dieser Fondsgesell-schaften lassen ihre Papiere durch ein Heer von Verkäufern absetzen.

Neben den offenen Fonds gibt es noch geschlossene Fonds, deren Anteile zumeist an der Börse gehandelt werden. Alle Fonds von irgendwelcher Bedeutung unterliegen der Kontrolle der SEC. Die „Branche“ ist relativ groß. Ende 1970 gab es 383 registrierte Fonds, die einen Inventarwert von 54,6

Mrd. Dollar repräsentierten. 356 dieser Gesellschaften mit einem Inventarwert von 50,6 Mrd. Dollar fielen in die Kategorie der offenen Fonds, 27 Gesellschaften mit 4 Mrd. Dollar zählten zu den geschlossenen Fonds.

Man kann die Fonds nach verschiedenen Gesichtspunkten klassifizieren. Da gibt es die „Balanced Funds“, die zumindest ein

Drittel in Anleihen anlegen, dann die Aktienfonds, deren Vermögen fast ausschließlich aus Aktien besteht. Natürlich gibt es noch weitere Variationen wie

„Rentenfonds“, „Hedgefonds“ etc. Dann kann man unterscheiden nach Anlagezielen wie: „Wachstum“, „Rendite“

etc.

Andere Unterscheidungsmerkmale finden sich in der Art, wie diese Papiere ans Publikum veräußert werden z. B.

„Load Funds“, „No Load Funds“, wobei bei den ersteren Verkaufsprovisionen aufgeschlagen werden. Die meisten Fonds schütten praktisch die gesamten Einnahmen aus und vermeiden dadurch die Doppelbesteuerung. Daneben können sie auch noch die realisierten Kursgewinne ausschütten, die dann beim Zertifikatsinhaber so behandelt werden, als handle es sich um seine eigenen Kapitalgewinne.

Das Grundkapital fast aller Fonds besteht ausschließlich aus Stammaktien. Erst neuerdings gibt es die sogenannten

„Dual Purpose Funds“. Hierbei bekommen die Stammaktionäre sämtliche Kapitalgewinne, die Vorzugsaktionäre sämtliche Zins- und Dividendenerträge.

Die meisten Gesellschaften, deren Anlageziel darin besteht, Kapitalgewinne zu erzielen, konzentrieren sich ausschließ-

lich auf die sogenannten Wachstumswerte. Einige spezialisieren sich zusätzlich auf einzelne Wachstumsindustrien wie Chemie, Flugzeugbau, Investitionen im Ausland etc.

Der Anleger, der sich in Investmentfonds engagieren will, hat fast genau die gleiche reichliche Auswahl als wenn er sich am normalen

Kapitalmarkt einkauft. Auf folgende Fragen wollen wir in diesem Kapitel eine Antwort finden: 1. Gibt es irgendeine Möglichkeit, wie der Anleger Fonds mit einem in Zukunft überdurchschnittlichen Ergebnis erwerben kann?

2. Wenn es diese Möglichkeit nicht gibt, wie kann er sich gegen weit unterdurchschnittliche Ergebnisse absichern?

3. Welche Alternativen zwischen den verschiedenen Fonds-arten sollte er wählen, z. B. Aktienfonds oder „Balanced Fonds“, geschlossene oder offene Fonds, gebührenfreie Fonds oder solche, bei denen er die Verkaufsprovisionen tragen muß?

Der Erwerb von Investmentfonds

Die „Performance“ der Investmentfonds

Bevor wir diese Fragen beantworten, wollen wir uns erst einmal mit der „Performance“ der Fonds in der Vergangenheit befassen. Hat diese Branche all die Hoffnungen erfüllt, die man in sie gesetzt hatte? Haben die Fondsmanager gut gearbeitet, besser zumindest als der individuelle Anleger?

Nun, zuerst einmal muß man sagen, daß die Fonds im großen und ganzen ihre Aufgabe richtig erfüllt haben. Sie haben das Wertpapiersparen in erheblichem Umfang gefördert; sie haben unzählige Einzelanleger vor erheblichen Verlusten an der Börse bewahrt; sie brachten ihren Zertifikatsbe-sitzern im großen und ganzen auch die Erträge und Kurssteigerungen, die im Durchschnitt an der Börse erzielbar waren. Im Vergleich dazu möchten wir sehr stark bezweifeln, ob der durchschnittliche Anleger ähnliche Ergebnisse hätte erzielen können.

Obwohl die Fonds in der Vergangenheit im Durchschnitt nicht besser als der Index abgeschnitten haben, haben sie damit doch sicherlich besser gelegen als der durchschnittliche Anleger. Dessen Alternative

bestand ja im Grunde nicht darin, ein gut ausbalanciertes Portefeuille zu erwerben und zu halten, sondern er hätte sich normalerweise wohl anders engagiert.

Vermutlich hätte er sich als unerfahrener Anleger dann in erheblichem Umfang in dritt- und viertklassigen Aktien engagiert.

Wir glauben nicht, daß der durchschnittliche Anleger, der ein Wertpapierdepot bei einem Brokerhaus eröffnet, um sich ein konservatives Depot einzurichten, zu allen Zeiten spekulativen Versuchungen so erfolgreich widerstehen kann. Der Inhaber von Investmentzertifikaten ist dagegen schon aus grundsätzlichen Überlegungen zu einem Verbleiben bei seinem Investmentfonds oder Sparprogramm gezwungen.

Aber wie sah nun die Performance der Investmentfonds im Vergleich zum Indexverlauf aus? Tabelle 9-1 zeigt Ihnen einige errechnete Ergebnisse aus den Jahren 1961 bis 1970 für die größten Fonds des Jahres 1970.

Diese Gesellschaften hatten ein Vermögen von 15 Mrd. $

und sollten deshalb als repräsentativ angesehen werden können.

Man kann einige interessante Fakten herausfiltern. Zum ersten sehen wir, daß die Ergebnisse nicht sehr unterschiedlich von denen des S & P-Index in der gleichen Periode sind.

Aber die Ergebnisse lagen eindeutig über den Dow-Jones-Ergebnissen. Das wirft natürlich einmal mehr die Frage auf, inwieweit der Dow Jones noch repräsentativ ist. Zum zweiten läßt sich erkennen, daß sich die Ergebnisse der Fonds in den letzten fünf Jahren wesentlich verbessert haben.

Während sie von 1961 bis 1965 unter den S & P-Ergebnissen lagen, war die Performance zwischen 1966 und 1970 wesentlich besser.

Drittens, die Performance zwischen den einzelnen Fonds ist sehr unterschiedlich.

Wir glauben, man kann die Fonds nicht dafür kritisieren, wenn sie im Durchschnitt nicht besser als der Index lagen.

Die Manager dieser Fonds verwalten einen so großen Anteil an den meisten Aktiengesellschaften, daß sich jede größere Veränderung an der Börse auch automatisch in ihren Depots niederschlagen muß. (Denken sie daran, daß die Trustfonds der Banken einen Wert von 181 Mrd. $ Aktienvermögen haben; wenn wir zu diesem Betrag noch die Depotvermögen zählen, die von Depotverwaltern gemanagt werden, und außerdem noch 56 Mrd. $ Fondsvermögen, so ist sehr leicht einsichtig, daß die Wertpapierverwalter die Börse beherrschen und die Börse wiederum deren Performance diktiert.) Gibt es nun Fonds, die weitaus besser als der Durchschnitt abschneiden? Und kann der Anleger diese Fonds ausfindig machen?

Der Erwerb von Investmentfonds

141

Sicherlich, nicht alle Anleger können die besseren Fonds herausfinden, denn sonst sähen innerhalb kurzer Zeit die Ergebnisse überall gleich aus, und wir wären wieder da, wo wir angefangen haben. Lassen Sie mich die Frage etwas anders stellen: Warum sollte der Anleger nicht den Fonds herausfiltern, der in einem bestimmten längeren Zeitraum ein überdurchschnittliches Ergebnis erzielt hat und von dieser Performance auf ähnlich gute Resultate in der Zukunft schließen? Warum sollte er diesem Fonds nicht sein Geld anvertrauen? Diese Idee erscheint gar nicht so unvernünftig.

Der Anleger kann das fähigste Management auswählen, ohne eine besondere Prämie im Vergleich zu den anderen Fonds zu zahlen.

Ob diese Strategie genau die richtige ist, war in der Vergangenheit äußerst strittig. Aber unsere Tabelle 9-1, die die zehn größten Fonds umfaßt, zeigt, daß die überdurchschnittlichen Ergebnisse der fünf besten sich auch in den folgenden fünf Jahren fortsetzten. Wir würden es daher für sinnvoll erachten, daß sich der Anleger bei der Auswahl seines Fonds nach den Ergebnissen der Fonds in den vergangenen fünf Jahren richtet und dann seine Entscheidung fällt. Allerdings nur unter der Voraussetzung, daß die gesamte Börse in dieser Zeit nicht einen dramatischen Kursanstieg erlebte. In diesem Fall hätten die starken Kursanstiege auch auf unortho-doxe Art und Weise erzielt werden können, d. h., einige Fondsmanager hätten die Performance auf spekulative Art und Weise erzielen können und wären ungerechtfertigte Risiken eingegangen. Genau diese Risiken sollten ja vermieden werden!

Wir werden darauf im weiteren Verlauf noch zurückkommen.

Der Erwerb von Investmentfonds

143

„Performance Funds“

Eines der völlig neuen Phänomene der jüngsten Jahre ist das Auftauchen des sogenannten „Performance-Kults“. Wir möchten allerdings darauf hinweisen, daß dieser „Performance-Kult“ nicht alle Fonds erfaßt hat, sondern im Grunde nur einige wenige Gesellschaften. Trotzdem war der Einfluß dieser Manager auf den Markt nicht ganz unerheblich.

Die Geschichte ist einfach: Einige Manager erzielten überdurchschnittliche Resultate. Damit gewannen sie mehr und mehr Publizität, und natürlich wuchs das Fondsvermögen überdurchschnittlich an. Aber da sie nun so groß geworden waren, wurde es für diese Fondsmanager erheblich schwieriger, überdurchschnittliche Ergebnisse zu erzielen. Das ging nur, wenn man überdurchschnittliche Risiken einging. Und damit war auch schon die Basis für den Mißerfolg gelegt.

Einige der Begleitumstände, die mit diesem Performance-Kult einhergingen, erinnerten in fataler Weise an die zwanziger Jahre. Die Erfahrungen derjenigen, die sich an diese Zeit erinnerten und warnten, wurden nur allzuleicht in den Wind geschlagen. Man hielt sie für verstaubt und nicht fit genug für diese (zweite) Neue Ära.

Alle diese Performance-Stars waren zumeist nicht älter als 30 oder maximal 40 Jahre. Ihre direkte finanzielle Erfahrung war praktisch nur auf die Haussemärkte seit 1949 begrenzt.

Sie handelten im allgemeinen so, als ob eine gute Anlage nur dann erreicht werde, wenn die betreffende Aktie überdurchschnittliche Kurschancen für die nächsten Monate aufzuweisen hat. Das führte dazu, daß diese Manager große Anlagen in Aktien tätigten, zu Kursen, die in keinem Verhältnis mehr zu dem inneren Wert der Gesellschaften standen. Das galt sowohl für das Kurs-Gewinn-Verhältnis als auch für das Verhältnis zum Buchwert.

Diese Engagements konnten im Grunde nur mit Hoffnungen motiviert werden, aber mit keinerlei realistischen Erwartungen.

Wir möchten hier keine Namen nennen. Aber ein Beispiel möchten wir doch aufzeigen: Der Performance-Fonds, der am meisten vom Publikum beachtet wurde, war zweifellos der Manhattan Fund, Inc., der gegen Ende des Jahres 1965

gegründet wurde. Die Gesellschaft begann mit einem Kapital von 247 Mio. $. Ziel war natürlich: Kapitalgewinne. Die meisten im Fonds enthaltenen Papiere wiesen sehr hohe Kurs-Gewinn-Verhältnisse auf und zahlten so gut wie keine Dividende. 1967 wies der Fonds einen Gewinn von 38,6 %

auf (S & P + 11 %). Aber wie sie aus der Tabelle ersehen, waren die Ergebnisse danach nicht mehr besonders positiv (Tab. 9-2). Am Ende des Jahres 1969 sah das Portefeuille sehr

„unorthodox“ aus. Zwei der größten im Depot vorhandenen Gesellschaften gingen sechs Monate später bankrott.

Erstaunlich ist, daß diese Papiere nicht nur von dieser Fondsgesellschaft erworben worden waren, sondern gleichzeitig auch von dem Stiftungsfonds einer Universität und den Trust Departments von großen Banken.

Ein drittes außerordentliches Phänomen liegt darin, daß der Manager des Manhattan Fonds seine Anteile an der getrennt organisierten Management-Gesellschaft für 20

Mio. $ an eine andere große Gruppe veräußerte. Zu der Zeit, als diese Management-Gesellschaft veräußert wurde, hatte sie nur ein Vermögen von 1 Mio. $. Hier liegt eine der größ-

ten Disparitäten zwischen dem Erfolg des Managers und dem Erfolg der „Gemanagten“, die bisher vorgekommen ist.

Ende 1969 erschien ein Buch mit dem Titel „Die Money-Manager“, das die individuellen Porträts von neunzehn jungen Managern brachte, die zu den damaligen Spitzendepot-verwaltern zählten. In der Zusammenfassung sprach man **Der Erwerb von Investmentfonds**

davon, daß sie „sehr jung sind, sie sind alle fasziniert von der Börse, einige verdienen mehr als eine Million Dollar pro Jahr, und sie haben ein spekulatives Gespür für die kommenden High Flyers“.

Wenn wir uns die Performance dieser Leute ansehen, kommen wir zu folgenden Ergebnissen: Typischerweise 1966

gute Ergebnisse, brillante Erfolge in 1967. 1968 lagen sie zwar noch gut, aber nicht mehr überdurchschnittlich. 1969

verzeichneten alle Verluste, nur einer lag ein wenig besser als der S & P-Index. In 1970 war das Ergebnis bei den meisten katastrophal. Wir haben diese Beispiele aufgezeigt, um Ihnen zu zeigen, wie sehr sich alles ändert und nichts gleich bleibt. Junge, begabte Leute haben immer wieder ver-sprochen, mit dem Geld anderer Wunderdinge zu vollbrin-gen. Einige Zeit zeigten sie dann sehr gute Ergebnisse, aber am Ende brachten sie dem Publikum häufig große Verluste.

Vor einem halben Jahrhundert waren solche Wunder immer von Manipulationen und Betrügereien begleitet. Das führte dann im Endeffekt zu den scharfen Kontrollen durch die SEC. Die Operationen der neuen „Money-Manager“ kamen mehr als eine Generation nach den Betrügereien von 1926 bis 1929. Die Praktiken der zwanziger Jahre waren jetzt nicht mehr erlaubt. Sie führen jetzt direkt ins Gefängnis. Aber nun wurden neue, wenn auch legale „Tricks“ entwickelt. „Let-tersStocks“ konnten erheblich unter Marktpreisen erworben werden; allerdings waren sie vorerst nicht veräußerbar. In den Portefeuilleaufstellungen erschienen sie allerdings sofort zu Marktpreisen und zeigten einen phantastischen

„Papiergewinn“. Und ähnliche Möglichkeiten gab es am laufenden Band. ... Trotz SEC konnte die Wall Street daher einen Teil der Fehler der zwanziger Jahre wiederholen.

Zweifellos, in Zukunft wird es neue Verbote und neue bessere Kontrollmöglichkeiten geben. Die Mißbräuche der späten sechziger Jahre werden an der Wall Street nicht mehr 146 **Intelligent investieren**

möglich sein. Aber man wird nicht erwarten können, daß das Spekulationsfieber ein für allemal verschwinden wird.

Das Bild der alten Performance Funds wird um so ärmli-cher, je weiter wir uns von den spekulativen Gewinnen des Jahres 1967 entfernen. Wenn man allerdings die Ergebnisse von 1967 mit einbezieht, ist das durchschnittliche Bild nicht ganz so katastrophal. Auf dieser Basis liegt einer der im Buch Money-Manager genannten

Portefeuillemanager leicht über dem S & P-Index, drei liegen wesentlich schlechter, und sechs erzielten die gleichen Ergebnisse wie der S & P.

Sehen wir uns eine andere Gruppe von Performance Funds an; und zwar die 10 besten in 1967, deren Gewinne in einem Jahr von 84 % bis 301% reichten. Vier lagen im Durchschnitt über einen Zeitraum von vier Jahren besser als der Index, und zwei übertrafen den Index sogar zwischen 1968

und 1970. Keiner dieser Fonds war allerdings größer als 60

Mio. $; und damit scheint unsere These bestätigt, daß Größe ein Hindernis für kontinuierlichen, überdurchschnittlichen Erfolg ist.

Die vorangegangenen Erläuterungen mögen Ihnen klargemacht haben, daß es spezielle Risiken gibt, wenn man große überdurchschnittliche Erfolge mit Investmentfonds erzielen will. Die Erfahrung bis heute sagt, daß große Fonds maximal geringfügig bessere Ergebnisse als der Index bringen können.

Wenn diese Fonds spekulativ gemanagt werden, können sie zwar kurzfristig überdurchschnittliche Ergebnisse bringen, aber der folgende unterdurchschnittliche Erfolg ist nur allzu zwingend. Es gab zwar einige Fonds, die über lange Jahre überdurchschnittliche Ergebnisse erzielten. Dann waren es allerdings sehr kleine Fonds, und ihre Anteile waren dem Publikum nicht zugänglich bzw. sie wurden nicht aktiv angeboten.

Der Erwerb von Investmentfonds

Geschlossene Fonds im Vergleich zu offenen Fonds Die meisten Investmentfonds sind offene Fonds, und ihre Zertifikate werden dem Publikum aktiv zum Kauf angeboten. Aus diesem Grund sind viele

von ihnen im Laufe der Jahre erheblich gewachsen. Die geschlossenen Fonds, die vor langer Zeit gegründet wurden, haben eine festgesetzte Kapitalstruktur und sind somit heute relativ klein. Während der Ausgabepreis der offenen Gesellschaften meist aufgrund einer Verkaufsprovision zu etwa 9 % über dem Inventarwert liegt, können die geschlossenen Fonds im allgemeinen unter ihrem Inventarwert erworben werden. Der Kursabschlag bei individuellen Gesellschaften variierte in den vergangenen Jahren sehr stark. Daten über den Zeitraum 1961–1970 gibt Tabelle 9-3.

Der Unterschied in den Ausgabepreisen zwischen geschlossenen Fonds und offenen Fonds ist damit wohl offensichtlich nicht auf Performanceunterschiede zurück-Der Erwerb von Investmentfonds

zuführen. Sie können das sehr leicht an Tabelle 9-4 erkennen.

Damit kommen wir zu folgender Empfehlung: Wenn sie Investmentfonds erwerben wollen, kaufen sie nur Anteile an geschlossenen Fonds, die sie mit einem Abschlag von 10 bis 15 % erwerben können, anstatt ein Aufgeld von 9 und mehr Prozent für Zertifikate von offenen Fonds zu zahlen. Unter der Voraussetzung, daß Erträge und Performance gleich sind, dürften Sie etwa ein Fünftel mehr für Ihre Anlage bekommen. Der Fondsverkäufer wird schnell mit dem Gegenargument bei der Hand sein, daß man ja niemals sicher sein könne, zu welchem Kursabschlag man die Zertifikate eines geschlossenen Fonds wieder verkaufen könne, so daß man aufgrund eines eventuellen späteren starken Kursabschlags erhebliche Verluste einzustecken hätte.

Lassen sie uns dieses Argument mal etwas genauer unter die Lupe nehmen.

Nehmen wir an, der Anleger A kauft einige Zertifikate eines offenen Fonds zum Ausgabepreis von 109 %, der Anleger B erwirbt Anteile an einem geschlossenen Fonds zu 85 %

des Vermögenswertes, zuzüglich 11/2 % Kommission. Beide Gesellschaften haben in vier Jahren Erträge (Dividenden und Kapitalzuwachs) von 30 %. A gibt seine Anteile zu 100 %

des Inventarwertes zurück und verliert die 9 % Kommission.

Sein Zuwachs beträgt damit 21 %. Das ergibt auf seine Investition eine Rendite von 19 %. Die Frage lautet nun, zu welchem Kurs kann der Anleger B die Anteile des geschlossenen Fonds an der Börse noch verkaufen, ohne sich schlechter als der Anleger B zu stellen? Die Antwort lautet: zu 73 % oder mit einem Abschlag von 27 % vom Vermögenswert.

Mit anderen Worten, der Besitzer eines geschlossenen Fonds kann eine Ausweitung der Marge zwischen Inventarwert und Börsenkurs von 12 Punkten mitmachen und steht sich trotzdem nicht schlechter als der Eigentümer eines offenen Fonds.

Die Tatsache, daß einige geschlossene Investmentfonds mehr als 9 % über dem Buchwert notieren, wirft spezielle Fragen für den Anleger auf. Weisen diese Gesellschaften eine überdurchschnittliche Performance auf? Wenn man sich die Wertentwicklung innerhalb der letzten Jahre ansieht, müßte die Antwort eindeutig „Nein“ lauten. Drei der Closed-End-Fonds, die eine Prämie aufweisen, haben überwiegend ausländische Aktien im Portefeuille. Wenn die anderen geschlossenen Fonds in Augenschein genommen werden, die über dem Buchwert notieren, so stellt sich tatsächlich heraus, daß sie in den letzten zehn Jahren überdurchschnittlich gelegen haben. Das gilt allerdings nicht für die letzten fünf Jahre. Tabelle 9-5 zeigt die Entwicklung zweier unserer **Der Erwerb von Investmentfonds**

ältesten und renommiertesten geschlossenen Fonds. Der eine wurde Ende 1970 14 % über, und der andere 7,6 % unter Buchwert

notiert. Der Unterschied erscheint durch die unterschiedliche Performance-Entwicklung nicht gerechtfertigt.

Anlage in Balanced Funds

Die 23 „Balanced Funds“, die im Wiesenberger-Report verzeichnet sind, hielten zwischen 25 % und 59 % ihres Vermögens in Vorzugsaktien und Anleihen, im Durchschnitt genau 40 %. Der Rest war in Stammaktien angelegt. Es scheint, als ob der normale Anleger besser daran täte, seine Anlagen in Obligationen direkt zu tätigen als sie in einem Fonds zu halten. Die durchschnittliche Rendite dieser Fonds lag nur bei 3,9 % pro Jahr auf Basis des Inventarwerts, bzw.

3,6 % auf Basis des Ausgabepreises des Jahres 1970.

KAPITEL

10

Der Anleger und seine Berater

Die Anlage in Wertpapieren unterscheidet sich insofern von anderen Entscheidungen, als hier grundsätzlich mehr oder weniger nach Ratschlägen anderer vorgegangen wird. Die meisten Anleger sind Amateure. Natürlich haben sie daher den Eindruck, daß sie von professionellen Ratschlägen anderer profitieren können. Aber da gibt es einige Schwierigkeiten.

Wenn Leute Wertpapiere kaufen, um Gewinne zu erzielen, und Ratschläge einholen, dann fragen sie andere Leute, wie sie am besten verdienen können. Und hierin liegt ein wenig Naivität. So benötigen Unternehmer zwar Rat bei verschiedenen Unternehmenskonzeptionen, aber sie erwarten normalerweise nicht, daß ihnen jemand erzählt, wie man Gewinn macht. Das ist ihr eigenes Problem. Hier liegt der große Unterschied.

Wenn wir annehmen, daß normale oder Standard-Ergebnisse bei der Anlage in Wertpapieren zu erzielen sind, können wir die Rolle des Wertpapierberaters etwas genauer definieren. Er wird in diesem Fall versuchen, den Anleger vor Fehlentscheidungen zu bewahren und ihn dazu bringen, daß er das Ergebnis erzielt, das in etwa erzielbar ist.

Anders verhält es sich, wenn der Anleger von seinem Berater erwartet, daß überdurchschnittliche Ergebnisse erzielt werden. Dann stellt sich die Frage, ob mehr erwartet wird, 154 **Intelligent investieren**

als im Grunde erzielbar ist. Ratschläge kann man aus einer ganzen Reihe von Quellen bekommen ... Unter anderem (1) von einem Freund oder Bekannten, (2) von einem Bankier, (3) einer Broker-Firma oder einem Emissionshaus, (4) einem Finanzbrief oder einem (5) selbständigen Anlageberater.

Einige grundsätzliche Bemerkungen zu den normalen oder Standard-Resultaten, die oben erwähnt wurden: Wenn der Anleger sich überwiegend nach den Empfehlungen anderer richtet, muß er seine Berater ganz eindeutig auf konservative Anlagestrategien festlegen. Es sei denn, er ist hun-dertprozentig von der Person überzeugt, die die Anlageentscheidungen für ihn fällt.

Aber wenn der Anleger sich auf normale Anlageberater verläßt, kann er nur interessante Empfehlungen bekommen, wenn er selbst etwas Erfahrung und Wissen mitbringt. Dann ist er von der Stufe des defensiven Anlegers zur Stufe des aggressiven Anlegers hinübergewechselt.

Anlageberater und Beratungsservice der Banken Die wirklich guten Anlageberatungsdienste, also Firmen, die sich im allgemeinen ihre Ratschläge teuer bezahlen lassen, sind ziemlich bescheiden in ihren Versprechungen. Zum größten Teil legen sie die Vermögen ihrer Kunden in Standardwerten an, und sie verlassen sich im allgemeinen auf normale Anlageresultate bei ihren Investitionen. Typischerweise legen sie nie mehr als 10 % des Gesamtvermögens

in etwas risikoreicheren Papieren an. Im allgemeinen machen sie auch keinen Versuch, Kursschwankungen für ihre Kunden erfolgreich auszunutzen.

Die führenden Beratungsdienste nehmen nicht für sich in Anspruch, hervorragende Ergebnisse erzielen zu können.

Sie verweisen vielmehr darauf, daß sie sorgfältig, konser-Der Anleger und seine Berater

vativ, seriös und kompetent handeln. Ihr Hauptziel besteht darin, das Vermögen des Anlegers zu erhalten und eine konservative Rendite zu erzielen. Alles, was darüber hinausgeht, muß gesondert bezahlt werden. Die wichtigste Aufgabe dieser Beratungsdienste liegt wohl darin, daß sie ihre Anleger von verlustreichen Fehlern bewahren.

Was wir über gut etablierte Beratungsdienste gesagt haben, gilt auch für die Beratungsdienste großer Banken.

Börsendienste

Die sogenannten Börsendienste oder „Finanzbriefe“ versen-den einheitliche Bulletins (manchmal auch in Form von Tele-grammen) an ihre Kunden. Besprochen werden Aussichten und Status einzelner Unternehmen, Verhaltensweise und allgemeine Aussichten an der Börse und spezielle Empfehlungen zu einzelnen Werten.

Daneben existiert oft ein Kundenbüro, das Anfragen der Kunden beantwortet. Die Bezugsgebühren der Finanzbriefe sind im allgemeinen wesentlich niedriger als die Kosten für Anlageberater.

Einige Organisationen, wie z. B. Babson’s und Standard & Poor’s, arbeiten auf verschiedenen Ebenen als Anlagebera-tungsinstitute und Finanzdienst.

Finanzbriefe richten sich im allgemeinen an ein wesentlich andersgeartetes Publikum als die Anlageberatungsdienste.

Die Kunden dieser Institute möchten der Problematik enthoben sein, Anlageentscheidungen zu treffen. Die Finanzbriefe dagegen richten sich an ein völlig anders orientiertes Publikum. Ihre Kunden treffen Anlageentscheidungen selbst und lassen sich von diesen Diensten nur Anregungen geben. Einige dieser Informationsdienste gehen nach rein technischen Anlagekriterien vor. Kunden dieser Anlagedienste fallen nicht in die von uns besprochene Kategorie von Anlegern.

Auf der anderen Seite gibt es einige bekannte und seriöse Anlagedienste, wie die von Moody’s Investment Service und die von Standard & Poor’s. Kunden dieser Beratungsdienste sind sowohl äußerst konservative Anleger als auch spekulativ orientierte Investoren.

Aus diesem Grund ist es für diese Dienste schwierig, nur eine einzige Anlagestrategie zu verfolgen. Ein alteingeführter Dienst, wie der von Moody’s, muß dieser breiten Anle-gerschaft aber gewisse attraktive Beratungsdienste bieten, da er ansonsten an Attraktivität verlieren würde. So kümmern sie sich im allgemeinen um die Gebiete, die gerade im Mittelpunkt des allgemeinen Anlageinteresses stehen. Ihre Ansichten zu spekulativen Engagements haben dann ein gewisses Maß an Autorität.

Jahrelang haben die Anlagebriefe Kursprognosen abgegeben, ohne von irgend jemandem besonders ernst genommen zu werden. Wenn irgend möglich, verbergen sie ihre Ansichten hinter einer Art „delphischem Orakel“. Man kann ihre Aussagen sehr unterschiedlich interpretieren und egal, was auch passiert, ihre Verfasser können nach dem Eintreten eines Ereignisses immer sagen: „Das haben wir doch immer schon vorhergesehen!“

Unserer Ansicht nach hat die Kursprognose bei Informationsdiensten keinen besonderen Wert. Dagegen sind ihre Aussagen zu Konjunkturentwicklungen wesentlich verläß-

licher. Das gleiche gilt für die Berichte über einzelne Branchen. Ohne Zweifel verbessert dieses Material die Beurtei-lungskraft ihrer Kunden in bezug auf Anlagemöglichkeiten nicht unerheblich.

Schwieriger wird es, die Performance dieser Dienste anhand von Einzelempfehlungen zu messen. Jeder Dienst müßte getrennt untersucht werden, und sicherlich würde man Jahre benötigen, um zu einer einigermaßen sicheren Aussage zu kommen. Wir haben bei diesen Diensten allerDer Anleger und seine Berater

dings eine Neigung verspürt, bei der Empfehlung überwiegend kurzfristige Gewinnentwicklungen zu bevorzugen. Sie empfehlen im allgemeinen Aktien, wenn die kurzfristigen Gewinnaussichten der Unternehmen positiv aussehen und raten zum Verkauf, wenn die Faktoren unter kurzfristigen Aspekten negativ sind. Und zwar treffen sie ihre Empfehlungen völlig unabhängig vom augenblicklichen Kurs.

Diese sehr kurzfristige Sicht hält die Informationsdienste oft davon ab, handfeste analytisch fundierte Arbeit zu leisten.

Der kluge Anleger wird seine Entscheidungen nicht ausschließlich an den kurzfristig motivierten Empfehlungen der Informationsdienste ausrichten. Wenn er diesen Grundsatz beherzigt, wird er sicherlich von der Beratung durch Informationsdienste profitieren können.

Empfehlungen von Brokerhäusern

Wahrscheinlich kommt das meiste „Empfehlungsmaterial“

von den Brokerhäusern. Diese Institute haben fast alle einen Sitz an der New Yorker Stock Exchange sowie an den anderen Börsen und führen Kauf- und Verkaufsaufträge gegen eine bestimmte Gebühr

durch. Fast alle Häuser verfügen über eine analytische Abteilung, die Anfragen beantwortet und Ihnen Empfehlungen unterbreitet. Sehr viel analytisches Material wird oft kostenlos den Kunden zugesandt.

Die meisten Brokerfirmen gehen davon aus, daß sie dem Kunden geben müssen, was er wünscht, und ihn daher auch spekulativ beraten müssen; zumal die für das Geschäft rentabelsten Kunden diejenigen sind, die sich spekulativ engagieren und ihr Glück im Hin- und Herhandeln versuchen. Somit versucht das durchschnittliche Brokerhaus, dem Kunden mit einer Anlagestrategie zu helfen, aufgrund derer es praktisch mit mathematischer Gewißheit (wegen des 158 **Intelligent investieren**

großen Wettbewerbs) dazu verdammt ist, dem Kunden Verluste zu produzieren.

Der Kunde bekommt über das Brokerhaus im allgemeinen Empfehlungen von zweierlei Beratern: Einmal von den

„Finanzanalytikern“ und zweitens von den sogenannten

„Anlageberatern“. Durch die Vorschriften der New York Stock Exchange ist der Anlageberater heute wesentlich seriö-

ser geworden als früher. Trotzdem hat er aufgrund seiner engen Beziehung zum Tagesgeschäft und weil seine Aufgabe darin besteht, Provisionen zu verdienen, eine etwas spekulative Sicht der Dinge. Somit muß der Kunde, der nicht von spekulativen Ansichten beeinflußt sein möchte, sich bei der Beratung durch einen „Kundenberater“ vorsehen. Er muß seinem Anlageberater genauestens einschärfen, daß er von spekulativen Empfehlungen nichts hält und auf Tips ver-zichtet. Hat der Kundenberater einmal die Anlagestrategie des Kunden richtig verstanden, so wird er sich in Zukunft genau danach richten. Vor spekulativen und kurzfristigen Empfehlungen sind sie dann sicher!

Die Funktion des „Finanzanalysten“ dürfte klar sein. Er erarbeitet bei den Brokerhäusern die ausführlichen Studien und Untersuchungen über einzelne Unternehmen und Branchen und bildet sich eine gut fundierte Meinung zu den langfristigen Aussichten eines bestimmten Unternehmens.

Im Gegensatz allerdings zum „Kundenberater“, der von der SEC genau vorgeschriebene Prüfungen und Tests abzu-leisten hat, sind für Analysten keine solchen Tests vorgeschrieben.

Allerdings sind die meisten Wertpapieranalytiker heute Dipl.-Kaufleute oder Dipl.-Volkswirte. Im allgemeinen kann man auch darauf vertrauen, daß die meisten Brokerhäuser heute nur noch qualifizierte Analytiker einstellen.

Der Kunde eines Brokerhauses kann entweder direkt mit den Wertpapieranalytikern in Kontakt treten oder indirekt **Der Anleger und seine Berater**

über den Kundenberater. In jedem Fall kann der Kunde den Analytiker über eine Vielzahl von Grundsatzinformationen befragen.

Allerdings hängt der Wert eines Analytikers für den Anleger grundsätzlich von der Fragestellung ab. Wenn er die richtigen Fragen stellt, kann der Analytiker für ihn von unschätzbarem Wert sein.

Um zu einem guten Verhältnis zu dem Analysten zu kommen, ist es für den Kunden auch in diesem Fall wichtig, den Wertpapieranalytiker genau über die eigene Anlagestrategie aufzuklären. Sofern der Analyst überzeugt ist, daß der Kunde mehr langfristig orientiert ist und nicht „rasche Kursgewinne“ verlangt, kommt es im allgemeinen zu einer sehr fruchtbaren Zusammenarbeit zwischen beiden.

Das CFA (Certificate for Financial Analysts) 1963 wurde das CFA eingeführt. Dieser offizielle Titel für einen ausgebildeten Analysten wird dann verliehen, wenn bestimmte Tests und Prüfungen im Rahmen der Vereinigung der Finanzanalysten abgelegt wurden. Die Prüfungen umfassen die Themen Wertpapieranalyse und Portefeuille-strategie. Dieses relativ neue Prüfungsschema für den Wertpapieranalytiker sollte in Zukunft den Status des Finanzanalytikers und den Standard der Wertpapieranalyse weiter verbessern.

Die Zusammenarbeit mit Brokerhäusern Die größten Probleme der Finanzwelt stellten in den vergangenen Jahren die Zusammenbrüche und Übernahmen vieler angesehener Brokerhäuser dar.

Seit fast einem halben Jahrhundert hatte es kaum mehr Zusammenbrüche gegeben. In den vergangenen Jahrzehn-160

ten hatte die New York Stock Exchange ihre Kontrolle über die Geschäftstätigkeit der Brokerhäuser verstärkt. Es gibt seit 39 Jahren eine Kontrolle der SEC über Börsen und die Mitgliedsfirmen der Börsen. Außerdem hatte der gesamte Industriezweig in den vergangenen Jahren unter sehr vor-teilhaften Bedingungen gearbeitet: Die Umsätze stiegen kontinuierlich an, die Provisionssätze waren festgelegt (und nicht den Wettbewerbsbedingungen unterworfen wie heute), und die Anzahl der Firmen war relativ klein.

Die ersten Schwierigkeiten der Brokerhäuser traten im Jahre 1969 auf. Damals führte man diese Schwierigkeiten auf das rasch angestiegene Volumen der Wertpapierumsätze zurück. Man sprach von Problemen bei der Abwicklung. Als 1970 die Konkurse zunahmen, führte man sie auf eine „rück-läufige Umsatztätigkeit“ zurück, obwohl in diesem Jahr mit 2937 Millionen Aktien der höchste jemals erreichte Umsatz an der New York Stock Exchange zu verzeichnen war. Dieser Umsatz war doppelt so hoch wie in jedem Jahr vor 1965.

Und in den fünfzehn Haussejahren bis 1964 hatte die Brokerindustrie bei einem wesentlich niedrigeren Volumen außerordentlich rentabel gearbeitet.

Uns erscheint eine andere Erklärung für den Zusammenbruch und die finanziellen Schwierigkeiten der Brokerhäuser zutreffender zu sein. Ein nicht geringer Teil des Anlagevermögens einiger Brokerhäuser bestand aus Aktien. Und ein Teil dieses Aktienvermögens war in hochspekulativen und überbewerteten Papieren angelegt. Als die Börse 1969

drastische Kursverluste zu erleiden hatte, fielen diese spekulativen Papiere besonders stark, und ein großer Teil des Kapitals der Brokerhäuser war auf einen Schlag verloren.

Die Partner der Brokerhäuser hatten in diesem Fall mit dem Kapital spekuliert, das eigentlich dazu gedacht war, um die Kunden vor Schwierigkeiten in der Branche zu bewahren, die in deren zyklischem Geschäftsverlauf begründet waren.

Der Anleger und seine Berater

Die Spekulation einiger Brokerhäuser war unentschuldbar; dem ist nichts mehr hinzuzufügen.

Der Anleger sollte nicht nur eine sinnvolle und ertragreiche Anlagestrategie formulieren und durchführen, sondern auch ebenso sorgfältig bei der Auswahl der Brokerhäuser vorgehen, mit denen er seine Geschäfte tätigen möchte. Bis vor kurzem genügte es, wenn man darauf hinwies, ausschließlich mit den Brokerhäusern Geschäfte zu tätigen, die Mitglieder der New York Stock Exchange sind. Heute genügt dieser Ratschlag nicht. Solange die gesamte Brokerindustrie immer noch von Zusammenbrüchen erschüttert wird und finanzielle Schwierigkeiten nicht ausgeschlossen werden können, halten wir es für ratsam, nach einem Kauf der Wertpapiere bei einem Broker diesen anzuweisen, die Papiere bei Ihrer Bank in

Verwahrung zu geben. Das kostet Sie zwar ein wenig mehr, bewahrt Sie aber vor eventuellen finanziellen Schwierigkeiten in der Brokerindustrie.

Investment-Banker

Als Investment-Banker wird ein Emissionshaus bezeichnet, das sich überwiegend mit dem Aufspüren, Zeichnen und Emittieren von Neuemissionen beschäftigt. Auch eine Reihe von Brokerhäusern betätigt sich intensiv im Neuemissions-geschäft. Im allgemeinen ist die Tätigkeit der Brokerhäuser aber auf ein Mitwirken in den Emissionskonsortien beschränkt.

Das Investment-Banking ist vermutlich der am meisten angesehene Geschäftszweig an der Wall Street; wahrscheinlich deswegen, weil über die Emission von Aktien und Schuldverschreibungen die Industrie mit neuen, für die Expansion notwendigen Finanzierungsmitteln versorgt wird.

Tatsächlich werden organisierte Kapitalmärkte nur deswegen aufrechterhalten, um den Absatz neuer Aktien und 162 **Intelligent investieren**

Anleihen zu erleichtern. In dem Moment, in dem der Anleger, aber auch der Spekulant, keinen Markt mehr für die ihm offerierten Papiere erwarten darf, wird er auch nicht zu einem Kauf bereit sein.

Damit wird die Beziehung zwischen Investment-Banker und Anleger der zwischen Käufer und Verkäufer immer ähnlicher. In früheren Jahren wurde der größte Teil der Neuemissionen, der aus Anleihen bestand, von institutionellen Anlegern erworben. In diesem Fall hatten es die Effektenverkäufer mit erfahrenen Wertpapierkäufern zu tun. Hier existierte eine mehr geschäftsmäßige Orientierung.

Aber die Beziehung zwischen Einzelanleger und Investment-Banking-Haus ist von dieser Geschäftsbeziehung völlig verschieden. In diesem Fall ist der Anleger im allgemeinen ausgesprochen im Nachteil. Er wird sehr schnell beeinflußt vom Effektenverkäufer,

besonders dann, wenn er daran interessiert ist, einen schnellen Gewinn zu machen.

Daraus resultiert, daß der Einzelanleger heute mehr darauf angewiesen ist, daß man ihn von seiten der Brokerhäuser und Investment-Banking-Häuser seriös behandelt, als daß er sich auf sein eigenes Urteil verlassen kann. Sicherlich, die Mehrzahl der Emissionshäuser handelt seriös. Aber der einzelne Anleger sollte besser auf sich selbst vertrauen als auf die Ratschläge von Verkäufern.

Wir können in diesem Zusammenhang nur immer wieder auf die Zeit des Neuemissionsfiebers in den Jahren 1960/61

und 1968/69 hinweisen, als am Ende der Hausseperiode oft zu absolut ungerechtfertigten Kursen Aktien emittiert wurden. Daß ein nicht unbedeutender Teil dieser Papiere, vom Qualitätsstandard her betrachtet, völlig uninteressant war, bewiesen die späteren starken Kursrückschläge.

Der Anleger wird im allgemeinen gut daran tun, sich die Ratschläge der Investment-Banking-Häuser anzuhören. Das gilt besonders für die Ratschläge einiger sehr erfahrener **Der Anleger und seine Berater**

Emissionshäuser. Aber er sollte keinesfalls ohne unabhängiges eigenes Urteil Aktien von Gesellschaften erwerben.

Andere Berater

Es ist eine alte Sitte, besonders in kleineren Städten, den eigenen Bankier um Rat zu fragen. Dieser Bankier braucht bezüglich Wertpapieranlagen nicht besonders erfahren zu sein. Aber er ist im allgemeinen sehr konservativ, und sein Rat ist für den relativ unerfahrenen Anleger besonders vorteilhaft. Er verhindert oft unbedachte und spekulative Eska-paden des konservativen

Anlegers. Allerdings wird dagegen der aggressive Anleger den Rat eines Bankiers kaum in Anspruch nehmen.

Ratschläge von Verwandten und Freunden sollten nicht in Anspruch genommen werden. Sehr viele schlechte Empfehlungen stammen aus dieser Quelle. Nach unserer Erfahrung ist es sicherlich genauso schwierig, von Laien die richtige Empfehlung zu bekommen, wie die richtigen Aktien ohne fremde Hilfe auszuwählen.

Zusammenfassung

Anleger, die bereit sind, für die Verwaltung ihres Depots Geld zu bezahlen, tun gut daran, eine etablierte und allgemein empfohlene Depotverwaltungsgesellschaft zu engagieren. Ansonsten können sie auch die Dienste der Depot-verwaltungsabteilungen einiger großer Brokerhäuser in Anspruch nehmen. Die Ergebnisse, die dort erzielt werden, sind keinesfalls hervorragend, aber sie sind für den konservativen Anleger ausreichend.

Viele Käufer von Aktien erhalten Kaufempfehlungen, ohne speziell dafür zu bezahlen. Sie sollten daher auch keine überdurchschnittlichen Ergebnisse erwarten. Sie sollten sich 164

vor all denen hüten, die ihnen überdurchschnittliche Ergebnisse versprechen.

Konservative Anleger können zwar nicht immer schlechten Empfehlungen ausweichen, aber sie können ihren Ratge-bern immer wieder einschärfen, welche Art von Aktien sie besitzen möchten. Wenn Sie unseren Vorschlägen folgen, werden Sie sich auf erstklassige Anleihen und auf Stammaktien führender Gesellschaften beschränken, die im Verhältnis zu ihren Gewinnen nicht überbewertet werden. Jeder Wertpapieranalytiker eines anerkannten Brokerhauses wird Ihnen eine Liste solcher Aktien zusammenstellen können.

Der aggressive Anleger wird im allgemeinen aktiv mit seinen Beratern zusammenarbeiten. Er wird darauf drängen, daß die Empfehlungen dieser Berater genau erklärt werden, und er wird darauf bestehen, daß er sein eigenes Urteil dazu abgibt. Nur in dem außergewöhnlichen Fall, wenn der Anleger der Auffassung ist und es bestätigt gefunden hat, daß die Integrität und Kompetenz seiner Berater zur Genüge bewiesen ist, sollte sich der Anleger nach dem Urteil seines Beraters richten, ohne viel von der empfohlenen Entscheidung zu verstehen.

Es hat immer wieder unverantwortliche „Aktienverkäufer“ gegeben. Wir haben unseren Lesern immer wieder empfohlen, ihre Aktienkäufe ausschließlich auf Mitgliederfirmen der New York Stock Exchange zu begrenzen. Für besonders vorsichtige Anleger empfehlen wir zusätzlich, Zahlungen über die eigene Bank zu veranlassen. Die amerikanischen Brokerhäuser mögen in einigen Jahren ihre frühere Stabilität wiedergefunden haben. Vorläufig empfehlen wir aber weiterhin: Vorsicht! Zusammenbrüche sind auch in Zukunft noch möglich.

KAPITEL

11

Wertpapieranalyse für den Laien

Allgemeine Strategie

Die Analyse von Wertpapieren ist heute eine angesehene und akzeptierte Tätigkeit. Die „Vereinigung der amerikanischen Finanzanalysten“ umfaßt heute über 13 000 Mitglieder. Anstatt Wertpapieranalyst nennen sich die meisten Analytiker heute „Finanzanalytiker“. Dieser Terminus beschreibt die Tätigkeit des Analysten besser, denn neben der Untersuchung von Aktien befaßt sich der Analytiker auch mit Depotzusammenstellungen sowie der Konjunktur-analyse. Wir werden in diesem Kapitel beide Bezeichnungen nebeneinander benutzen, je nachdem, welche Tätigkeit wir meinen.

Der Wertpapieranalytiker untersucht die Vergangenheit, den augenblicklichen Status und die Zukunftsaussichten eines bestimmten Unternehmens bzw. Wertpapiers. Er beschreibt Geschäftstätigkeit, er faßt die Erfolgsrechnung sowie die Bilanz in Kennziffern zusammen, er beleuchtet positive wie negative Faktoren.

Er schätzt zukünftige Gewinne unter verschiedenen Annahmen. Er stellt Vergleiche mit ähnlichen Unternehmen an, und er vergleicht die augenblickliche Situation des Unternehmens mit der Lage dieser Gesellschaft in verschiedenen anderen Perioden.

Schließlich formuliert er seine Meinung zu dem betreffenden Papier: Wenn es sich um eine Anleihe oder eine Vorzugsaktie handelt, äußert er sich zur Bonität des Wertpapiers, handelt es sich um eine Stammaktie, so formuliert er seine Meinung dazu, ob ein Engagement unter langfristigen Aspekten attraktiv erscheint oder nicht.

Dabei wendet der Analytiker eine ganze Reihe von Analysetechniken an, von den allgemein üblichen bis zu den ausgefallensten Prüfungen. So wird er zum Beispiel sehr oft Gewinn- und Bilanzdaten ändern, auch wenn deren Exakt-heit von der angesehensten Wirtschaftsprüfungsgesellschaft bestätigt ist.

Der Wertpapieranalytiker entwickelt verschiedene Bonitätsgrade für Anleihen und Vorzugsaktien. Diese Bonitätsgrade richten sich unter anderem nach der Kapitalstruktur des Emittenten, dem Buchwert, dem Nettoumlaufvermögen, aber insbesondere auch nach der Gewinnentwicklung bzw.

der Ertragskraft.

Was Aktien betrifft, so verfügte der Analytiker in den vergangenen Jahren auch nicht annähernd über so klar definier-te Bewertungsmaßstäbe, wie sie für die Bonitätsbewertungen von

Anleihen gelten. Im allgemeinen begnügte sich der Analytiker mit der Untersuchung der Vergangenheit, der Beschreibung des augenblicklichen Status sowie einer allgemeinen Bewertung für die Zukunft, meist auf Sicht von zwölf Monaten, und mit einem Auge auf den jüngsten Kursverlauf.

In den vergangenen Jahren sind aber mehr und mehr Maß-

stäbe für die Bewertung von Wachstumsaktien entwickelt worden. Gewisse mathematische Bewertungsmethoden wurden geschaffen, die wir noch besprechen werden. An dieser Stelle möchten wir nur kurz auf ein Paradoxon hinweisen, das darin besteht, daß die mathematischen Ergebnisse gerade auf einem Gebiet besonders exakt sind, in dem man sie eigentlich nicht für besonders aussagefähig halten **Wertpapieranalyse für den Laien**

sollte: Je mehr eine Bewertung von geschätzten zukünftigen Ergebnissen abhängt, um so anfälliger wird diese Bewertung für Fehleinschätzungen. So wird der Wert eines Wachstumsunternehmens aufgrund zukünftiger erwarteter Gewinnzuwachsraten geschätzt, die erheblich von den vergangenen Zuwachsraten abweichen.

Aber fahren wir fort mit unserer Diskussion über die Tätigkeit des Wertpapieranalytikers.

Wertpapieranalyse für den Laien sollte mit der Diskussion von Bilanz sowie Gewinn-und-Verlust-Rechnung beginnen.

Aber für die Analyse von Bilanzen gibt es so viele einführende Schriften und Bücher, daß wir uns in diesem Buch einer genaueren Einführung in Unternehmensbilanzen enthalten wollen. Fangen wir lieber direkt mit einem praktischen Problem an: Wie prüft man die Bonität eines festverzinslichen Papiers, und welche Faktoren sind für die Bewertung von Aktien entscheidend?

Bonitätsprüfung bei Anleihen

Der angesehenste Zweig der Wertpapieranalyse befaßt sich mit der Bonitätsprüfung von Anleihen.

Das wichtigste Kriterium für die Bewertung von Anleihen (Industrieanleihen) erhält man dadurch, daß man den Zins-aufwand ins Verhältnis zu den Gewinnen einer längeren Periode in Beziehung setzt und daraus bestimmte Kennzahlen entwickelt. Sofern man die Bonität von Vorzugsaktien untersucht, setzt man die Summe von Vorzugsdividende und Zinsen auf Obligationen in Beziehung zu den Gewinnen.

Je nach den verschiedenen Instituten, die Untersuchungen über die Bonität von Anleihen vornehmen, variieren die Maßstäbe ein wenig. Folgende Deckungsverhältnisse halten wir für empfehlenswert (Tab. 11-1).

Unsere Untersuchung basiert auf Durchschnittsergebnissen.

Einige andere Institute bestehen darauf, daß ein „Mindestdeckungsverhältnis“ in jedem Jahr des Untersuchungszeit-raums eingehalten wird. Wir würden dagegen empfehlen, als Alternative zu dem Siebenjahresdurchschnittstest ein Mindestdeckungsverhältnis für das schlechteste Jahr der Untersuchungsreihe zu fordern.

Natürlich kann man einwenden, daß die Zinssätze nach 1961 (dem Zeitpunkt, zu dem wir die in der Tabelle aufgeführten Deckungsverhältnisse aufstellten) erheblich angestiegen sind. Sicherlich dürfte es heute für ein Industrieunternehmen wesentlich schwieriger als früher sein, ein siebenfaches Deckungsverhältnis aufzuweisen. Bei einem Zinssatz von 8 % sind solche Relationen wesentlich schwieriger einzuhalten als bei einem Zinssatz von 4 1/2 %. Um diesen geänderten Verhältnissen Rechnung zu tragen, halten wir heute eine Kennzahl für sinnvoller, die von der Rendite ausgeht,

die auf das Fremdkapital erzielt wird. Als ausreichend sehen wir bei einem Industrieunternehmen eine Rendite vor Steuern von 33 % an, bei einem Energieversorgungs-Wertpapieranalyse für den Laien

unternehmen eine solche von 20 % und bei einer Eisenbahngesellschaft eine Rendite von 25 %. Wir sollten uns auch daran erinnern, daß der Zinssatz, der heute von den meisten Gesellschaften gezahlt wird, weit unter den aktuellen 8 %

liegt, da die meisten Unternehmen noch über alte, langfristige Kredite oder Obligationen verfügen. Die Anforderungen, die wir an das schlechteste Jahr stellen, sollten bei etwa 2/3 des Siebenjahresdurchschnitts liegen.

Neben dem Zinsdeckungsgrad gibt es noch eine ganze Reihe anderer Kriterien zur Feststellung des Bonitätsgrads von Anleihen:

1. Unternehmensgröße

Es gibt Mindestgrößen für Unternehmen (Kriterium: Umsatz), die je nach Kategorie (Eisenbahnen, Energieversorgungsunternehmen, Industrieunternehmen) variieren.

2. Stock / Equity Ratio

Diese Kennzahl drückt das Verhältnis des Börsenwerts der Stammaktien zum Fremdkapital aus. Es handelt sich um ein grobes Maß zur Feststellung, wie stark das Fremdkapital durch Eigenkapital „geschützt“ ist.

3. Wert der Immobilien

Die Vermögenswerte, die in der Bilanz ausgewiesen werden, wurden früher als wichtigster Schutz für die Sicherheit einer Anleihe angesehen. Die Erfahrung hat aber gezeigt, daß in den meisten Fällen die Ertragskraft das größte Sicherheitspol-ster für eine

Obligation ist, und daß in dem Falle, in dem sich die Ertragskraft des Unternehmens verschlechtert, auch die Vermögenswerte des Unternehmens rasch an Wert verlieren.

Bei drei Unternehmenskategorien haben Vermögenswerte aber ihre Bedeutung als Sicherheitsmaßstab für Anleihen behalten: Bei Energieversorgungsunternehmen, Immobilien-gesellschaften sowie Investmentfonds.

Natürlich stellt sich an diesem Punkt wiederum die Frage, wie gut eigentlich historische Maßstäbe für die Bewertung der Bonität einer Anleihe sind. Die Zurückzahlung der Obligation sowie die zukünftigen Zinszahlungen sind abhängig von zukünftigen Erträgen und Unternehmenswerten, nicht aber von vergangenen Daten.

Hier können wir eigentlich nur aus Erfahrung sprechen.

Und die Erfahrung sagt uns, daß Unternehmen, bzw. daß Anleihen und Vorzugsaktien, die den Bonitätsanforderun-gen in der Vergangenheit entsprochen hatten, wesentlich weniger anfällig gegenüber finanziellen Schwierigkeiten waren. Besonders gut kann man diese Erfahrung an den Eisenbahnobligationen nachweisen. Hier hat es eine Unzahl von Bankrotten und Reorganisationen gegeben. In jedem Fall, in dem eine Eisenbahngesellschaft in Schwierigkeiten kam, hatte der Bonitätsgrad der Anleihen schon jahrelang unter dem Niveau gelegen, das von uns als „sicher“ angesehen worden wäre. Damit wäre diese Anleihe von einem Anleger, der die Bonität geprüft hätte, nicht erworben worden.

Umgekehrt, fast jede Eisenbahnlinie, die unseren Bonitäts-anforderungen entsprochen hätte, kam über schwierige Zeiten relativ gut hinweg.

Im Kapitel 17 werden wir einige Aspekte des Zusammenbruchs der Penn Central im Jahre 1970 behandeln. Tatsache ist, daß bereits im

Jahre 1965 das Unternehmen konservativen Ansprüchen in bezug auf Bonität nicht mehr entsprach.

Ein vorsichtiger Anleger hätte sich bereits zu diesem Zeitpunkt von den Obligationen und Vorzugsaktien dieser Eisenbahnlinie getrennt.

Unsere Erfahrung bezüglich der Bonität gilt auch für Energieversorgungsunternehmen. Der Konkurs eines gut finanzierten Versorgungsunternehmens ist praktisch unmöglich.

Die Zusammenbrüche der dreißiger Jahre waren fast ausschließlich auf gewagte Finanzoperationen sowie schlechtes Management zurückzuführen. Die Kapitalstrukturen im Jahre 1930 sahen bei vielen Versorgungsunternehmen katastrophal aus. Eine einfache Bonitätsprüfung hätte jeden Obligationär warnen können.

Unsere Erfahrungen mit Industrieanleihen sind nicht eindeutig. Obwohl Industrieunternehmen wesentlich günstigere Gewinnentwicklungen als Eisenbahnen oder Energieversorgungsunternehmen aufzuweisen haben, ist doch die Stabilität einzelner Unternehmen oder Industriezweige wesentlich geringer als die der anderen Emittentengruppen. So gab es sicherlich in der Vergangenheit genug Gründe, den Kauf von Industrieobligationen ausschließlich auf Schuldverschreibungen von Emittenten zu beschränken, die nicht nur eine bestimmte Größe erreicht hatten, sondern außerdem in der Vergangenheit bewiesen hatten, daß sie eine größere Depression überstehen konnten.

Seit 1950 hat es nur wenige Konkurse gegeben. Ursächlich dafür ist allerdings vorallem die Tatsache, daß in der Zwischenzeit keine größere Depression eingetreten ist. Seit 1966 hat sich die finanzielle Position vieler Unternehmen jedoch erheblich verschlechtert. Das gilt insbesondere für Industrieunternehmen. Der Verschuldungsgrad der meisten Unternehmen ist wesentlich ungünstiger geworden. Zu

Beginn 1971 schätzte man, daß in den vergangenen sieben Jahren die Zinszahlungen aller Unternehmen, die nicht in den Finanzierungsbereich fielen (z. B. Banken etc.) von 9,8

Mrd. Dollar auf 26,1 Mrd. Dollar in 1970 gestiegen waren. In 1971 entfielen auf Zinszahlungen 29 % des Bruttogewinns (hier: Bruttogewinn vor Steuern und Zinszahlungen) 172 **Intelligent investieren**

gegenüber nur 16 % in 1963. Überschuldete Unternehmen sind heute nicht mehr selten.

Die Bewertung von Aktien

Um die Preiswürdigkeit einer Aktie festzustellen, geht man heute folgendermaßen vor: Zuerst nimmt man eine Schätzung der zukünftigen Gewinne vor, multipliziert diese mit einem „Kapitalisierungsfaktor“ und vergleicht diesen gefun-denen „Unternehmenswert“ mit dem augenblicklichen Börsenkurs des Unternehmens.

Bei der Schätzung der zukünftigen Gewinne geht man heute so vor, daß man die vergangenen Umsätze, Absatzpreise und Gewinnspannen untersucht. Die zukünftigen Umsätze werden dann anhand erwarteter Preisveränderungen und Absatzprognosen geschätzt. Diese Schätzungen und Prognosen basieren wiederum auf Erwartungen über die allgemeine konjunkturelle Entwicklung sowie Prognosen über den speziellen Industriezweig.

Tabelle 11-2 zeigt, wie der Finanzdienst „Value Line“

anhand der oben aufgeführten Kriterien Aktienbewertungen vornimmt. Sie finden in dieser Tabelle die Vorausschätzungen für 1967–1969, die im Juni 1964 vorgenommen wurden, und die tatsächlichen Börsenkurse und Gewinne des Jahres 1968.

Die Gewinne sind im Durchschnitt etwas zu niedrig geschätzt worden, aber nicht viel zu niedrig. Auf der anderen Seite ist klar ersichtlich, daß eine ganze Reihe von Einzelschätzungen weit am tatsächlich erreichten Niveau vorbei-gingen. Dieses Ergebnis unterstützt unsere Ansicht, daß Schätzungen für Industriezweige und Globalprognosen weit zuverlässiger sind als Einzelschätzungen. Im Idealfall sollte der Analytiker nur Gewinnschätzungen für die Gesellschaf-Wertpapieranalyse für den Laien

ten vornehmen, die er am besten kennt. Unglücklicherweise ist es aber vorher äußerst schwierig, genau festzustellen, auf welche Gewinnschätzungen man sich absolut verlassen kann, und welchen Gewinnschätzungen ein großes Maß an Schwankungsbreite zugebilligt werden muß. Natürlich ist das der Grund, daß Investmentfonds im allgemeinen eine Unzahl von Werten im Portefeuille ansammeln. Unzweifelhaft wäre es günstiger, sich auf eine Aktie zu konzentrieren, von der man weiß, daß sie ein hervorragendes Ergebnis bringen wird, als durch Streuung ein nur mittelmäßiges Ergebnis zu erzielen. Aber eine solche Konzentration wird eben nicht vorgenommen, weil dieses Ergebnis nicht zuverlässig erzielbar ist.

Faktoren, die den Kapitalisierungsfaktor beeinflussen Obwohl die durchschnittlich in der Zukunft erzielbaren Ergebnisse außerordentlich entscheidend für den Wert des Unternehmens sind, gibt es noch eine Unzahl von Faktoren, die vom Wertpapieranalytiker zur Bewertung eines Unternehmens in Betracht gezogen werden. Viele dieser Faktoren spiegeln sich im Kapitalisierungsfaktor, dessen Höhe, in Abhängigkeit von der Qualität des Unternehmens, große Unterschiede aufweisen kann. Obwohl zum Beispiel für zwei Unternehmen für die Jahre 1973 bis 1975 der gleiche Gewinn pro Aktie von 4 $ erwartet wird, kann der Analytiker das eine Unternehmen mit 40 $ bewerten, das andere Unternehmen dagegen mit 100 $. Schauen wir uns einmal kurz einige der Faktoren an, die für diese unterschiedlichen Bewertungsmaßstäbe entscheidend sind.

Wertpapieranalyse für den Laien

175

1. Allgemeine langfristige Aussichten Niemand weiß natürlich genau, was in der Zukunft tatsächlich passieren wird, aber Analytiker und Anleger haben oft eine ganz bestimmte Meinung zu langfristigen Entwick-lungsaussichten. Diese Ansichten spiegeln sich in den

erheblichen Differenzen von Kurs-Gewinn-Verhältnissen verschiedener Gesellschaften ein und derselben Branche, aber auch zwischen unterschiedlichen Branchen wider.

Tabelle 11-3 zeigt die Gewinnmultiplikatoren verschiedener Chemie- und Ölgesellschaften in den Jahren 1963 und 1970. In 1963 erwartete man wesentlich günstigere Gewinnzuwachsraten bei Chemieunternehmen als bei Ölgesellschaften und billigte diesen Unternehmen daher ein höheres Kurs-Gewinn-Verhältnis zu. Die Gewinndaten in 1970 zeigen, daß die Entwicklung genau umgekehrt verlaufen ist; unsere Daten aus 1963 also eins der vielen Beispiele aufzeigen, in denen der Markt das Wachstum einer Branche deutlich überbewertete.

2. Management

An der Wall Street wird sehr viel über Management und Managementbewertung geredet, aber aussagefähig genug für eine Analyse ist so gut wie nichts. Solange es keine objek-tiven Kriterien für die Bewertung von Managements gibt, wird das auch so bleiben. Wir sind der Auffassung, daß der Managementfaktor besonders dann eine bedeutende auto-nome Rolle als Bewertungsmaßstab spielt, wenn ein Wechsel im Management stattgefunden hat, der sich noch nicht in den Gewinnziffern bzw. in der Bilanz niederschlagen konnte.

Zwei Managementveränderungen, die eine dramatische Auswirkung hatten, sind mit dem Namen Chrysler Motor 176 **Intelligent investieren**

Wertpapieranalyse für den Laien

177

Corporation verbunden. Die erste Veränderung fand 1921

statt, als Walter Chrysler Vorstandsvorsitzender der sterben-den Maxwell Motors wurde und die Gesellschaft innerhalb weniger Jahre

zu einem großen und sehr profitablen Unternehmen machte; während gleichzeitig die meisten anderen Automobilunternehmen das Feld räumten und aufgaben.

Das zweite Mal hatte 1962 ein Managementwechsel einen solch dramatischen Einfluß auf das Unternehmen. Damals übernahm eine Gruppe, die in Beziehung zu Consolidated Coal stand, das Ruder bei Chrysler. Der Gewinn pro Aktie stieg von 1,24 $ in 1961 auf (bereinigt) 17 $ in 1963; der Kurs von 38 1/2 in 1962 auf (bereinigt) knapp 200 $ in 1963.

3. Kapitalstruktur

Die Aktien einer Gesellschaft, deren Kapital fast ausschließ-

lich aus Eigenkapital besteht, sind sicherlich mehr wert als die Aktien eines Unternehmens, das einen hohen Fremd-kapitalanteil in der Bilanz aufweist. Allerdings braucht eine maßvolle Verwendung von Fremdkapital noch kein Nachteil für ein Unternehmen zu sein.

4. Dividende

Dieser Faktor erscheint uns als Bewertungsmaßstab heute außerordentlich umstritten. Glücklicherweise verfolgen die meisten Unternehmen immer noch eine „Standard-Dividenden-Politik“. Das heißt, daß etwa 2/3 der Gewinne in Form von Dividenden ausgeschüttet werden (1969 betrug der Ausschüttungssatz 59,5 % für die Dow Jones-Aktien und 55 % für alle amerikanischen Gesellschaften). Bei den Unternehmen, die die „Standard-Dividenden-Politik“ verfolgen, kann man eine Bewertung sowohl nach dem Kurs-Gewinn-Verhältnis wie nach der Dividende vornehmen. Zum 178 **Intelligent investieren**

Beispiel notiert ein Unternehmen, dessen Gewinn pro Aktie auf 3 $ geschätzt wird, und das davon 2 $ als Dividende ausschüttet, bei einem Kurs von 36 entweder mit einem 12fachen Kurs-Gewinn-Verhältnis oder einem 18fachen Kurs-Dividenden-Verhältnis.

In der letzten Zeit gehen aber mehr und mehr Wachstumsunternehmen davon ab, 60 % oder mehr vom Gewinn als Dividende auszuschütten. Die Unternehmensleitungen argumentieren damit, daß sie den Aktionären mehr damit dienlich sind, wenn sie den größten Teil des Gewinns einbehalten und damit eine weitere Unternehmensexpansion finanzieren, als den größten Teil auszuschütten.

Kapitalisierungsfaktoren für Wachstumswerte Wertpapieranalytiker befassen sich überwiegend mit der Bewertung von Wachstumsaktien. Wir haben eine Bewertungsmethode entwickelt, die die von Analytikern verwendeten verschiedenen mathematischen Formeln relativ einfach und aussagefähig zusammenfaßt:

Wert einer Aktie = Laufende (Normale) Gewinne X (8,5

plus zweimal erwartete jährliche Wachstumsrate) Die Wachstumsrate, die in der Formel verwandt wird, sollte für einen Zeitraum von 7 bis 10 Jahren vom Analysten pro-gnostiziert werden.

Tabelle 11-5 zeigt, wie sich die verschiedenen Wachstumsraten auswirken. Es ist leicht, auch einmal den Schritt rück-wärts zu machen und auszurechnen, welche Wachstumsraten in den augenblicklichen Kurs-Gewinn-Verhältnissen eskomptiert sind. In Tabelle 11-5 finden Sie entsprechende Berechnungen für den Dow Jones und sechs bekannte Aktien. Der Unterschied zwischen der erwarteten Wachstumsrate von Xerox von 32,4 % und derjenigen von General **Wertpapieranalyse für den Laien**

Motors von 2,8 % pro Jahr ist dramatisch. Erklärbar war dieser Bewertungsunterschied damals aufgrund der Erwartung des Publikums, daß es für General Motors äußerst schwierig sein dürfte, das Gewinniveau des Jahres 1963 zu halten, während bei Xerox

sehr viel Spekulation engagiert war, die ein Anhalten der hohen Wachstumsraten der Vergangenheit erwartete.

Wie sich herausstellte, erfüllten sowohl Xerox wie IBM die in diese Werte gesetzten Wachstumserwartungen (nach unserer Formel). Dementsprechend entwickelten sich auch die Kurse. Das gleiche galt für die Entwicklung des Dow Jones.

Die anderen vier Werte erfüllten die in sie gesetzten Gewinnerwartungen nicht. Ihre Kurse entwickelten sich weit unterdurchschnittlich.

Wir warnen allerdings davor, unsere Beispiele, die im Grunde nur der Illustration dienen, allzu genau zu nehmen.

Wir legen hierbei keinen Wert auf wissenschaftliche Exakt-heit. So muß zum Beispiel bei der Errechnung einer Kurs-erwartung der zukünftige Kapitalmarktzins mit in Betracht gezogen werden. Bei einem hohen Zinssatz müßte der Gegenwartswert zukünftiger Gewinne oder Dividenden wesentlich niedriger ausfallen als bei einem geringen Zinssatz. Annahmen über zukünftige Zinssätze bzw. in diesem Fall Diskontierungssätze sind allerdings außerordentlich schwierig zu machen, wie auch gerade wieder die starken Schwankungen der Kapitalmarktzinssätze in der jüngsten Vergangenheit bewiesen haben.

Wir müssen daher bei unserer alten Formel bleiben, einfach weil es keine zuverlässige neuere gibt.

Die Analyse von Industriezweigen

Da das einzelne Unternehmen sowohl von der Entwicklung des eigenen Industriezweiges wie auch von der gesamtwirt-schaftlichen Entwicklung abhängig ist, erscheint es nur natürlich, daß der

Analytiker einen großen Teil seiner Arbeitszeit auf die Untersuchung der Aussichten des betreffenden Industriezweiges verwendet.

Derartige Branchenanalysen können manchmal von großem Wert sein, wenn sie auf bedeutende Veränderungen hinweisen.

Unsere eigene Erfahrung hat uns allerdings gelehrt, daß der größte Teil der Branchenanalysen, die an der Wall Street herumgereicht werden, keinen besonderen praktischen Wert für den Anleger besitzen. Die Aussagen, die in diesen Untersuchungen gemacht werden, sind meist längst am Markt bekannt und bereits in den Börsenkursen eskomptiert. Wirklich originelle Arbeiten sind selten. Man findet kaum eine Analyse, die zum Beispiel darauf hinweist, warum aus diesem oder jenem Grund die Aktien eines augenblicklich populären Industriezweigs verkauft werden sollten, oder warum ein heute unpopulärer Industriezweig in den nächsten Jahren hervorragende Aussichten haben kann.

Wir müssen allerdings zugestehen, daß die rasche technologische Entwicklung der letzten Jahre nicht ohne Einfluß auf die Arbeit der Wertpapieranalytiker geblieben ist. Mehr als in der Vergangenheit ist heute Wachstum oder Stagnation des normalen Unternehmens abhängig von der Entwicklung neuer Produkte oder neuer Produktionsprozesse. Hier kann der Analytiker im voraus sehr nützliche Arbeit leisten.

Durch Unternehmensbesuche, Kontakte mit Leuten aus den Forschungsabteilungen sowie eigene Untersuchungen über den technologischen Fortschritt kann der Finanzanalytiker, oft durch Zufall, dramatischen Veränderungen auf die Spur 182 **Intelligent investieren**

kommen. Auf diese Weise kann das große Geld verdient werden.

Aber ähnlich große Anlagechancen können sich ergeben, wenn man konservativ die augenblicklichen Ergebnisse der Unternehmen analysiert.

Aber der Anleger kann im Grunde nicht alles haben. Entweder spielt er um die große Chance, und kann dabei erhebliche Gewinne erzielen, eventuell aber auch sehr große Verluste erleiden, wenn er sich verkalkuliert hat. Oder er kann konservativ bleiben und sich weigern, mehr als eine kleine Prämie für unbewiesene Hoffnungen und Erwartungen zu zahlen. Aber in diesem Fall darf er sich später nicht darüber beklagen, welch günstige Gelegenheiten er vorübergehen ließ.

Der Bewertungsprozeß

Kommen wir noch einmal darauf zurück, was wir bereits zu Beginn des Buches sagten: Die heutige Bewertungsmethode von Aktien erscheint uns verbesserungswürdig. Wir empfehlen, daß zuerst eine Bewertung der Gesellschaft nach den Vergangenheitsdaten vorgenommen werden sollte, aufgrund derer man zu einem „historischen Unternehmenswert“ gelangen sollte. Dieser „Unternehmenswert“ würde den Wert des Unternehmens repräsentieren, unter der Voraussetzung, daß sich die Entwicklung der vergangenen Jahre in der Zukunft unverändert fortsetzt. (Natürlich beinhaltet das auch die Erwartung, daß Gewinnentwicklung wie Kursentwicklung parallel verlaufen werden.) Dieser Bewertungsprozeß könnte so vorgenommen werden, daß man eine Formel anwendet, die den vergangenen Renditen, der Gewinnstabilität, den Wachstumsraten sowie der Bilanzstruktur automatisch ein bestimmtes Gewicht **Wertpapieranalyse für den Laien**

zubilligt. Der zweite Teil der Bewertung sollte dann Modi-fikationen in den Unternehmenswert einbauen, die aufgrund veränderter Zukunftsaussichten gefunden werden.

Lohnt es sich nun, diese Arbeit vorzunehmen? Unsere Antwort ist eindeutig, aber wir glauben, daß der Leser die Begründung für sehr zynisch halten wird: Wir bezweifeln ernsthaft, ob die so gefundene Bewertung als hinreichend zuverlässig angesehen werden kann. Wir

werden im nächsten Kapitel anhand des Beispiels der ALCOA die Schwierigkeiten, die hierbei auftauchen, genauer aufzeigen.

Trotzdem sind wir der Auffassung, daß die Analysten bei der Analyse so wie oben beschrieben vorgehen sollten.

Warum eigentlich? Nun, die meisten Wertpapieranalytiker sind heute sowieso täglich gezwungen, Kursprognosen zu stellen. Unsere Bewertungsmethoden sollten zu einer Verbesserung ihrer Arbeit führen. Zweitens erhält der Analytiker über diese Methode einen guten Überblick über die einzelnen Gesellschaften sowie einen unerläßlichen Erfah-rungsschatz. Und drittens kann diese Methode eventuell zu einer Verfeinerung der analytischen Arbeit führen und neue analytische Entwicklungen forcieren. Der Analytiker wird eventuell sehr rasch erkennen können, auf welche Branchen er sich spezialisieren kann und in welchen Bereichen seine Schätzungen am zuverlässigsten sind.

In den nächsten Kapiteln werden wir an konkreten Beispielen spezielle Analysetechniken aufzeigen.

KAPITEL

12

Was man über den Gewinn pro Aktie wissen sollte Wir beginnen mit zwei Ratschlägen für den Anleger, die zusammen betrachtet eigentlich paradox klingen. Der erste Ratschlag: Richten sie sich nicht ausschließlich nach den Gewinnen eines Jahres. Der zweite Ratschlag lautet: Wenn sie sich schon an kurzfristigen Gewinnen orientieren, schauen sie sich die Qualität des Gewinns pro Aktie genau an. Es gibt eine ganze Menge Fußnoten dazu im Jahresbericht, die von den Anlegern nur allzuleicht übersehen werden.

Wenn unsere erste Empfehlung befolgt würde, sollte eigentlich die zweite nicht mehr notwendig sein. Aber kurzfristige

Gewinnmeldungen spielen in Anlegerkreisen heute eine so große Rolle, daß wir nicht umhin können, hierauf etwas näher einzugehen.

Sehen wir uns einmal die Gewinn-und-Verlust-Rechnung für 1970 an, so wie sie im Wall Street-Journal erschien.

1970

1969

Aktiengewinnea

$ 5,20

$ 5,58

Das kleine a, das auf eine Fußnote verweist, erklärt, daß es sich um sogenannte „primary earnings“ handelt. Für das Quartal, das im Dezember endete, lauten die Gewinnziffern pro Aktie 1,58 $ 1970 gegen 1,56 $ 1969.

Der normale Anleger, der diese Ziffern ohne nähere Erläuterung liest, könnte folgende Überlegung anstellen: „Gar nicht so schlecht. 1970 war ein schwaches Jahr für die Alumi-niumindustrie. Aber im vierten Quartal 1970 wies das Unternehmen im Vergleich zum Vorjahr einen Zuwachs auf. Somit erhält man einen Gewinn auf Jahresbasis von 6,32 $. Bei einem Kurs von 62 $ erhalte ich somit ein Kurs-Gewinn-Verhältnis von 10. Und das ist günstig im Vergleich zu International Nickel, die mit 16fachem KGV notieren.“

Aber wenn unser Anleger sich die Mühe gemacht hätte, einmal alle Fußnoten durchzulesen, wäre er zu folgendem Resultat gekommen: Anstelle eines Gewinns hätte er direkt vier Gewinnbegriffe vorgefunden.

1970

1969

Primär-Gewinne

$ 5,20

$ 5,58

Nettogewinn (nach a.o. Positionen)

4,32

5,58

Bereinigt, vor a.o. Positionen

5,01

5,35

Bereinigt, nach a.o. Positionen

4,19

5,35

IV. Quartal

Primär-Gewinne

$ 1,58

$ 1,56

Nettogewinn (nach a.o. Positionen)

,70

1,56

Was soll diese große Anzahl von verschiedenen Gewinnen? Welcher Gewinnbegriff ist nun der richtige? Wenn man den letzten Gewinn je Aktie nimmt, erhält man einen Quar-talsgewinn von 0,70 $ und einen projektierten Jahresgewinn von 2,80 $. Das KGV bei einem Kurs von 62 wäre dann 22

anstelle der 10, die sich aus den „primary earnings“ entwickeln ließen.

Nun, ein Teil der Gewinndifferenz läßt sich sehr leicht erklären. So basiert der Gewinnrückgang von 5,20 auf 5,01

auf dem sogenannten „Verwässerungseffekt“. ALCOA hat vor längerer Zeit einmal Wandelanleihen emittiert, die jetzt

konvertierbar sind. Um die Ertragskraft der Stammaktien zu berechnen, muß man annehmen, daß die Wandelobligationäre von ihrem Konversionsrecht Gebrauch machen. Bei ALCOA ist der dadurch verursachte Gewinnrückgang pro Aktie relativ gering und im Grunde nicht erwähnenswert.

Aber in anderen Fällen können derartige Konversionsrechte den Gewinn pro Aktie um mehr als 50 % reduzieren. Wir werden in Kürze einige dieser Extremfälle aufzeigen.

Kommen wir nun zu den „außerordentlichen Positionen“.

Der Betrag ist von seiner Größenordnung, 18,8 Mio. Dollar oder 88 Cent pro Aktie für das vierte Quartal, nicht unbedeutend. Soll man den Betrag voll von der Gewinnziffer abziehen, nur teilweise oder überhaupt nicht berücksichtigen?

Nun, das Wichtigste wird erst einmal sein, daß wir uns ansehen, wie diese außerordentlichen Aufwendungen entstanden sind. Die Fußnoten erklären die Situation relativ genau: 1. Erwartete Stillegungskosten einer Fabrikanlage für Fertig-produkte.

2. Desgleichen für die Schließung von Fabrikanlagen der ALCOA Castings Co.

3. Desgleichen für Verluste, die bei der Schließung der ALCOA Credit Co. anfallen.

4. Geschätzte Kosten von 5,3 Mio. $ für den Abschluß eines Auftrags über eine Spezialwand.

Alle diese Positionen beziehen sich auf zukünftige Verluste oder Kosten. Natürlich ist es einfach, darauf hinzuweisen, daß diese Kosten nicht Bestandteil des normalen Ergebnisses des Jahres 1970 sind. Aber wenn sie es nicht sind, wohin gehören sie dann? Ein Unternehmen wie ALCOA, das einen Umsatz von mehr als 1,5 Mrd. Dollar aufweist, verfügt über eine Unzahl von Tochtergesellschaften. Sollte es da nicht als 188 **Intelligent investieren**

normal gelten, wenn hier und da einmal eine unprofitable Abteilung oder Tochtergesellschaft geschlossen wird?

Und stellen sie sich vor, was passieren würde, falls jedesmal, wenn eine Tochtergesellschaft einen Verlust aufweist, man diesen als „außerordentlichen“ Aufwand in der Gewinn-und-Verlust-Rechnung ausweisen würde?

Der Leser sollte sich über zwei Aspekte des Gewinnausweises der ALCOA im klaren sein. Dadurch, daß die Gesellschaft zukünftige Verluste antizipiert, vermeidet sie, diese einem bestimmten Jahr zuzuordnen. Sie gehören nicht in das Jahr 1970, denn sie entstanden ja tatsächlich nicht in diesem Jahr. Und sie brauchen in den nächsten Jahren, wenn sie tatsächlich anfallen, nicht mehr ausgewiesen zu werden, denn es wurde ja bereits eine Reserve gebildet. Schön, aber führt uns diese Geschichte nicht ein wenig in die Irre?

Die Fußnote sagt auch nichts darüber, welche Steuer-ersparnisse die Gesellschaft in den nächsten Jahren aufgrund dieser „Verluste“ haben wird. Wenn die ALCOA-Zahlen zukünftige Verluste vor

Steuergutschrift darstellen, dann dürften zukünftige Gewinne nicht nur ohne diese zu erwartenden Verluste dargestellt werden, sondern das Unternehmen müßte sogar einen Nettogewinnzuwachs aufweisen, da die Steuern durch die Steuergutschrift aus dem Jahre 1970

gesenkt würden. Wir glauben nicht, daß man gerade bei ALCOA so vorgegangen ist, aber es ist Tatsache, daß vor einigen Jahren eine ganze Reihe von Gesellschaften nur aufgrund der Steuergutschrift für zu erwartende Verluste erhebliche Gewinnsteigerungen aufweisen konnten.

Der andere Faktor, der vermutlich nicht nur bei ALCOA, sondern bei einer ganzen Reihe von Gesellschaften zu diesem speziellen Gewinnausweis im Jahre 1970 geführt hat, lag in der Börsenlage des Jahres begründet. Jedermann erwartete sehr schlechte Gewinnausweise für 1970. Dagegen rechnete man mit deutlich verbesserten Ergebnissen für 1971

und 1972. Warum also nicht soviel wie möglich an Belastungen in das Jahr 1970 mit hineinnehmen, von dem sich ja sowieso niemand mehr viel versprach, um ein um so besseres Ergebnis in den folgenden Jahren auszuweisen? Vielleicht ist das eine gute Bilanzpolitik und gut für die Beziehungen zwischen Aktionären und Management. Aber wir haben da unsere Zweifel.

Vor Jahren bildeten größere Unternehmen sogenannte Rückstellungen aus Gewinnen guter Jahre, um auf schwierige Zeiten vorbereitet zu sein. Die Idee, die hinter dieser Bilanzpolitik lag, bestand darin, das Gewinnniveau zu egali-sieren und eine gewisse Stabilität in den Jahresabschluß zu bekommen. Keine schlechte Idee, meinen wir, aber die Wirtschaftsprüfer bestanden darauf, daß jedes Ergebnis so ausgewiesen wurde, wie es war, ob schlecht oder gut. Analysten und Aktionäre könnten die Egalisierung ja selbst vornehmen.

Heutzutage sehen wir das umgekehrte Bild: Jedes Unternehmen versucht soviel wie möglich noch im Jahresabschluß des vergessenen Jahres 1970 unterzubringen, um 1971 ein um so strahlenderes Ergebnis ausweisen zu können.

Nun wird es Zeit, auf unsere erste Frage zurückzu-kommen. Wie hoch war nun wirklich der Gewinn von ALCOA im Jahre 1970? Die akkurate Antwort müßte heißen: 5,01 Dollar pro Aktie, nach Bereinigung, abzüglich des Anteils der außerordentlichen Aufwendungen von 82 Cent pro Aktie, die 1970 zugerechnet werden müßten. Aber da wir nicht wissen, wie groß dieser Anteil ist, können wir auch nicht den exakten Gewinn des Jahres 1970 errechnen.

Je mehr der Anleger den Gewinn pro Aktie eines Jahres für seine Bewertungen heranzieht, um so wichtiger wird es für ihn, vor gewissen Bilanzmanipulationen, Fußnoten und außerordentlichen Positionen auf der Hut zu sein.

Wir haben drei Arten von Faktoren betrachtet, die den Gewinn verfälschen können und einer genauen Untersu-190 **Intelligent investieren**

chung unterzogen werden sollten: Erstens die „außerordentlichen Aufwendungen“, zweitens die Reduzierung des normalen Körperschaftssteuersatzes durch Verlustvorträge bzw.

Steuergutschriften und drittens den Bereinigungsfaktor aufgrund ausstehender Wandelanleihen oder Optionen. Viertens gibt es noch unterschiedliche Abschreibungsmethoden, die zu einer Verfälschung des exakten Gewinnbildes führen können, und fünftens sei auf die unterschiedliche Bewertung von Vorräten anhand von FIFO (first in first out) oder LIFO (last in first out) hingewiesen. Ein sechster, wesentlicher Faktor ist die Wahlfreiheit in der Behandlung von Forschungs- und Entwicklungskosten. Man kann sie entweder im Jahr, in dem sie entstehen, als Aufwand verbuchen oder über einen längeren Zeitraum amortisieren.

Natürlich sollte sich der Anleger nicht allzusehr um den genauen Gewinn bemühen, wenn die Beträge, um die es sich dabei handelt, nur sehr gering sind. Aber die Börse bewertet oft auch nur ganz geringfügige Einzelheiten bzw. Beträge: Zwei Tage, bevor der oben zitierte ALCOA-Bericht erschien, gab es im Wall Street-Journal eine heiße Diskussion um den Bericht von Dow Chemical. Der Kommentar dieses Blattes zu dem Jahresbericht von Dow schloß mit folgenden Worten:

„Viele Analytiker waren verwirrt aufgrund der Tatsache, daß Dow einen Betrag von 21 Cent in der Gewinn-und-Verlust-Rechnung als normalen Gewinnbestandteil auswies, anstatt ihn als außerordentlichen Ertrag zu klassifizieren.“

Warum dieser Unsinn? Nun, die Bewertung von Dow durch eine ganze Reihe von Analytikern schien exakt davon abzuhängen, ob die Gesellschaft im Jahre 1969 einen Gewinnzuwachs von 9 % oder nur 4 1/2 % aufwies. Dieser Maßstab erscheint uns absurd. Als ob diese kleine Differenz irgendeinen Einfluß auf die langfristige Ertragskraft der Gesellschaft haben könnte und damit auf den Wert des Unternehmens!

All das mag für unseren Leser sehr konfus klingen, aber es ist sehr wichtig: Bilanzierungsmethoden von Unternehmen sind oft sehr trickreich, Wertpapieranalyse kann oft sehr kompliziert sein, und Bewertungen von Aktien sind nur in außergewöhnlich seltenen Fällen zuverlässig. Daran ist leider nichts zu ändern.

Durchschnittsgewinne

Früher richteten sich Anleger und Analytiker viel stärker nach Durchschnittsgewinnen, meistens über eine Periode von sieben bis zehn Jahren. Mit dem Durchschnittsgewinn filterte man die zyklischen Aufwärts- und Abwärtstrends der Firmen heraus und erhielt ein wesentlich besseres Bild von der Ertragskraft des Unternehmens, als wenn man nur den letzten verfügbaren Gewinn

zur Bewertung herangezogen hätte. Ein Vorteil dieser Methode ist, daß man sich um die außerordentlichen Aufwendungen oder Erträge nicht kümmern muß. Man kann sie einfach den Gewinnen zurechnen oder sie vom Gewinn abziehen. Wenn wir das einmal am Beispiel der ALCOA vorexerzieren, so erhalten wir für die Jahre 1961 bis 1970 einen Durchschnittsgewinn von 3,62

Dollar, für die sieben Jahre von 1964 bis 1970 einen Durchschnittsgewinn von 4,62 Dollar pro Aktie.

Berechnung der vergangenen Wachstumsraten Es ist wichtig, daß die Wachstumskomponente bei der Bewertung einer Gesellschaft angemessene Berücksichtigung findet. Das heißt aber auch, daß die Wachstumsraten richtig oder besser adäquat berechnet werden müssen. Wenn das Wachstum in den vergangenen Jahren überdurchschnitt-192 **Intelligent investieren**

lich war, wird der letzte Gewinn pro Aktie kaum noch direkt mit den Siebenjahres- oder Zehnjahresdurchschnittszahlen vergleichbar sein. Analytiker mögen darauf hinweisen, daß ein Vergleich in diesem Fall irrelevant ist. Das muß aber nicht der Fall sein. Wir empfehlen, daß in diesem Fall die Wachstumsrate dadurch errechnet wird, daß man den Durchschnittsgewinn der letzten drei Jahre mit dem Durchschnittsgewinn der Dreijahresperiode vor zehn Jahren vergleicht. Vergleichen sie dazu auch die Berechnung der Wachstumsraten in der oben aufgeführten Tabelle.

Über diese wenigen Zahlen könnte man lange Diskussio-nen führen. Sie zeigen die Gewinnentwicklung für den Zeitraum von 1958 bis 1970. Aber wie aussagefähig sind diese Daten für ALCOA? Die Wachstumsraten der Vergangenheit waren ausgezeichnet, wesentlich besser als die Wachstumsraten des Dow Jones und sogar ein wenig günstiger als die von Sears Roebuck. Aber der Börsenkurs zu Beginn 1971

schien keine Notiz von den vergangenen Wachstumsraten zu nehmen. ALCOA notierte nur zu dem 11 1/2 fachen des letzten Dreijahresdurchschnittsgewinns, während Sears mit dem 27fachen

und selbst der Dow Jones mit dem 15fachen Gewinn bezahlt wurde. Wie kam es zu dieser Diskrepanz?

Augenscheinlich war man an der Wall Street der Auffassung, daß die Zukunft von ALCOA keinesfalls so rosig aussehen werde wie die Vergangenheit.

Erstaunlicherweise wurde der höchste Kurs für ALCOA in 1959 gezahlt.

Damals notierte das Unternehmen mit einem Kurs-Gewinn-Verhältnis von 45 bei einem Kurs von 116. (Sears wurde damals nur mit dem 20fachen der Gewinne bezahlt.) Obwohl die Gewinnentwicklung von ALCOA in den Jahren nach 1959 ausgezeichnet war, hatte man vermutlich noch wesentlich höhere Zuwachsraten erwartet. 1970 hatten sich die Aktien der Gesellschaft halbiert, während Sears sich ver-dreifachte, und der Dow Jones einen Anstieg um 30 % aufwies.

Wir sollten allerdings darauf hinweisen, daß die Rendite auf das investierte Kapital bei ALCOA nur durchschnittlich oder sogar unterdurchschnittlich war, und daß dieser Faktor wohl entscheidend für den relativ schlechten Kursverlauf in den sechziger Jahren war. Hohe Kurs-Gewinn-Verhältnisse konnten in der Vergangenheit nur dann aufrechterhalten werden, wenn die Gesellschaft auch kontinuierlich eine überdurchschnittliche Rentabilität erzielte.

Nun, wenn wir nach unserem Bewertungsschema vorgegangen wären, hätten wir zunächst einmal einen Wert des Unternehmens anhand der Vergangenheitsdaten entwickelt.

Danach wären wir vermutlich zu einem Wert von etwa 10 %

des Dow oder 84 Dollar im Vergleich zu 840 des Dow gekommen. Damit wären die Aktien bei einem Kurs von 57,50 Dollar sehr attraktiv gewesen.

Allerdings, wie stark hätte man den „Vergangenheitswert“

des Unternehmens anhand der augenblicklichen Daten bzw.

der zu erwartenden Ergebnisse nach unten korrigieren müssen? Wir wissen es nicht. Nehmen wir einmal an, wir wären zu der Überzeugung gekommen, daß das Unternehmen 1971 mit hinreichender Wahrscheinlichkeit einen Gewinn je Aktie von 2,50 Dollar ausweisen würde. Das wäre ein erheblicher Rückgang im Vergleich zu den Ergebnissen des Dow 194 **Intelligent investieren**

gewesen. Das würde für die Börse sicherlich einen Schock bedeuten, aber würde der Schock so groß sein, daß der Markt ALCOA noch unter Buchwert notieren würde. So wie eine unrentable Gesellschaft?

ALCOA ist sicherlich ein bedeutendes Unternehmen. Aber die Entwicklung des Kurs-Gewinn-Verhältnisses der Aktien dieser Gesellschaft in den vergangenen Jahren ist keinesfalls repräsentativ, sondern eher sogar völlig ungewöhnlich für ein Unternehmen dieser Größenordnung und dieses Bekanntheitsgrads. Auch dieses Beispiel bestätigt, wie unzu-verlässig Kursprognosen für eine einzelne Gesellschaft sein können.

KAPITEL

13

Ein Vergleich zwischen vier börsennotierten Gesellschaften

Wir haben für diesen Vergleich, mehr oder weniger nach dem Zufallsprinzip, vier verschiedene Gesellschaften vorgenommen, die in der aufgeführten Reihenfolge an der New Yorker Börse notiert werden. Eltra Corp., Emerson Electric Co. (Elektrische und Elektronische Produkte, u. a. Druckerei-maschinen), Emery Air Freight (Spediteur für Luftfracht), Emhart Corp. (früher ausschließlich Hersteller von Abfüll-maschinen, heute auch als Baustoffhersteller tätig). Es gibt zwar auch einige Ähnlichkeiten zwischen den Firmen,

für unsere Untersuchung werden allerdings die Unterschiede am interessantesten sein.

Die Tabelle 13-1 zeigt einige Daten zur Bewertung sowie einige Ertrags- und Bilanzkennziffern aus dem Jahre 1970.

Was zuallererst auffällt, ist die Tatsache, daß die Kurs-Gewinn-Verhältnisse einen wesentlich größeren Unterschied aufweisen als aufgrund des Finanzstatus oder der Ertrags-kennzahlen gerechtfertigt erscheint. Zwei Gesellschaften, Eltra und Emhart, wurden nur mit dem 9,7fachen bzw.

12fachen der Gewinne bewertet (auf Basis der Durchschnittsgewinne der Jahre 1968–1970), gegenüber der Durch-schnittsbewertung im Dow von 15,5. Die beiden anderen Gesellschaften, Emerson und Emery, wiesen Kurs-Gewinn-Verhältnisse von 31,5 und 42,5 auf. Der Grund für diese 196

unterschiedliche Bewertung lag in den Wachstumsraten. Die beiden letztgenannten Gesellschaften wiesen in den vergangenen Jahren hervorragende Gewinnzuwachsraten auf.

Allerdings sahen auch die Ergebnisse der beiden ungünstiger bewerteten Gesellschaften nicht gerade schlecht aus.

Wir wollen uns nun die einzelnen Gesellschaften etwas genauer ansehen und behandeln spezielle Aspekte.

1. Rentabilität

a) Alle Gesellschaften weisen eine gute Rendite auf den Buchwert aus, aber die Ergebnisse von Emerson und Emery sehen wiederum wesentlich günstiger aus. Hohe Renditen auf das investierte Kapital findet man häufig in Verbindung mit hohen Gewinnzuwachsraten. Alle Gesellschaften mit Ausnahme von Emery wiesen in 1969 höhere Rentabilitätskennziffern als 1961 auf. Allerdings waren die Ergebnisse von Emery in beiden Jahren ungewöhnlich hoch.

b) Für Industrieunternehmen ist die Umsatzrentabilität oft ein Maßstab für die Position auf dem Markt. Auch hier sehen die Kennziffern bei allen Firmen gut aus, wobei Emerson in diesem Fall durch ein außergewöhnlich gutes Ergebnis hervorsticht.

2. Stabilität

Die Stabilität messen wir, indem wir die größte Gewinnver-

änderung innerhalb der letzten 10 Jahre ins Verhältnis zum Gewinndurchschnitt der letzten drei Jahre setzen. Eine 100prozentige Stabilität wird dann erreicht, wenn es keinerlei Gewinnrückgang gibt; dieses Ergebnis wurde von Emery und Emerson erreicht. Aber auch bei Eltra und Emhart waren die Gewinnrückgänge im Jahre 1970 nur sehr gering.

Nach unserer Berechnungsmethode betrug der Rückgang nur 8 % im Verhältnis zu 7 % beim Dow Jones.

3. Wachstum

Die Wachstumsraten der relativ niedrig bewerteten Gesellschaften sind sehr zufriedenstellend; in beiden Fällen jeweils besser als die Zuwachsraten im Dow. Natürlich sind die Daten der beiden „High Flyer“ weitaus günstiger.

4. Finanzstatus

Die drei Industrieunternehmen weisen gesunde Bilanzrelationen auf. Die Liquiditätskennziffern sind weitaus günstiger als die Standarderfordernisse (current ratio 2 : 1). Die Liquidität von Emery Air Freight ist schlechter, aber da es sich hier mehr um ein Dienstleistungsunternehmen handelt, sind die Relationen nicht

vergleichbar. Außerdem dürfte das Unternehmen aufgrund seiner hervorragenden Ertragsentwicklung in der Vergangenheit kaum Schwierigkeiten bei der Aufnahme von Fremdkapital haben. Der Anteil des langfristigen Fremdkapitals ist bei allen vier Gesellschaften ungewöhnlich niedrig. Zum Verwässerungsproblem: Emerson Electric hatte konvertierbare Vorzugsaktien (mit einem niedrigen Kupon). Börsenwert: 163 Mio. Dollar zum Jahresende 1970. Wir haben eine Bereinigung nach der allgemein üblichen Methode vorgenommen. Der letzte Gewinn müßte um 10 Cent pro Aktie oder um 4 % bereinigt werden.

5. Dividenden

Zur Dividendenkontinuität: Emhart hat seit 1902 kontinuierlich Dividenden ausgeschüttet. Auch die Daten von Eltra sehen sehr gut aus. Die Ergebnisse von Emerson können als 200 **Intelligent investieren**

zufriedenstellend bezeichnet werden, während man Emery Freight als junges Unternehmen nach diesem Kriterium noch nicht bewerten kann.

Der Unterschied in der Ausschüttungsquote erscheint nicht bedeutend. Die Dividendenrendite der beiden niedrig bewerteten Gesellschaften ist zweimal so hoch wie die der

„High Flyer“.

6. Kursentwicklung

Wenn man die Differenz zwischen Höchst- und Tiefstkurs in den letzten 34 Jahren betrachtet, so sind die Ergebnisse in allen Fällen hervorragend. Während sich der Dow Jones nur verelffachte, gab es bei unseren Unternehmen Veränderungen von 17 : 1 bei Emhart bis 528 : 1 bei Emery Air Freight.

Diese Entwicklung zeigt die phantastischen Chancen auf, die es an der Börse in den vergangenen Jahren gab. (Aber sie zeigt auch auf,

wie unterbewertet Aktien in den Baissemärkten vor 1950 waren.) Emhart und Eltra fielen um mehr als 50 % in den Jahren 1969/70, die beiden anderen Werte hatten in dieser Zeit auch starke Kursrückgänge, wenn auch nicht ganz so dramatische Abschwächungen.

Emerson und Emery erzielten neue Höchstkurse in 1971, die beiden anderen bereits wieder in 1970.

Allgemeine Betrachtungen über die vier Gesellschaften Emerson Electric hat einen sehr hohen Börsenwert. Man fühlt sich unweigerlich an Zenith Radio erinnert, wenn man den hohen Börsenwert der Gesellschaft in Vergleich setzt zu den meisten Daten: Auch Zenith wies über viele Jahre eine ähnliche Entwicklung wie Emerson auf. 1966 wurde die Gesellschaft mit einem Börsenwert von 1,7 Mrd. Dollar

bewertet. 1970 fiel allerdings der Gewinn von 48 Mio. Dollar auf knapp 25 Mio. Dollar, der Kurs fiel dementsprechend von 89 auf 22 1/2 in 1970. Hohe Börsenbewertungen beinhalten extreme Risiken!

Emery Air Freight müßte langfristig betrachtet die gün-stigsten Aussichten haben, wenn das KGV von 40 auch nur halbwegs gerechtfertigt erscheint. Natürlich waren die vergangenen Gewinnzuwachsraten phantastisch. Aber wenn wir daran erinnern, daß der Basisgewinn, von dem wir ausgehen, nur bei 570 000 Dollar in 1958 lag, sieht die Situation schon etwas anders aus.

Meist stellt sich heraus, daß es doch relativ schwierig wird, hohe Wachstumsraten durchzuhalten, wenn man einmal eine bestimmte Größe erreicht hat. Der erstaunlichste Faktor bei der Betrachtung der Emery-Daten ist allerdings der, daß die Gesellschaft auch 1970 eine günstige Entwicklung aufwies, obwohl das Luftfrachtgeschäft in diesem Jahr einen erheblichen Rückschlag erlitt. Hier müßte man mit einer genauen Untersuchung ansetzen, um herauszufinden, welche Faktoren zu dieser gegenläufigen Entwicklung führten, und

ob das Unternehmen in einer umgekehrten Situation von negativen Aspekten beeinflußt werden kann.

Emhart und Eltra

In den vergangenen 14 Jahren war die Ertragsentwicklung bei Emhart besser als die Entwicklung der Aktien an der Börse. 1958 wurde die Gesellschaft mit einem KGV von 22

gehandelt; genauso wie der Dow Jones. Seither hat sich der Gewinn verdreifacht, während die Gewinne der Dow-Jones-Werte sich nur verdoppelt haben. Dagegen stieg der Aktienkurs bis Ende 1970 nur um etwa ein Drittel gegenüber 1958, während der Dow Jones einen Anstieg von 43 % aufwies.

Ähnlich sieht die Situation bei Eltra aus.

Beide Gesellschaften weisen vor dem Börsenhintergrund des Jahres 1971 keinen „Sex Appeal“ auf, obwohl sämtliche Daten nicht gerade schlecht aussehen.

Zusammenfassung

Viele Wertpapieranalytiker werden Emerson und Emery interessanter finden als die beiden anderen Werte. Einmal wegen der günstigeren Kursentwicklung, und zweitens wegen der weitaus günstigeren Ertragsentwicklung. Nach unseren Grundsätzen ist der erste Grund in keinem Fall stichhaltig. Nach solchen Kriterien der Kursreagibilität richten sich mehr die Spekulanten, während das zweite Motiv einiges für sich hat. Aber können Wachstum in der Vergangenheit und eventuell günstige Zukunftsaussichten (Emery) ein KGV von mehr als 60 rechtfertigen?

Unsere Antwort darauf lautet: Vielleicht mag die Aktie für denjenigen, der sich intensiv mit diesem Unternehmen beschäftigt hat, der die Gesellschaft sehr genau kennt und daher zu sehr optimistischen

Prognosen kommt, soviel wert sein. Keinesfalls allerdings wird sie soviel wert sein können für den sorgfältigen Anleger, der sichergehen will, daß er nicht dem typischen Wall-Street-Enthusiasmus unterliegt, der jede Aktie mit einer weit über dem Durchschnitt liegenden Entwicklung extrem überbewertet.

Die gleiche vorsichtige Haltung sollte der konservative Anleger bezüglich Emerson Electric einnehmen, wobei er besonders beachten muß, daß die Börse in diesem Fall mehr als 1 Mrd. Dollar nur für die Ertragskraft zahlt. Vielleicht sollten wir auch noch hinzufügen, daß gerade die Elektronikindustrie in den letzten Jahren erheblich an Popularität eingebüßt hat. Emerson war wegen relativ guter Gewinnentwicklung eine Ausnahme, aber man sollte daran denken, daß Emerson noch lange Jahre eine Ausnahme bleiben muß

(gewinnmäßig), damit der Jahresschlußkurs von 1970

gerechtfertigt erscheint.

Im Gegensatz dazu erscheinen Eltra mit 27 und Emhart mit 33 als richtig bewertet. Bei diesen beiden Unternehmen braucht der Anleger nicht davon auszugehen, daß hier bereits allzuviel Zukunft im Kurs eskomptiert ist. Er kann sich in diesem Fall als Teilhaber beider Firmen verstehen und sich anhand der Bilanzwerte ausrechnen, daß er keine Phantasie mitbezahlt.

Die Rendite auf das investierte Kapital war über Jahre hin zufriedenstellend, die Gewinnstabilität war gleichermaßen ausreichend, und erstaunlicherweise sogar das Wachstum in den vergangenen Jahren.

Beide Gesellschaften erfüllen unsere sieben Forderungen für Wertpapiere eines konservativen Depots (siehe auch nächstes Kapitel).

1. Ausreichende Größe.

2. Gute Finanzierungsrelationen.

3. Kontinuierliche Dividendenzahlungen seit mehr als 20

Jahren.

4. Kein Verlustabschluß innerhalb der letzten 10 Jahre.

5. Innerhalb der letzten 10 Jahre Gewinnverbesserung pro Aktie um mindestens ein Drittel.

6. Der Kurs der Aktie sollte nicht mehr als 50 % über dem Buchwert liegen.

7.

Das Kurs-Gewinn-Verhältnis sollte nicht über dem 15fachen des durchschnittlichen Gewinns der letzten drei Jahre liegen.

Wir machen keine Gewinnschätzung für die Zukunft bei diesen Werten. Sicherlich wird der Anleger, der nach unseren Kriterien vorgeht, in seinem Portefeuille die eine oder die andere Aktie besitzen, deren Entwicklung enttäuschend ver-204 **Intelligent investieren**

läuft. Wir halten es auch nicht für ausgeschlossen, daß sowohl Eltra wie Emhart zu den Werten gehören, deren Entwicklung in Zukunft nicht befriedigend verläuft.

Aber das Gesamtdepot, das nach unseren Kriterien aufgestellt wurde, wird eine zufriedenstellende Entwicklung aufweisen. Das sagt uns nicht zuletzt unsere Erfahrung.

Zum Schluß noch eine generelle Bemerkung: Ein Wertpapieranalytiker, der unsere Grundprinzipien akzeptiert, hätte Ende 1970 sicherlich gezögert, Ihnen die Empfehlung zu geben, die Aktien von Emerson und Emery in Eltra- bzw. Emhart-Aktien zu tauschen. Zu diesem Zeitpunkt gab es auch nicht das geringste Anzeichen dafür, daß in Kürze die beiden niedrig bewerteten Papiere

eine bessere Kursentwicklung aufweisen würden als die hoch bewerteten Aktien.

Die Begründung, die für die niedrig bewerteten Aktien sprach, hätte in der Bevorzugung von Standardaktien durch den Anleger in „Wachstumstiteln“ gelegen oder besser in der Bevorzugung von Aktien, deren Börsenwert mit dem

„inneren Wert“ übereinstimmte gegenüber Aktien, die zuviel Zukunft eskomptierten. Im nächsten Kapitel werden wir auf diese Anlagestrategie noch näher eingehen.

KAPITEL

14

Aktien für den konservativen Anleger Wir werden, nachdem wir in früheren Kapiteln erst einmal die generelle Anlagestrategie sowohl für den konservativen Anleger wie für den aggressiven Investor aufgezeigt haben, jetzt stärker in die Details der Depotzusammenstellung für die beiden Anlegergruppen gehen. Der defensive oder konservative Anleger, der sich nach unseren Empfehlungen richtet, wird ausschließlich erstklassige Anleihen kaufen sowie eine Anzahl Aktien prominenter Publikumsgesellschaften.

Dabei wird er darauf achten, daß der Preis, den er für die Aktien zahlt, nicht zu hoch ist (nach bestimmten Kriterien).

Wenn der Anleger sein Aktienportefeuille aufbaut, hat er zwei Möglichkeiten: Einmal kann er es einfach aus den Dow Jones-Aktien zusammenstellen, und zum zweiten hat er die Möglichkeit, eine nach bestimmten Kriterien getestete Auswahl von Papieren zusammenzustellen.

Nach dem ersten Verfahren wird er praktisch den Durchschnitt der Börse erwerben. Sein Portefeuille wird dann sowohl Wachstumswerte als auch unterbewertete Aktien umfassen. Am

besten geht er bei dieser Methode so vor, daß er den gleichen Geldbetrag in jeder der dreißig Gesellschaften des Dow anlegt. Zehn Stück Aktien von jedem Papier würden bei einem Stand des Dow von 900 zusammen etwa 16 000 Dollar kosten. Genauso kann er aber auch Anteile einiger repräsentativer Aktienfonds kaufen.

Wenn er nach dem zweiten Verfahren vorgeht, wird er bei jedem Aktienkauf bestimmte Kriterien anwenden, die sicherstellen, daß 1. (qualitativ) ein Minimum an Wachstum in der Vergangenheit sowie gesunde Bilanzrelationen vorhanden sind, wie auch 2. (quantitativ) eine Mindestgröße an Gewinn und Substanz im Verhältnis zum Aktienkurs vorhanden ist. Am Ende des letzten Kapitels zeigten wir sieben quantitative und qualitative Kriterien auf, nach denen Aktien ausgesucht werden sollten. Hier jetzt die genaue Erläuterung dieser Kriterien:

1. Ausreichende Größe des Unternehmens Wir können für die Größe nur ungefähre Anhaltspunkte geben. Die grundlegende Idee: Kleinere Unternehmen auszuschließen, die mehr als die größeren Gesellschaften anfällig sind für Schwierigkeiten jeglicher Art. Das gilt insbesondere für Industrieunternehmen. Also: Mindestumsatz für ein Industrieunternehmen von 100 Mio. Dollar, nicht weniger als 50 Mio. Dollar Bilanzsumme für ein Energieversorgungsunternehmen.

2. Ausreichende Finanzierungsrelationen Das Umlaufvermögen sollte zumindest zweimal so groß wie die kurzfristigen Verbindlichkeiten sein (Aktuelles Verhältnis: 2 : 1) Außerdem sollten die langfristigen Verbindlichkeiten nicht größer als das Nettoumlaufvermögen sein. Bei Energieversorgungsunternehmen sollte das Eigenkapital mindestens 1/3 des Gesamtkapitals ausmachen.

3. Gewinnstabilität

Innerhalb der letzten 10 Jahre sollte kein Verlustabschluß vorgekommen sein.

4. Dividendenzahlungen

Zwanzig Jahre lang ununterbrochene Dividendenzahlungen.

5. Gewinnwachstum

Gewinnverbesserung in den letzten 10 Jahren um mindestens 1/3 pro Aktie, wobei zu Beginn und am Ende ein Dreijahresdurchschnitt verwendet werden sollte.

6. Kurs-Gewinn-Verhältnis

Das Kurs-Gewinn-Verhältnis sollte nicht über 15 liegen (auf Basis der Durchschnittsgewinne der letzten drei Jahre).

7. Buchwert

Der Börsenkurs sollte nicht mehr als 50 % über dem Buchwert liegen. Allerdings kann der Börsenkurs mehr als 50 %

über dem Buchwert liegen bzw. mehr als dem 1,5fachen des Buchwertes entsprechen, sofern nur das Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) niedriger ist. Wir empfehlen, daß KGV und der Buchwertmultiplikator miteinander multipliziert nicht mehr als 22,5 ergeben sollten. (Diese Ziffer entspricht z. B.

einem KGV von 15 und einem Buchwertmultiplikator von 1,5 oder einem KGV von 9 und einem Buchwertmultiplikator von 2,5.)

Allgemeine Bemerkungen

Diese Forderungen entsprechen exakt den Anforderungen eines konservativen Anlegers. Ausgeschlossen sind Unternehmen, die zu klein sind, deren Finanzrelationen unzureichend sind, die in den

letzten 10 Jahren Verluste ausgewiesen haben, und die nicht kontinuierlich Dividenden gezahlt haben.

Die strengsten Anforderungen beziehen sich auf die Finanzierungsrelationen. Diese haben sich bei vielen prominenten und großen Gesellschaften in den letzten Jahren verschlechtert. Auch die Relation Buchwert/Börsenkurs ist sehr restriktiv, aber wir glauben, daß damit allzu große Abhän-gigkeiten von Zukunftserwartungen und -hoffnungen vermieden werden können. Das gleiche gilt für die Anforderungen an das KGV.

Die Forderung, daß das Kurs-Gewinn-Verhältnis maximal 15 betragen darf, kann ohne weiteres dazu führen, daß das KGV des gesamten Portefeuilles bei 12 bis 13 liegt. Dieses Ergebnis ist auch beabsichtigt, denn wir sind der Ansicht, daß das durchschnittliche KGV bei einem Aktienerwerb nicht höher als der reziproke Wert der Obligationenrendite sein sollte. Das entspräche bei einer Anleiherendite von 7,5 % (für erstklassige Papiere) einem KGV von 13,3.

Anwendung unserer Anlagekriterien für die Dow-Jones-Werte in 1971

Ende 1970 wurden fast alle Kriterien von den Dow-Jones-Werten erfüllt. Tab. 14-1 und 14-2 zeigen die relevanten Daten auf.

1. Groß genug ist jedes Unternehmen.

2. Die Finanzierungsrelationen insgesamt sind ausreichend, einige Werte erfüllen die Anforderungen allerdings nicht.

3. Zumindest seit 1940 hat jede Gesellschaft kontinuierlich eine Dividende gezahlt, einige zahlen Dividenden bereits seit dem letzten Jahrhundert.

4. Die Gewinnentwicklung war relativ stabil, zwischen 1961

und 1969 wurde von keinem Unternehmen ein Verlust ausgewiesen, allerdings erzielte Chrysler 1970 ein geringes Defizit.

5. Das gesamte Wachstum für sämtliche Unternehmen lag bei 77 %, oder 6 % pro Jahr, allerdings wuchsen fünf Firmen nicht, wie erforderlich, um 1/3.

Aktien für den konservativen Anleger 211

6. Das KGV des Dow Jones am Jahresende auf Basis eines Drei-Jahres-Durchschnitts betrug 839 zu 55,5 oder 15, entsprach also genau unseren Mindestanforderungen.

7. Das Verhältnis von Börsenkurs zu Buchwert war 839 zu 562, entsprach also auch unserem Limit von 1,5.

Wenn wir jedoch jedes dieser Kriterien für jede einzelne Gesellschaft untersuchen, entdecken wir sehr schnell, daß nur fünf Unternehmen alle Bedingungen erfüllen: American Can, American Tel&Tel, Anaconda, Swift und Woolworth.

Tabelle 14-3 zeigt die Zusammenfassung dieser Papiere.

Natürlich sehen hier die Ergebnisse besser aus als die für den gesamten Dow; allerdings abgesehen von den Wachstumsraten.

Sie ersehen an dieser Untersuchung, daß die Anzahl der Werte, die den von uns geforderten Kriterien entsprechen würden, relativ gering ist. Trotzdem konnte man anhand des Standard & Poor’s Stock Guide immerhin zu Ende 1970

100 Werte herausfiltern, die unseren Kriterien entsprochen hätten; genug also, um ein adäquates Depot zusammenstellen zu können.

Energieversorgungsunternehmen

Energieversorgungsunternehmen erscheinen nach unseren Kriterien wesentlich interessanter für den konservativen Anleger. Ein Kriterium ist allerdings nicht anwendbar: Das Verhältnis von Umlaufvermögen zu kurzfristigen Verbindlichkeiten. Tabelle 14-4 zeigt die Daten der fünfzehn im Dow Jones Utility Average enthaltenen Werte.

Tabelle 14-5 zeigt 15, nach dem Zufallsprinzip ausgewähl-te Energieversorgungsunternehmen, die an der New York Stock Exchange gehandelt werden.

Zu Beginn 1972 gab es für den Anleger eine sehr große Anzahl interessanter Energieversorgungsunternehmen, die alle unsere Standards für Wachstum und „inneren Wert“

erfüllten. Verglichen mit prominenten Industrieunternehmen war das Wachstum gleichwertig, allerdings gab es eine wesentlich größere Stabilität. Außerdem waren Kurs-Gewinn-Verhältnisse sowie Börsenwert zu Buchwert wesentlich günstiger als bei den Industrieunternehmen. Die Dividendenrendite lag erheblich höher.

Für den Anleger ist die Position der Energieversorgungsunternehmen als „öffentlich kontrollierte Monopolisten“

eher von Vorteil als von Nachteil. Den Gesellschaften ist es gesetzlich erlaubt, Tarife zu erheben, die hoch genug sind, um eine adäquate Rendite zu erzielen. Die Rendite sollte so hoch sein, daß genügend Kapital aufgenommen werden kann, um die weitere Expansion zu finanzieren. Aus diesem Grunde können die Gesellschaften, wenn auch manchmal erst nach langen Genehmigungsverfahren, fast immer Tarife erzielen, die einen Ausgleich für gestiegene Kosten darstellen.

Die Kursentwicklung der Versorgungsunternehmen in den letzten Jahren (siehe Tab. 14-6) bot sehr viele interessante Möglichkeiten für Kapitalgewinne. Wenn auch der Kursanstieg nicht ganz so günstig war wie bei den Industrieunternehmen, zeigt sich auf der anderen Seite doch eine größere Kursstabilität. Interessant ist, daß sich die relativen KGV's von Industrieunternehmen und Versorgungsgesellschaften in den vergangenen Jahren deutlich verändert haben. Wenn diese Information auch mehr für den aktiven Anleger gedacht ist, und weniger für den konservativen Investor, so zeigt sie doch, daß es sich ab und zu lohnen kann, Depots umzuschichten und einen Tausch von höher bewerteten Papieren in niedriger bewertete Valoren vorzunehmen.

Anlage in Aktien aus dem Finanzsektor

In diese Kategorie fallen Banken, Spar- und Darlehens-kassen, Versicherungsgesellschaften, Kundenkreditbanken, Hypothekenbanken und Investmentfonds. Typisch für diese Unternehmenskategorie ist, daß diese Gesellschaften nur einen äußerst geringen Anteil der Bilanzsumme in Grundstücken, Gebäuden oder Vorräten halten, dagegen allerdings meist kurzfristige Verbindlichkeiten aufweisen, die ihr Eigenkapital bei weitem übersteigen. Insofern sind bei diesen Unternehmen gesunde finanzielle Verhältnisse oft wesentlich bedeutender als bei Industrieunternehmen. Diese Anforderungen haben zu einer Reihe von staatlichen Über-wachungsinstitutionen geführt, die auf die Einhaltung gewisser Finanzierungsrelationen etc. achten.

Im großen und ganzen haben die Aktien der Finanzunternehmen im Durchschnitt ähnliche Ergebnisse gebracht wie die der Industrieunternehmen. Die Tabelle 14-7 zeigt die Performance von sechs verschiedenen Untergruppen zwischen 1948 und 1970. Wenn man den Durchschnitt von 1941–43

als 10 setzt, so erhält man eine Schwankungsbreite, die von 44,3 für neun New Yorker Banken bis zu 218 für 11 Lebens-

versicherungsgesellschaften reicht. Zwischenzeitlich war die Kursentwicklung sehr unterschiedlich. So war die Performance der New Yorker Banken zwischen 1958 und 1968 ganz **Aktien für den konservativen Anleger** 217

zufriedenstellend. Im Gegensatz dazu verloren die Lebens-versicherungsgesellschaften zwischen 1963 und 1968 viel von ihrem dramatischen Kursanstieg in der früheren Periode.

Für diese Gruppe können wir Ihnen keinen speziellen Anlageratschlag geben. Hier gelten im großen und ganzen die gleichen Kriterien für KGV und Buchwert wie bei den anderen Gruppen.

Eisenbahnwerte

Die Entwicklung der Eisenbahnlinien ist auch nicht annähernd mit der günstigen Entwicklung bei den Versorgungsunternehmen zu vergleichen. Diese Gruppe hatte in den vergangenen Jahren nicht unerheblich unter sich verän-dernden Wettbewerbsbedingungen wie auch unter den staatlichen Kontrollen zu leiden. Fluglinien, Automobile und Busunternehmen haben den Gesellschaften den größten Teil des Passagieraufkommens weggenommen; der übriggebliebene Rest des Personenverkehrs ist defizitär.

Das Frachtgeschäft, das noch relativ profitabel ist, wird mehr und mehr durch den Lkw-Verkehr beeinträchtigt.

Tabelle 14 - 7. Relative Kursver nderung von Aktien verschiedener Finanzierungsinstitute von 1948 bis 1970

1948

1953

1958

1963

1968

1970

Lebensversicherung

17,1

59,5

156,6

318,1

282,2

218,0

Sachversicherung

13,7

23,9

41,0

64,7

99,2

84,3

New Yorker Banken

11,2

15,0

24,3

36,8

49,6

44,3

Banken au§erhalb New Yorks

16,9

33,3

48,7

75,9

96,9

83,3

Finanzunternehmen

15,6

27,1

55,4

64,3

92,8

78,3

Kundenkreditgesellschaften

18,4

36,4

68,5

118,2

142,8

126,8

Standard & Poor s Composite

13,2

24,8

55,2

75,0

103,9

92,2

Innerhalb der letzten 50 Jahre war mehr als die Hälfte des Eisenbahnnetzes der USA ein- oder mehrmalig in Konkurs.

Aber nicht alle Eisenbahngesellschaften waren in den vergangenen 50 Jahren in Schwierigkeiten. Und es gab auch für den gesamten Industriezweig zeitweise hochrentable Perioden, vor allem in Kriegszeiten.

Zwischen 1942 und 1968 versiebenfachte sich der Eisen-bahnindex (Standard & Poors). Aber der Konkurs der Penn Central, der bedeutendsten amerikanischen Eisenbahngesellschaft, schockierte die Finanzwelt in 1970. Nur zwei Jahre vorher stand die Aktie beinahe auf dem historischen Höchstkurs. Die Gesellschaft hatte 120 Jahre lang ununterbrochen Dividenden gezahlt. Vom Konkurs dieses Unternehmens wurden die Kurse sämtlicher Gesellschaften

dieser Branche stark beeinflußt. Und auch bisher scheinen sich Eisenbahnaktien von diesem Schock noch nicht erholt zu haben.

Ein Verdikt über eine einzelne Industriegruppe auszusprechen, erscheint uns nicht besonders sinnvoll zu sein. Wie Tabelle 14-6 zeigt, gab es auch in der Vergangenheit immer wieder Zeiten, in denen an Eisenbahnaktien erheblich verdient werden konnte.

Fassen wir unsere Auffassung zu dieser Branche wie folgt zusammen: Es gibt keinen zwingenden Grund für den Anleger, Eisenbahnaktien zu besitzen. Bevor er irgendein Engagement in diesem Sektor eingeht, sollte er sich vergewissern, daß er soviel Wert für sein Geld bekommt, daß er andere Anlageobjekte nicht in Betracht zu ziehen braucht.

Auswahlkriterien für den konservativen Anleger Jeder Anleger möchte selbstverständlich besser als der Durchschnittsinvestor abschneiden. Warum sollte er also nicht einen Wertpapieranalytiker engagieren können, der

fähig wäre, wesentlich bessere Ergebnisse als der Dow Jones zu erzielen? Wenn das nicht möglich ist, warum dann die Unmenge an Statistiken, Analysen, Berechnungen und Bewertungen?

Nehmen wir an, wir hätten 100 Wertpapieranalytiker danach gefragt, welchen fünf Aktien des Dow Jones sie Ende 1970 die günstigste Entwicklung zutrauen. Nur wenige Analytiker wären zu einem übereinstimmenden Ergebnis gelangt, und die meisten Listen hätten völlig unterschiedlich ausgesehen.

Das ist nicht so erstaunlich, wie es im ersten Moment aussieht. Denn der Kurs einer Aktie wird sowohl von den augenblicklichen Ertragsfaktoren bestimmt als auch von den Erwartungen der Anleger und Analytiker über die zukünftige Entwicklung dieses Wertes. Jeder Analytiker wird schon deswegen unterschiedliche Ansichten über bestimmte Werte haben müssen, weil er manchen Faktoren eine stärkere Bedeutung zumißt als anderen, die wieder anderen Wertpapieranalysten wichtiger erscheinen.

Ansonsten würde der Kurs der Aktie, die alle Analytiker gleichzeitig für chancenreicher als andere Papiere halten, solange steigen, bis es für dieses Papier keine Präferenz mehr gäbe.

Neben der Vielzahl unterschiedlicher Ansichten kann man auch zwei grundsätzliche Strategien bei der Beurteilung der Zukunft unterscheiden. Wir sprechen dabei einmal von denjenigen Anlegern, die mehr Gewicht auf die zukünftige Entwicklung legen, die Ertragslage des Unternehmens ziemlich genau für die Zukunft voraussagen wollen, und auf der anderen Seite von den Anlegern, die mehr Wert auf die Absicherung der zukünftigen Entwicklung legen.

Während die eine Kategorie von Anlegern dann, wenn sie der Auffassung ist, daß eine bestimmte Entwicklung ein-treffen wird, die sehr zukunftsträchtig erscheint, die betref-220 **Intelligent investieren**

fende Aktie auf jeden Fall kauft, völlig unabhängig vom dann herrschenden Kurs, verhält sich die andere Anlegerkategorie wesentlich anders. Sie kauft nur dann, wenn sie sicher ist, daß der augenblickliche Kurs auch in etwa dem Wert der Gesellschaft entspricht. Diese Anlegergruppe möchte sich immer vor unvorhergesehenen Ereignissen schützen und weigert sich, zuviel Erwartung mitzukaufen, wenn sie ein Engagement eingeht. Für diese Gruppe ist der Preis außergewöhnlich wichtig, der für eine Aktie gezahlt wird.

Wir können diese beiden Gruppen auch in eine qualitative und in eine quantitative unterscheiden. Während die qualitativ orientierten Anleger Wert auf die Untersuchung von Management, Zukunftsaussichten und andere nicht exakt meßbare Kriterien legen, untersuchen die quantitativ orientierten Anleger mehr die Beziehung von Kurs und Gewinn, Kurs und Buchwert, Dividendenrendite usw. Die quantitative Methode erscheint somit mehr als Weiterentwicklung der Analyse von Obligationen auf die Analyse von Aktien.

Wir selbst haben uns immer weitgehend an der quantitativen Methode orientiert. Wir wollten uns immer sicher sein, daß wir für unser Geld „Werte“ bekamen und nicht irgendwelche Zukunftshoffnungen. Zumindest waren wir niemals bereit, Zukunftshoffnungen und Zukunftserwartungen gegen ungenügende Bilanzrelationen etc. einzutauschen.

Wir müssen allerdings darauf hinweisen, daß die Mehrzahl der Wertpapieranalytiker und Anleger eine andere Sicht vertritt. In der Vergangenheit und auch heute vertreten diese die Meinung, daß gute Zukunftsaussichten, hervorragendes Management und andere nicht meßbare Faktoren bei weitem die meßbaren Faktoren überwiegen sollten.

Natürlich sind diese beiden unterschiedlichen Ansichten der Aktienbewertung umstritten. Wir raten daher dem konservativen Anleger, bei der Auswahl von Aktien mehr zu

„diversifizieren“, als sich auf zu wenige Papiere zu konzen-Aktien für den konservativen Anleger 221

trieren. Wenn er natürlich bei der Auswahl der Papiere absolut richtig liegen würde, könnte er allerdings durch Diversifikation nur verlieren. Das allerdings ist unwahrscheinlich.

Innerhalb der von uns aufgestellten vier Anlagegrundsätze (siehe S. 72f.) erscheint uns genügend Raum für eine begrenzte Selektion.

KAPITEL

15

Aktien für den aggressiven Anleger

Im letzten Kapitel haben wir für den konservativen Anleger Regeln aufgestellt, die ihn in die Lage versetzen sollen, eine adäquate Depotzusammenstellung vorzunehmen.

Wir haben generell dadurch Regeln aufgestellt, daß wir bestimmte Restriktionen eingeführt haben bzw. empfahlen, Aktien, die bestimmte Voraussetzungen nicht erfüllen, nicht zu kaufen. Die Empfehlungen waren also sehr allgemein.

In diesem Kapitel werden wir im Gegensatz dazu konkrete Empfehlungen geben, und zwar individuelle Empfehlungen, die für einen aggressiven Anleger interessant sein dürften.

Wie sind nun die Aussichten, überdurchschnittliche Ergebnisse zu erzielen? Nun, es sieht so aus, als ob es nicht besonders schwierig wäre, durchschnittliche Ergebnisse zu erzielen. Man braucht nur ein Depot zusammenzustellen, das in etwa den 30 im Dow Jones enthaltenen Werten entspricht, und man erhält eine durchschnittliche Performance.

Mit etwas Anstrengung und ein wenig Geschick, so meinen viele, müßte es daher doch möglich sein, überdurchschnittliche Ergebnisse zu erzielen.

Nun, es gibt eine ganze Reihe von Beweisen dafür, daß es trotz allergrößter Anstrengungen sehr schwer ist, überdurchschnittliche Ergebnisse zu erzielen. Den Beweis finden wir in der Performance-Liste der Investmentfonds. Obwohl 224 **Intelligent investieren**

die meisten Gesellschaften über eine Vielzahl ausgezeichneter Analytiker verfügen, waren ihre Ergebnisse doch nicht besonders bestechend. Wie wir in Kapitel 9 gezeigt haben, konnten die meisten Gesellschaften, über einen längeren Zeitraum gerechnet, die jährliche Wertsteigerung von Aktien zwischen 1951 und 1960 von durchschnittlich 15 % und die jährliche durchschnittliche Rendite zwischen 1961 und 1970

nicht erreichen.

Wie wir in Kapitel 9 zeigten, heißt das allerdings noch lange nicht, daß die Funktion der Investmentfonds volkswirtschaftlich sinnlos ist. Denn sie geben allen Anlegern die Möglichkeit, zumindest fast

durchschnittliche Ergebnisse zu erzielen, die sie (die Anleger) aus einer Reihe von Gründen ansonsten kaum erreicht hätten.

Aber die Tatsache, daß es den Fonds nicht gelungen ist, über einen längeren Zeitraum die Indizes zu schlagen, zeigt sehr klar, daß überdurchschnittliche Performance ungewöhnlich schwierig ist.

Warum ist das so? Es gibt dafür zwei unterschiedliche Erklärungen.

Einmal geht man davon aus, daß die Börse zu jeder Zeit nicht nur die augenblicklichen Daten der Unternehmen und die Entwicklung der Vergangenheit reflektiert, sondern gleichzeitig auch die Zukunftserwartungen der verschiedenen Wirtschaftssubjekte. Wenn dem so ist, dann müssen sämtliche Kursveränderungen, die an der Börse stattfinden, Ereignisse widerspiegeln, die nur sehr schwer hätten vorausgesehen werden können. Damit wären Aktienkursveränderungen zufallsabhängig. Die Arbeit des Wertpapieranalytikers wäre damit weitgehend ineffizient, und zwar aufgrund der Tatsache, daß der Analytiker das Unvorhersehbare vorhersehen müßte.

Natürlich, die Tatsache, daß es heute so viele Analytiker gibt, mag zu dieser Entwicklung geführt haben. Da Tau-Aktien für den aggressiven Anleger

sende oft die gleichen Faktoren untersuchen, kann es dazu kommen, daß die Börsenkurse die Meinungen der vielen Analytiker widerspiegeln, die den Markt bestimmen. Diese Theorie hat also einiges für sich.

Der zweite Erklärungsversuch geht davon aus, daß die meisten Analytiker folgendermaßen vorgehen: Sie filtern die Industriezweige heraus, deren Gewinnaussichten am erfolg-versprechendsten sind, und suchen innerhalb dieser Industriezweige nach den ertragreichsten und aussichtsreichsten Unternehmen. Sie kaufen dann die Aktien dieser Gesellschaften ohne Rücksicht auf den

letzten Kurs. Und sie rühren Aktien von Unternehmen nicht an, deren Aussichten weniger erfolgversprechend sind. Natürlich wäre diese Strategie dann richtig, wenn das Wachstum dieser Papiere bzw.

Unternehmen in alle Ewigkeit andauern würde. Dann wäre der Wert der gekauften Papiere tatsächlich nicht zu berechnen, und jeder Kurs wäre gerechtfertigt.

Aber die Wirklichkeit sieht nun einmal auch nicht annähernd so aus. Nur ganz wenige Gesellschaften haben über eine lange Zeitspanne ein ununterbrochenes Wachstum aufgewiesen. Die meisten Gesellschaften weisen Höhen und Tiefen auf, einmal gehören sie in die Kategorie der Wachstumssunternehmen, ein anderes Mal haben sie über einen gewissen Zeitraum wenig oder überhaupt keinen Gewinnanstieg. Oft sind spektakuläre Veränderungen mit einem Managementwechsel verbunden, bei anderen ist der permanente Wechsel in den Märkten entscheidend (zyklische Entwicklung).

Wie soll sich nun vor diesem Hintergrund der aggressive Anleger verhalten, der ein überdurchschnittliches Ergebnis erzielen will? Nun, der Anleger wird kaum erwarten können, daß er dadurch, daß er dieses Buch liest, eine wesentlich bessere Arbeit als die Analytiker tun wird. Aber wenn es wahr ist, daß zeitweise ganze Marktsegmente analytisch vernach-lässigt werden, dann ergibt sich für den aggressiven Anleger 226 **Intelligent investieren**

eine gute Chance, ein überdurchschnittliches Ergebnis zu erzielen und von den Unterbewertungen zu profitieren.

Aber um dieses Ergebnis zu erzielen, muß der Anleger Wege gehen und Analysetechniken anwenden, die an der Wall Street nicht allgemein akzeptiert sind. Es klingt etwas unwahrscheinlich, daß es an der Börse noch Anlagestrategien geben soll, die gut fundiert sind und trotzdem als unpopulär gelten. Unsere eigene Erfahrung hat uns gelehrt, daß es diese Methoden gibt und daß sie erfolgreich angewandt werden können.

Eine Zusammenfassung der Graham-Newman-Methode Zum Beweis für die letzte Behauptung wollen wir einige der Methoden aufzeigen, die wir während der 30 Jahre der Graham-Newman-Gesellschaft zwischen 1926 und 1956 angewendet haben.

Arbitrage

Der Kauf eines Wertpapiers, verbunden mit dem gleichzeitigen Verkauf des Papiers, in das dieses Wertpapier eingetauscht werden konnte (z. B. bei einer Reorganisation, Fusion etc.).

Liquidation

Kauf von Aktien einer Gesellschaft, die aufgrund von Ver-

äußerungen von Vermögensbestandteilen des Unternehmens Barmittel erhielt.

Operationen dieser beiden Anlagestrategien wurden auf der Basis vorgenommen, daß eine jährliche Mindestrendite von 20 % zu erzielen war und daß die Chance, die Operation würde aufgehen, zumindest eine Wahrscheinlichkeit von 4 : 5 aufwies.

Aktien für den aggressiven Anleger

227

Hedge

Kauf einer Wandelanleihe oder einer wandelbaren Vorzugsaktie und Verkauf der Aktien, in die diese Papiere konvertierbar waren. Die Positionen wurden in der Weise aufge-baut, daß die Engagements praktisch auf Paritätsbasis vorgenommen wurden. Es gab also einen kleinen Verlust, wenn die Wandelanleihe in die Aktie getauscht werden mußte. Ein großer Gewinn wurde dann erzielt, wenn die Aktie wesentlich stärker fiel als die Wandelanleihe, und ein Tausch nicht mehr möglich war.

Unterbewertete Papiere

Die Idee bestand hierbei darin, Aktien unter dem „Nettoumlaufvermögen“ zu erwerben, also so niedrig, daß man praktisch das Anlagevermögen umsonst bekam. Wir erwarben bei dieser Strategie meist so viele unterschiedliche Papiere wie möglich, zeitweise mehr als 100.

Wir kontrollierten sehr genau die Ergebnisse unserer einzelnen Anlagestrategien. Diejenigen, die kein zufriedenstellendes Ergebnis erwarten ließen, gaben wir wieder auf.

Dazu gehört unter anderem eine „Hedging-Strategie“, die sich nicht, wie die eben geschilderte Operation, auf Wandelanleihen bezog, die in eine bestimmte Aktie konvertierbar waren, sondern in der die beiden Papiere keine so direkte Beziehung zueinander hatten. Mit dieser Strategie des

„beziehungslosen Hedging“ erlitten eine ganze Reihe der späteren „Hedge Funds“ Schiffbruch.

Nach einer Untersuchung über einen Zeitraum von mehr als 10 Jahren stellten wir fest, daß diese Operationen kein überdurchschnittliches Ergebnis brachten und stellten sie ein.

Damit waren von 1939 an unsere Operationen begrenzt auf Liquidationen, Hedgings, Aktiengesellschaften, die unter Nettoumlaufvermögen notierten, und einige Übernahmeangebote. Jede dieser Operationen brachte uns genügende Rentabilität. In der Baisse erwirtschafteten die Hedgings sehr gute Ergebnisse, während in der Hausse die „unterbewerteten“ Engagements die besten Erträge brachten. Wir zögern, unsere Strategie so, wie wir sie angewendet haben, allgemein zu empfehlen. Natürlich sind diese Operationen nichts für den konservativen Anleger. Aber wir bezweifeln auch, ob der aggressive Anleger bereit sein wird, sich so strikt auf so wenige Anlagestrategien festzulegen. Viele aktive Anleger werden es sicher vorziehen, einen weit größeren Kreis von Papieren und Anlagestrategien zu untersuchen. So werden diese

Anleger eher darauf aus sein, Papiere zu kaufen, die a) nach konservativen Maßstäben nicht überbewertet sind, und b) die aufgrund ihrer vergangenen Entwicklung oder zukünftigen Aussichten eine günstigere Kursentwicklung versprechen als der Durchschnitt der meisten Papiere. Falls man so vorgeht, tut man aber sicherlich gut daran, wenn man die Standards zugrunde legt, die wir in den letzten Kapiteln entwickelt haben.

Allerdings sollten die für den aggressiven Anleger gelten-den Regeln nicht ganz so unflexibel sein, wie wir sie für den defensiven bzw. den konservativen Anleger entwickelt haben. Zum Beispiel braucht der Anleger nicht eine Gesellschaft nur deswegen ausschließen, weil sie im Jahre 1970 ein Defizit ausgewiesen hatte. Sofern nur die sonstigen Kriterien hinreichend interessant aussehen, kann er sich natürlich engagieren. Der aggressive Anleger kann sich auch auf Papiere konzentrieren, deren Zukunftsaussichten er sehr optimistisch beurteilt, aber wir warnen davor, einen zu hohen Preis für eine Aktie zu bezahlen und dabei zuviel Goodwill und Phantasie mitzubezahlen. Wahrscheinlich **Aktien für den aggressiven Anleger**

würde sich der aggressive Anleger, wenn er unserer Politik folgt, mehr auf zyklische Industriezweige beschränken, wie zum Beispiel auf Stahlaktien, und diese Papiere dann kaufen, wenn die augenblickliche Situation ungünstig aussieht, die kurzfristigen Aussichten schlecht sind, und der niedrige Kurs voll den augenblicklichen Pessimismus widerspiegelt.

Zweitrangige Gesellschalten

An zweiter Stelle erscheinen zweitrangige Gesellschaften interessant, deren Entwicklung relativ gut aussieht, die allerdings nicht populär sind (wie die in Kapitel 13 erwähnten Eltra und Emhart zu ihren Schlußkursen des Jahres 1970). Es gibt eine ganze Reihe von Methoden, um diese Werte zu entdecken. Wir werden Ihnen anhand der Demonstration des Standard & Poor’s Stock Guide

zeigen, wie sie am schnell-sten die für sie interessanten Papiere herausfiltern.

Man kann diese Standard-Nachschlage-Broschüre, die monatlich erscheint, direkt beim Verlag erhalten oder sie kontinuierlich über den eigenen Broker beziehen. Auf über 230 Seiten weist der „Stock Guide“ Daten in kondensierter Form über etwa 4500 Gesellschaften auf; und zwar alle amtlich notierten Unternehmen (etwa 3000) sowie 1500 im Freiverkehr gehandelte Werte.

Fast alle Daten, die sie für einen groben Überblick benötigen, aber auch einige Daten für eine genauere Untersuchung, finden sie in diesem Standardwerk. (Leider fehlt die für uns so interessante Angabe über den Buchwert pro Aktie; dazu müssen die größeren Standard & Poor’s-Ausgaben herangezogen werden.)

Im Stock Guide findet der Anleger Daten, die, sofern vorrätig, bis ins Jahr 1936 zurückreichen. Man findet Papiere vor, deren Kurs heute zweitausendfach so hoch ist wie 230 **Intelligent investieren**

damals. (IBM hat sich in der gleichen Periode nur ver-33facht!) Man findet Aktien, die von 3/8 bis auf 68 gestiegen sind, um dann wieder auf 3 zurückzufallen.

Ein Unternehmen wird sogar aufgeführt, das seit 1791

Dividenden zahlt, die Industrial National Bank of Rhode Island! Wenn man sich den Stock Guide von Ende 1969

ansieht, findet man, daß die Penn Central Corp. (Nachfolge-rin der Pennsylvania Railroad) kontinuierlich Dividenden seit 1848 gezahlt hat. Aber einige Monate später war das Unternehmen bankrott.

Man findet Unternehmen, die nur mit dem zweifachen Kurs-Gewinn-Verhältnis bewertet werden, und andere mit einem Kurs-Gewinn-Verhältnis von 99. (Kurs-Gewinn-Verhältnisse über 99 werden nicht aufgeführt, da sie meist auf einem nur nominalen Gewinn beruhen und nichts Sinnvolles mehr aussagen.)

In den meisten Fällen wird der Anleger aus dem Namen der Gesellschaft kaum mehr auf die Tätigkeit schließen können, es sei denn, es handelt sich gerade um US Steel. Aber für eine solche Gesellschaft findet er gleich drei mit Namen wie ITI Corp. (Backwaren) oder Santa Fe Industries (Eisenbahngesellschaft).

Die Daten erzählen sehr viel über die Kursverläufe, Dividendenentwicklungen, Veränderungen in der finanziellen Position von Unternehmen, Fusionen etc. Man findet die absonderlichsten Unternehmensentwicklungen.

Der Guide zeigt in einer separaten Spalte Dividendenrenditen und Kurs-Gewinn-Verhältnisse auf Basis der letzten zwölf Monate auf.

Aktien für den aggressiven Anleger

231

Aktien herausfiltern anhand des Stock Guide Nehmen wir an, wir suchen erst einmal einen ersten Indikator dafür, daß eine Aktie billig ist. Als erster Indikator erscheint uns dafür das Kurs-Gewinn-Verhältnis sinnvoll zu sein. Wir stellen daher eine Liste von Aktien zusammen, die Ende 1970

ein Kurs-Gewinn-Verhältnis von maximal neun aufwiesen.

Zum Beispiel suchen wir in alphabetischer Reihenfolge die ersten 20 Papiere heraus, die diesen Erfordernissen entsprechen. Die erste Gesellschaft ist das an sechster Stelle aufgeführte Unternehmen, die Aberdeen Mfg. Co., die zum Jahresende einen Kurs von 10 1/4 aufwies bzw. mit dem Neun-fachen des letzten ausgewiesenen Gewinns von 1,25 Dollar pro Aktie bewertet wurde. Auf Platz 20 erscheint American Maize Products, die mit 9 1/2 Dollar zum Jahresende schloß; auch mit einem Kurs-Gewinn-Verhältnis von neun.

Bevor wir weitere Untersuchungen anstellen, einige Bemerkungen. Unsere Liste repräsentiert 10 Prozent der 200

untersuchten Werte. Auf dieser Basis müßten im Guide etwa 450 Aktien mit einem Kurs-Gewinn-Verhältnis von unter 10

zu finden sein. Wir haben damit ein weites Feld für weitere Selektionen.

Nun setzen wir weitere Kriterien, die zwar nicht zu eng sind, aber doch die Anzahl der möglichen Kaufkandidaten erheblich herabsetzen.

1. Finanzstruktur: Umlaufvermögen mindestens 1 1/2 mal so groß wie kurzfristige Verbindlichkeiten; gesamte Verbindlichkeiten nicht mehr als 110 % des Nettoumlaufvermögens.

2. Gewinnstabilität: Kein Defizit innerhalb der letzten fünf Jahre.

3. Dividende: Dividenden sollten im Moment gezahlt werden.

4. Gewinnwachstum: Der Gewinn des letzten Jahres sollte über dem des Jahres 1966 liegen.

5. Kurs: weniger als 120 % des Buchwertes.

Wenn wir diese zusätzlichen fünf Kriterien auf unsere Werte anwenden, reduziert sich die Auswahl bereits auf fünf.

Wenn wir unsere sechs Anlagekriterien alphabetisch weiter auf die Werte im Guide anwenden, erhalten wir nach einiger Zeit 15 Papiere, die für die Zusammenstellung eines Wertpapierdepots ausreichen. Sie finden diese Papiere in Tabelle 15-1.

Tatsächlich hat der Anleger noch eine wesentlich größere Auswahl. Von allen 4500 Gesellschaften im Guide dürften wahrscheinlich 150 unsere Kriterien erfüllen können. Der aggressive Anleger könnte nun weiter fortfahren, neue Restriktionen festzusetzen, bis er genau die von ihm gewünschte Anzahl von, sagen wir, fünfzehn Werten erhält.

Der Stock Guide enthält einen Bewertungsmaßstab für Gewinne und Dividenden der einzelnen Werte, den wir auch in unserer Tabelle 15-1 aufgeführt haben. Zehn der 15 Papiere werden mit B+ bewertet (durchschnittlich) und ein Unternehmen (American Maize) weist sogar die Bewertung A auf. Wenn unser Anleger als siebtes restriktives Kriterium noch hinzufügen würde, daß nur Werte zur Auswahl stehen, die von Standard & Poor's als durchschnittlich oder besser angesehen werden, würde er vermutlich immer noch 100

Werte (von 4500) zur Auswahl haben.

Einzelkriterien zur Auswahl von Aktien Nun könnte der Anleger fragen, ob man es sich nicht dadurch einfacher machen könnte und ob man nicht dadurch ein überdurchschnittliches Ergebnis erzielen könnte, daß man sich auf **Aktien für den aggressiven Anleger**

ein einziges Anlagekriterium stützt, wie zum Beispiel auf Werte mit niedrigem KGV, hoher Dividendenrendite oder hohem Buchwert im Verhältnis zum Kurs.

Zwei Methoden, die ein dauerhaft überdurchschnittliches Ergebnis brachten, beinhalteten, wie wir oben anführten, a) den Kauf von Aktien prominenter Unternehmen mit niedrigem KGV, und b) die Auswahl von Gesellschaften, die unter ihrem Nettoumlaufvermögen notierten.

Allerdings müssen wir darauf hinweisen, daß eine Auswahl der Unternehmen mit niedrigem KGV trotz der guten Erfolge in der Vergangenheit in allerjüngster Zeit nicht mehr von Erfolg gekrönt war. In der Zeit von 1968 bis 1971 waren die Ergebnisse keinesfalls zufriedenstellend. Die zweite Strategie war erfolgreicher, allerdings wiesen wir bereits in den vergangenen Kapiteln darauf hin, daß die Anzahl der Möglichkeiten in den letzten Jahren kontinuierlich abgenommen hat.

Welche anderen einzelnen Kriterien bieten sich noch an?

Wir haben eine Reihe von Experimenten unternommen, die alle auf einem einzigen Kriterium basierten. Die dazu notwendigen Daten entnahmen wir dem Stock-Guide. In allen Fällen nahmen wir an, daß ein Portefeuille von 30 Werten am Ende des Jahres 1968 zusammengestellt und am 30. Juni 1971

bewertet wurde.

Die einzelnen Kriterien, nach denen wir die Untersuchung vornahmen, waren:

1. ein niedriges KGV auf Basis der letzten Gewinne (nicht beschränkt auf prominente Unternehmen), 2. hohe Dividendenrendite,

3. Zeitraum ununterbrochener Dividendenzahlungen (je länger, desto besser),

4. Größe des Unternehmens nach Anzahl der ausgegebenen Aktien,

5. Finanzstruktur,

6. niedriger optischer Kurs,

7. niedriger Kurs im Verhältnis zum historischen Höchstkurs,

8. hohe Qualität nach den Bewertungskennziffern von Standard & Poor’s.

Sie werden festgestellt haben, daß der Stock Guide zumindest ein Datum zu jedem dieser Kriterien enthält.

Die Ergebnisse unserer Portefeuilles, die nach einem einzigen Kriterium ausgesucht waren, sahen enttäuschend aus: Während in der Zeit von Ende 1968 bis 30. Juni 1971 der S & P Composite praktisch keine Veränderung zeigte und der Dow Jones einen Rückgang von 5 % aufwies, gab es nur drei Portefeuilles, die eine positive Veränderung aufwiesen: 1. Werte mit den höchsten Bewertungskennziffern (A+), (Anstieg 9 1/2 %),

2. Aktien von Unternehmen mit mehr als 50 Mio. Stück ausgegebener Aktien (Veränderung praktisch keine gegen-

über Rückgang des Dow),

3. Erstaunlicherweise wiesen Unternehmen mit einem Kurs von über 100 Dollar pro Aktie einen Anstieg auf (+1 %).

Besonders schlecht schnitten Depots ab, die wir nach dem Zufallsprinzip zusammengestellt hatten.

Wir gingen dabei so vor, daß wir drei verschiedene Portefeuilles zu je 30 Aktien zusammenstellten, die aus Aktien bestanden, die jeweils in der ersten Reihe des Stock Guide beschrieben waren. Zwischen Ende 1968 und Mitte 1971

fielen diese Werte um 22 %! Diese Resultate zeigen unserer Meinung nach die Tatsache auf, daß in Baissemärkten insbesondere die kleineren Unternehmen dramatische Kursverluste erleiden, eben gerade die Werte, die in der Hausse am stärksten nach oben getrieben wurden.

Dann untersuchten wir Portefeuilles mit Aktien, die nach dem Kriterium Verhältnis Börsenkurs zu Buchwert zusammengestellt waren. Erstaunlicherweise stellte sich dabei heraus, daß entgegen unserer Anlagephilosophie gerade die Aktien besonders gut abschnitten, die einen großen Anteil

„Goodwill“ im Kurs enthielten bzw. weit über Buchwert notierten. Unser Depot von Goodwill-Papieren setzte sich aus Aktien von 30 Unternehmen zusammen, die alle einen Goodwill von mehr als 1 Mrd. Dollar aufwiesen und mindestens 50 % über Buchwert notierten. Ende 1968 betrug der Börsenwert dieser Unternehmen 120 Mrd. Dollar. Trotz der schon zu diesem Zeitpunkt sehr optimistischen Bewertung stieg das Portefeuille innerhalb des Untersuchungszeit-raums von 2 1/2 Jahren um 15 %!

Dieses Ergebnis sollte nicht ignoriert werden. Es ist klar, daß das Publikum besonders Werte beachtet, die eine gewisse Größe erreicht haben, in den vergangenen Jahren eine ausgezeichnete Gewinnentwicklung aufgewiesen haben, eine weiterhin gute Entwicklung erwarten lassen und über Jahre eine gute Kursperformance aufgewiesen haben. Auch wenn der Kurs nach unseren quantitativen Bewertungskriterien heillos überzogen erscheint, kann sich der Kursantieg bei derartigen Papieren noch einige Zeit fortsetzen. (Natürlich galt dieses erstaunliche Ergebnis nicht für alle Papiere des Depots; IBM wies z. B. einen, wenn auch geringfügigen, Rückgang innerhalb dieser Periode auf.)

Sicherlich, sowohl aufgrund der längerfristigen als auch der kurzfristigen Entwicklung müßte man diese Goodwill-Giganten zum Kauf empfehlen können. Wir bleiben allerdings bei unserer Meinung, daß es sinnvoller ist, Papiere aufgrund günstiger Anlagekriterien zu kaufen, die nicht mehr als 50 % über Buchwert notieren, als diese hoch-bewerteten Goodwill-Giganten zu erwerben.

Aktien für den aggressiven Anleger

Die Untersuchungen ergaben weiterhin, daß Zusammenstellungen von Papieren, die nach unseren Einzelkriterien ausgesucht wurden, besser abschnitten als Papiere, die nach dem Gegensatz dieser Einzelkriterien zusammengesetzt wurden. Zum Beispiel hatten Unternehmen mit einem niedrigen KGV einen geringeren Kursrückgang als Unternehmen mit einem hohen KGV; Aktien von

Gesellschaften, die seit sehr langer Zeit ununterbrochen Dividenden zahlten, wiesen einen geringeren Kursverlust auf als Papiere, die Ende 1968 keine Dividende zahlten. Insofern zeigte dieses Ergebnis, daß unsere Liste sinnvolle Anlagekriterien aufzeigte.

Völlig unterbewertete Aktien

Wir hatten bei unseren verschiedenen Testreihen keine Papiere aufgeführt, die unter dem Nettoumlaufvermögen notierten, und zwar ganz einfach deswegen, weil Ende 1968

nicht genügend Papiere existierten, die so niedrig bewertet waren. Zu den Tiefstkursen des Jahres 1970 hatte sich das Bild allerdings wesentlich geändert. Es gab eine ganze Reihe von Papieren, die dieses Kriterium erfüllten. Tabelle 15-2

führt einige auf. Unternehmen, die Verluste machten, haben wir natürlich nicht berücksichtigt.

Wir müssen noch einmal darauf hinweisen, daß uns das Auswahlkriterium „Nettoumlaufvermögen“ äußerst interessant erscheint. Die Resultate waren nach dieser Anlagepolitik immer hervorragend, mit Ausnahme der Jahre 1930 bis 1932!

Wenn wir uns noch einmal die Tabelle 15-2 ansehen, müssen wir uns fragen, wie es kommt, daß so bekannte Unternehmen unter dem Wert notieren, den die Bilanzen ausweisen, während andere Gesellschaften erheblich über Buchwert notieren. Namen wie Jantzen auf dem Markt für Badeanzüge und Parker auf dem Sektor Kugelschreiber

sollten doch auch einen bestimmten Goodwill haben! Aber wenn die Börse ein bestimmtes Papier nicht mag, zählen nicht nur weltberühmte Namen nicht mehr, sondern auch Grundstücke und Gebäude sowie Anlagen werden plötzlich mit Null bewertet. Man kann diese Börsenbewertung im Grunde nicht verstehen, aber sie bietet gute Möglichkeiten für unsere Anlagestrategie.

Aber kann man mit diesen Papieren wirklich Geld machen, wird uns der Leser fragen. Ja, natürlich, aber nur dann, wenn man eine genügende Anzahl dieser Papiere findet, und wenn man nicht sofort die Geduld verliert, wenn die Aktien nicht schon einige Zeit nach dem Kauf zu steigen beginnen! Manchmal wird das lange Warten und die Geduld fürstlich belohnt. Wir erinnern nur an Burton-Dixie Corp., deren Aktien im März 1964 bei einem Wert des Nettoumlaufvermögens pro Aktie von 30 und einem Buchwert von 50 bei 20 notierten. Drei Jahre später, im August 1970, bot man den Aktionären 53 3/4 Dollar für ihre Aktien, sogar etwas über Buchwert. Ein geduldiger Anleger, der die Papiere zu 20 erworben hatte, konnte nach 3 1/2 jährigem Warten einen Gewinn von 165 % einstreichen, oder eine jährliche Verzinsung von 47 %. Die meisten unserer Engagements **Aktien für den aggressiven Anleger**

brauchten nicht so lange, bis sie die in sie gesetzten Erwartungen erfüllten, dafür waren die Gewinne allerdings auch längst nicht so groß.

Spezial-Situationen

Sehen wir uns kurz dieses sehr interessante Gebiet an. Wir werden an dieser Stelle einige Beispiele aufführen und entwickeln.

Zu Beginn 1971 gab es folgende sehr interessante Möglichkeiten:

Fall 1

Übernahmeangebot von Kayser Roth an Borden. Im Januar 1971 kündigte Borden an, daß es Kayser Roth im Austausch von 11/3 eigener Aktien gegen 1 Aktie von Kayser erwerben wolle. Am nächsten Tag stand der Kurs von Borden bei 26

und der von Roth bei 28. Wenn der Anleger an diesem Tag 300 Stück Kayser-Roth-Aktien gekauft und im gleichen Atemzug 400 Borden-Aktien verkauft hätte, und das Übernahmeangebot

angenommen worden wäre, hätte der Anleger 24 % auf seine Einstandskosten abzüglich Provisionen verdient. Wenn er im Endeffekt ein halbes Jahr hätte warten müssen, bis die ganze Transaktion abgeschlossen worden wäre, hätte er auf Jahresbasis etwa 40 % verdient.

Fall 2

Im November 1970 machte National Biscuit ein Übernahmeangebot für die Aktien von Aurora Plastic zum Kurs von 11 $

in bar. Die Aktie notierte bei 8 1/2 und stieg bis Jahresende auf 9. Der mögliche Gewinn betrug zu Anfang 25 %.

Fall 3

Die Gesellschaft Universal-Marion Corp., die ihre Geschäftstätigkeit eingestellt hatte, kündigte eine Liquidation des Unternehmens an. Das Management wies darauf hin, daß der Buchwert der Gesellschaft 281/2 Dollar pro Aktie betrage.

Der größte Teil des Vermögens bestand aus liquiden Mitteln.

Der letzte Kurs betrug 211/2 zum Jahresende 1970. Der mögliche Gewinn bei Realisierung des Buchwertes hätte 30 %

betragen.

Wenn Anlagestrategien dieser Art eine Rendite von 20 %

oder mehr versprechen, und es genug Möglichkeiten dieser Art gibt, um das Risiko breit genug zu streuen, dürfte dieses Gebiet zu den rentabelsten Anlagegebieten gehören.

Da allerdings das Gebiet der „Spezialsituationen“ äußerst schwierig ist, können wir in diesem Buch nicht auf alle Einzelheiten eingehen.

Dazu ist die Materie zu kompliziert. Es würde sich lohnen, hierüber ein spezielles Buch zu schreiben, so umfangreich ist dieses Thema.

Wir wollen in diesem Zusammenhang nur auf zwei gegenläufige Faktoren hinweisen, die in den vergangenen Jahren an Bedeutung gewonnen haben. Da ist einmal die Tatsache, daß die Anzahl der Fusionen enorm zugenommen hat, die man für eine spezielle Anlagestrategie hätte ausnutzen können. Diese Entwicklung resultiert aus dem enorm gestiegenen Bedürfnis der Unternehmen, das Risiko durch Diversifikation zu streuen. 1970 betrug die Anzahl der

„Übernahmeangebote“ etwa 5000.

Allerdings waren nur wenige dieser „Übernahmeangebote“ für die Konstruktion von Spezialsituationen geeignet.

Aber die Anzahl reichte immer noch.

Dagegen nahm aber auch die Anzahl der Übernahmen, die nicht durchgeführt werden konnten, sei es aus rechtlichen Gründen oder weil die Aktionäre nicht zustimmen, noch stärker zu. In diesem Fall kann man natürlich aus einer **Aktien für den aggressiven Anleger**

241

Spezialsituation keinen Gewinn ziehen, sondern erleidet regelmäßig einen nicht unbedeutenden Verlust. Der Erfolg des Anlegers, der sich auf Spezialsituationen konzentriert, besteht nun darin, die möglichen Fusionen von den weniger wahrscheinlichen oder undurchführbaren zu unterscheiden.

Noch einige Kommentare zu den oben

aufgeführten Beispielen

Kayser Roth: Das Management von Kayser wies den Vorschlag von Borden zurück. Wenn der Anleger sofort nach dieser Meldung Kasse

gemacht hätte, hätte sein Verlust nur 12 % auf das eingesetzte Kapital betragen.

Aurora Plastics: Aufgrund der relativ ungünstigen Entwicklung der Gesellschaft in 1970 wurde das Übernahmeangebot revidiert. Der Übernahmekurs wurde auf 10 1/2

Dollar festgesetzt. Dieser Betrag wurde im Mai gezahlt. Auf Jahresbasis errechnete sich immer noch eine Rendite von 25 %.

Universal-Marion. Die Gesellschaft zahlte sofort 7 Dollar in bar und in Aktien aus, so daß das gebundene Kapital des Anlegers noch 14 1/2 Dollar betragen hätte. Allerdings fiel die Aktie bis auf 13 Dollar, da es Zweifel über das endgültige Liquidationsergebnis gab.

Wenn man annimmt, daß das Gesamtergebnis repräsentativ für diese Art von Spezialoperationen ist, dann wird sehr schnell klar, daß man sich heute an solchen Operationen nicht mehr nach dem Zufallsprinzip beteiligen kann. Auf diesem Gebiet muß man heute schon Spezialist sein, um ein überdurchschnittliches Ergebnis zu erzielen.

KAPITEL

16

Wandelanleihen und Optionsscheine

Wandelanleihen und Optionsanleihen haben in den letzten Jahren bei der Unternehmensfinanzierung erheblich an Bedeutung gewonnen. Das gleiche gilt auch für Vorzugsaktien, die mit einem Wandlungsrecht in Stammaktien ausgestattet sind.

Im Stock Guide haben heute mehr als 50 % der Vorzüge ein Wandlungsrecht, und das gleiche gilt für Anleihen, die zwischen 1968 und 1970 emittiert wurden. Allein an der American Stock Exchange werden heute Warrants (Optionsscheine) von über 60 Unternehmen gehandelt. 1970 wurde zum ersten Mal in der

Geschichte der New York Stock Exchange eine Optionsanleihe amtlich notiert, die Optionsanleihe bzw. die Warrants der American Tel & Tel. Die Warrants verbriefen das Recht, 31,4 Mio. Aktien von American Tel & Tel zum Kurs von je 52 Dollar zu kaufen.

Eine wesentlich größere Bedeutung haben Wandelanleihen, und wir werden sie daher zuerst behandeln. Zwei Aspekte vom Standpunkt des Anlegers müssen untersucht werden. Erstens, welche Bedeutung haben sie als Anlagemedien, und wie groß sind die Risiken? Zweitens, wie beeinflussen sie den Wert der Aktien? Man preist die Wandelanleihen als Finanzierungsmedien an, die für den Anleger wie für den Emittenten gleichermaßen von Interesse seien. Der Anleger habe die größere Sicherheit einer Schuldverschreibung und außerdem noch die Chance, bei einem stärkeren 244

Kursanstieg der Aktie Kursgewinne einzustreichen. Der Emittent habe die Chance, Kapital zu niedrigeren Zinssätzen als üblich aufzunehmen und außerdem bei einem Kursanstieg die Möglichkeit, diese Schulden in Eigenkapital umzuwandeln. Damit hätten beide Seiten erhebliche Vorteile. Diese Äußerungen müssen den wahren Sachverhalt doch etwas falsch darstellen, denn ein Finanzierungsinstrument, bei dem beide Seiten so überaus günstiger als vorher dastehen, erscheint doch sehr unwahrscheinlich. Als Ausgleich für das Wandlungsrecht akzeptiert der Anleger im allgemeinen entweder eine niedrigere Rendite oder eine schlechtere Anleihequalität.

Umgekehrt, wenn die Gesellschaft sich den Vorteil niedrigerer Zinsen durch die Wandelanleihe verschafft, so gibt sie doch einen Teil des zukünftigen Gewinnanspruchs zu Lasten der alten Aktionäre auf.

Wir können also im Grunde nur sagen, daß die Wandelanleihe im Grunde weder für den Emittenten noch für den Anleger vorteilhafter oder von Nachteil gegenüber anderen Anlagemedien ist. Die Attraktivität dieses Papiers kann man nur im individuellen Fall ermessen.

Allerdings müssen wir darauf hinweisen, daß Wandelanleihen, die am Ende einer Hausse emittiert werden, sich normalerweise recht unvorteilhaft für den Anleger entwickeln. (Leider werden die meisten Wandelanleihen zu einem solchen Zeitpunkt emittiert.) Die negativen Konsequenzen ergeben sich meist schon aus dem unglücklichen Timing, denn ein starker Kursrückschlag muß das Konversionsrecht wesentlich unattraktiver machen.

Als Beispiel zeigen wir auf der folgenden Tabelle die relative Kursentwicklung von Wandelanleihen und nichtkonver-tierbaren Anleihen bzw. Vorzugsaktien, die im Jahre 1946

emittiert wurden. 1946 war das letzte Jahr einer Haussebörse vor der generellen Aufwärtsentwicklung seit 1949.

Ein Vergleich mit der Entwicklung zwischen 1967 und 1970 ist besonders deswegen so schwierig, weil es in diesen Jahren so gut wie keine Neuemissionen von nichtkonvertier-baren Anleihen gab. Aber man kann sehr leicht die Entwicklung von Wandelanleihen mit Aktien vergleichen und darauf hinweisen, daß, während Aktien nur einen Rückgang von 5% aufwiesen, Wandelanleihen im Durchschnitt wesentlich stärkere Verluste erlitten.

Wandelanleihen wiesen auch zwischen 1968 und 1970 ein wesentlich schlechteres Ergebnis auf als Vorzugsaktien aus älteren Emissionen (siehe auch Tab. 16-2).

Diese Vergleiche deuten darauf hin, daß Wandelanleihen im allgemeinen von Aktiengesellschaften emittiert werden, die eine schlechte Performance aufweisen, und außerdem, daß Wandelanleihen ein größeres Kursrisiko als normale Anleihen aufweisen.

Natürlich stimmt diese Betrachtung nicht für sämtliche Wandelanleihen. So wandten gerade zwischen 1968 und 1969 eine ganze Reihe von hervorragenden Aktiengesellschaften die Wandelanleihe als Finanzierungsinstrument an, und zwar überwiegend deswegen, um nicht die damals für extrem hoch gehaltenen Zinssätze zahlen zu müssen.

Aber es ist bezeichnend, daß von den aufgeführten 20

Wandelanleihen nur eine einzige einen Kursanstieg aufwies, während alle anderen erhebliche Kursverluste aufwiesen.

Die Schlußfolgerung aus dieser Untersuchung kann nicht darauf hinauslaufen, daß Wandelanleihen generell uninteressanter als normale Anleihen sind. Unter der Voraussetzung, daß alle anderen Dinge gleich sind, müßte man sogar zu einer umgekehrten Schlußfolgerung kommen. Aber in der Praxis sind die Voraussetzungen eben doch im allgemeinen nicht gleich.

Natürlich, eine Wandelanleihe ist sicherer als eine Aktie.

Das gleiche gilt für eine wandelbare Vorzugsaktie. Beide Papiere haben im Verhältnis zur Aktie vorrangige Ansprüche im Konkursfall. Konsequenterweise handelt derjenige richtig, der Wandelanleihen Aktien gegenüber bevorzugt. Aber in vielen Fällen wäre es sinnvoller gewesen, die Aktien erst gar nicht zu kaufen. Und die Substitution von Aktie durch Wandelanleihe ist somit auch nicht interessant.

Zusätzlich erwarben in der Vergangenheit gerade diejenigen Anleger bevorzugt Wandelanleihen, die sich bisher kaum mit Aktien befaßt hatten und über diesen Umweg erste Erfahrungen mit Aktien machen wollten. Teilweise machten diese Anleger sogar gute Erfahrungen, allerdings scheinen **Wandelanleihen und Optionsscheine**

sie nach den Statistiken in der Mehrzahl der Fälle nicht gut abgeschnitten zu haben.

Der Besitz von Wandelanleihen bringt den Anleger oft in größere Schwierigkeiten; auch dann, wenn er bereits einen Gewinn erzielt hat. Sollte er bereits bei einem geringen Kursanstieg verkaufen? Oder sollte er auf einen größeren Kursanstieg warten? Wenn die Wandelanleihe gekündigt wird, was oft nach einem starken Kursanstieg vorkommt, soll er dann wandeln und die Aktie behalten?

Gehen wir einmal von einem konkreten Fall aus. Sie kaufen eine 6prozentige Wandelanleihe zu 100, die in eine Aktie zum Kurs von 25 wandelbar ist, bzw. für Ihre Wandelanleihe, die 1000 Dollar gekostet hat, bekommen sie 40 Aktien.

Die Aktie steigt auf 30 Dollar, so daß die Anleihe jetzt mindestens 120 wert ist, ihr Börsenkurs, sagen wir, beträgt dann 125 Dollar. Was sollen sie nun machen, halten oder verkaufen? Wenn die Aktie weiter steigt, befinden sie sich als Wan-delanleihebesitzer in der gleichen Position wie der Aktionär.

Wenn die Aktie fällt, wird die Anleihe im gleichen Ausmaß fallen.

Ein konservativer Anleger würde jetzt sagen: „25 %

Gewinn reichen mir. Das Engagement über 125 ist zu spekulativ.“ So weit, so gut. Nach dem Verkauf der Wandelanleihe sieht der ehemalige Wandelobligationär, daß die Wandelanleihe weitere, erhebliche Kurssprünge macht. Er bedauert seinen „voreiligen“ Verkauf und nimmt sich vor, es beim nächsten Mal besser zu machen. Er wartet beim nächsten Mal länger und beschließt, erst bei 150 oder 200 zu verkaufen. Der Kurs steigt auf 140, der Anleger verkauft sein Papier nicht. Dann beginnt die Anleihe stärker zu fallen und landet am Ende bei 80. Wieder hat es der Anleger falsch gemacht.

Nun, es gibt guten Grund, generell eine Strategie zu empfehlen, die darauf hinausläuft, Wandelanleihen nur bis 125

zu halten und sie dann zu verkaufen. Aber da, wie wir vor-248

her gesehen haben, ein großer Teil der Wandelanleihen in der Endphase einer Hausse emittiert wird, kann es sein, daß eine Reihe von Papieren niemals die Marke 125 erreichen wird.

Obwohl somit ein Engagement in Wandelanleihen nicht generell uninteressant erscheint, muß aufgrund der praktischen Erfahrung doch von einem Engagement abgeraten werden.

Wegen des besonders langanhaltenden Haussemarktes von 1950 bis 1968 war die Performance der Wandelanleihen über einen sehr langen Zeitraum gesehen nicht unbefriedigend. Aber diese Entwicklung ergab sich nur aufgrund der Tatsache, daß die Mehrzahl der Stammaktien eine überdurchschnittliche Entwicklung aufwies. Die Attraktivität von Wandelanleihen kann nur in Baissemärkten getestet werden, und hier waren die Ergebnisse immer enttäuschend.

Unsere Erfahrung mit einer speziellen Wandelanleihe vor 1949 sei hier noch aufgeführt. Wir waren Mitglied einer speziellen Anlegergruppe, die am „Private Offering“ einer 4 1/2 prozentigen Wandelanleihe von Eversharp Co. teilnahm.

Der Emissionskurs betrug 100. Die Anleihe war zu 40 Dollar in Aktien der Eversharp konvertierbar.

Der Kurs der Aktie stieg kurz nach der Emission rapide auf 65 an. Dann verbesserte er sich weiter auf 88 Dollar. Zu diesem Aktienkurs betrug der Wert der Wandelanleihe nicht weniger als 220 Dollar. Dann wurden die Anleihen gekündigt, und jedermann tauschte in Aktien um. Ein großer Teil der Anleger behielt diese Aktien. Dann begann ein sehr starker Kurszusammenbruch, und im März 1948 stand die Aktie bei 7 3/8. Der Wert der früheren Wandelanleihen war damit auf 27 gefallen. Anstelle eines Gewinns von über 100 % war ein Verlust von 75 % erwirtschaftet worden.

Das Problem liegt darin, daß tatsächlich einige der ursprünglichen Erwerber der Wandelanleihen die umge-Wandelanleihen und Optionsscheine

tauschten Aktien über die ganze Baisseperiode hinweg hielten. Damit verstießen sie gegen eine alte Wall-Street-Regel, die besagt: „Tausche niemals eine Wandelanleihe um.“

Warum? Nun, in dem Moment, in dem Sie in die Wandelanleihe wandeln, verlieren Sie eine strategische Position. Sie hatten vorher eine gewisse Kursabsicherung; nun verwan-deln Sie Ihre Position von der eines Anlegers in die eines Spekulanten, und zwar gerade zu einem ungünstigen Zeitpunkt, denn die Aktie hat ja gerade einen dramatischen Kursanstieg aufgewiesen.

Unsere generelle Ansicht zu Wandelanleihen ist von starkem Mißtrauen geprägt. Wir meinen, daß der Anleger gerade bei Wandelanleihen zweimal hinschauen sollte, bevor er derartige Papiere erwirbt. Nachdem er wie wir von so starkem Mißtrauen geprägt ist, wird er sicherlich die eine oder die andere Wandelschuldverschreibung finden, die für ihn interessant ist. Die ideale Kombination besteht dann, wenn die Aktie, in die die Wandelanleihe konvertierbar ist, selbst äußerst interessant ist, die Wandelobligation gut gesichert ist und der Kurs, zu dem in die Aktie getauscht werden kann, nur wenig über dem augenblicklichen Börsenkurs der Aktie liegt.

Bei Neuemissionen sind diese Verhältnisse allerdings nur äußerst selten zu finden. Eher schon bei älteren Emissionen.

Interessant ist die langjährige Emissionspraxis der American Tel & Tel. Zwischen 1913 und 1957 emittierte die Gesellschaft nicht weniger als neun verschiedene Wandelanleihen, die meisten mit Bezugsrecht der Altaktionäre. Über die Wandelanleihen erreichte die Gesellschaft den Effekt, daß sich mehr Zeichner fanden, als wenn nur Stammaktien angeboten worden wären. So war eine ganze

Reihe von institutionellen Anlegern nur bereit, Obligationen zu erwerben, da sie entweder grundsätzlich nicht zum Erwerb von Aktien bereit waren oder ihnen der Kauf von Aktien sogar verboten war.

Die Rendite der Anleihen lag im allgemeinen deutlich unter 250

der Rendite der Stammaktien, etwa 50 % im Durchschnitt.

Diese erstaunliche Situation wurde auf die größeren Ansprüche der Anleihegläubiger im Falle einer Liquidation zurückgeführt. Da die Gesellschaft ihre Dividende von 9

Dollar pro Aktie über 40 Jahre lang aufrechterhielt (bis zum Stock Split in 1959), wurden fast alle Wandelschuldver-schreibungen umgewandelt. Damit sind die Besitzer von Wandelanleihen der AT & T sehr gut gefahren, allerdings nicht so gut, als wenn sie die Stammaktien selbst erworben hätten.

Diese Entwicklung bestätigt die finanzielle Stabilität von AT & T, keinesfalls die relative Attraktivität von Wandel-schuldverschreibungen. Um deren Entwicklung als „gut“ zu kennzeichnen, müßten wir über eine Reihe von Fällen verfü-

gen, in denen sich die Wandelanleihen hervorragend hielten, obwohl die Aktien eine äußerst unbefriedigende Entwicklung zeigten. Solche Fälle sind nur schwer zu finden.

Der Effekt von Wandelanleihen auf den

Status der Stammaktien

In einer Reihe von Fällen wurden Wandelanleihen im Zusammenhang mit Übernahmeangeboten emittiert. Eine der bekanntesten Transaktionen war die Emission der NVF

Corp. über beinahe 100 000 000 Dollar fünfprozentiger Wandelanleihen (mit Warrants) im Austausch gegen fast das ganze Grundkapital der Sharon Steel Corp. Typischerweise ergab sich aufgrund dieser Transaktion ein Anstieg des Gewinns pro Aktie. Die Aktien stiegen wegen des deutlichen Gewinnanstiegs, aber auch deswegen, weil das Management seine Fähigkeit demonstriert hatte, außerordentliche Erträge für die Aktionäre zu erwirtschaften. Doch dabei werden meist einige Faktoren völlig übersehen. Der eine liegt darin, **Wandelanleihen und Optionsscheine**

daß man oft die Verwässerung völlig vergißt, die aus der kontinuierlichen Umwandlung von Wandelschuldverschrei-bungen in Stammaktien herrührt. Diese Verwässerung kann man exakt berechnen, indem man den Gewinn pro Aktie so berechnet, als ob alle ausstehenden Wandelanleihen und Wandelvorzugsaktien in Stammaktien umgewandelt wären.

Bei der Mehrzahl der Unternehmen ist die Gewinnverwässerung sehr gering. Aber es gibt eine ganze Reihe von Unternehmen, bei denen das Gewinnbild durch den Verwässe-rungsfaktor erheblich verändert wird.

Tabelle 16 - 3. Gesellschaften, die Warrants und wandelbare Papiere in erheblichem Umfang ausgegeben hatten (Aktien in Tsd. St ck)
Stammaktien

zus tzliche Stammaktien,

(bedingtes Kapital) wandelbar von

Anleihen

Vorzugs-

Warrants

Bedingtes

aktien

Kapital

insgesamt

Avco Corp.

11,470

1,750

10,436

3,085

15,271

Gulf & Western Inc.

14,964

9,671

5,632

6,951

22,260

International Tel & Tel. 67,393

190

48,115

48,305

Ling-Tonco-Vought

4,410

1,180

685

7,564

9,429

National General

4,910

4,530

12,170

16,700

Northwest Industries

7,433

11,467

1,513

12,980

NVF Corp.

981

1,650

1,650

Rapid American

3,591

426

1,503

8,000

9,929

So waren die sogenannten „Konglomerate“ Spezialisten in der Verwendung des Finanzierungsmittels Wandelanleihen und Wandelvorzugsaktien für Übernahmen. Tabelle 16-3

zeigt einige dieser Gesellschaften auf.

Umtauschoperationen von Stammaktien

in Wandelvorzugsaktien

Vor 1959 wiesen Stammaktien jahrzehntelang eine höhere Dividendenrendite als Vorzugsaktien auf; das war beson-252

ders dann der Fall, wenn das Wandlungsrecht der Vorzugsaktien in der Nähe des Börsenkurses der Stämme lag.

Heute hat sich die Situation völlig umgekehrt. Damit ist eine ganze Reihe von wandelbaren Vorzugsaktien weitaus interessanter als die Stammaktien.

Beispiel: Typisch für diese Situation war Studebaker Wort-hington Corp. am Ende des Jahres 1970. Die Stammaktien notierten mit 57, während die Vorzugsaktien, die eine Dividende von 5 Dollar aufwiesen, mit 87 1/2 notierten. Jede Vorzugsaktie kann in 1,5 Stück Stammaktien umgetauscht werden. Der Wandlungskurs betrug damals 85 1/2 Dollar. Damit gab es eine ganz geringfügige

Wandlungsprämie. Aber die höhere Dividendenrendite sprach eindeutig für die Vorzugsaktie. Die Dividenden auf die Stammaktien betrugen 1,20

Dollar, während auf die Vorzüge 5 Dollar gezahlt wurden.

Damit wurde die geringfügige Wandlungsprämie durch die höhere Dividendenrendite mehr als wettgemacht. Aber noch entscheidender war der Vorteil, den der Aktionär durch die bevorrechtigte Position bei Ausschüttungen und Liquidationen gewinnen konnte. Bei den Tiefstkursen in 1968 und 1970

wurden die Vorzüge 15 1/2 Punkte über dem 1 1/2 fachen der Stammaktien notiert. Das Wandlungsrecht garantiert, daß die Vorzugsaktien niemals unter dem 11/2 fachen der Stämme notieren können.

Optionsscheine (Warrants)

Wir halten die in den letzten Jahren zu verzeichnende Emissionswelle von Optionsanleihen und Optionsscheinen nicht für seriös. Unserer Meinung nach sollte man den exzessiven Gebrauch von Optionsscheinen gesetzlich einschränken und auf einen kleinen Anteil des Grundkapitals einer Gesellschaft beschränken.

Als negativer Vorläufer dieser Geschichte an der Wall Street mag die American & Foreign Power Episode herangezogen werden. 1929 hatten die börsennotierten Warrants dieser Gesellschaft einen Marktwert von einer Milliarde Dollar, obwohl sie nur in einer Fußnote im Geschäftsbericht aufgeführt wurden. 1932 war diese ehemals eine Milliarde Dollar ganze 8 Mio. Dollar wert. 1952 eliminierte man die Warrants aus der Kapitalisierungsstruktur, obwohl das Unternehmen keinesfalls in Konkurs gegangen war.

Früher wurden Optionsrechte im allgemeinen nur Anleihen beigegeben. Man machte nur wenig und begrenzt Gebrauch von dieser Finanzierungsform, und so gab es so gut wie keinen Mißbrauch. Sie brachten zusammen mit einer Anleihe praktisch den gleichen Effekt wie die Finanzierungsform einer Wandelanleihe.

Wenn auch von 1920 an das Volumen deutlich anstieg, so verschwanden sie nach dem finanziellen Desaster von 1929/32 doch weitgehend von der Bildfläche.

Seit 1967 haben sich die Warrants zu einer eigenständigen Finanzierungsform entwickelt. Sie werden z. B. seit dieser Zeit exzessiv verwendet, um Kapital für Immobilienobjekte aufzunehmen.

Überlegen wir einen Moment, was bei der Ausgabe von Optionsrechten tatsächlich passiert. Normalerweise hat der Altaktionär bzw. der Eigentümer einer Stammaktie das ausschließliche Recht, bei Kapitalerhöhungen neue Aktien zu beziehen, das sogenannte Bezugsrecht. Wenn eigenständige Bezugsrechte emittiert werden, wird dem alten Aktionär ein wenn auch geringfügiger Teil seines Aktien-wertes entzogen.

Warum bildet man denn dann ein eigenständiges Optionsrecht? Einfach deswegen wohl, weil das allgemeine Publikum etwas unerfahren in Finanzierungsdingen ist. Wie sonst würden Optionsrechte und Aktien an der Börse zusammengenom-254

men höher bewertet werden als Aktien allein? Denken Sie daran, daß vor nicht allzulanger Zeit die Optionsrechte bei der Ermittlung des Gewinns pro Aktie nicht berücksichtigt wurden, und somit der Gewinn überbewertet wurde.

Die einfachste und vermutlich beste Methode, um den Effekt von Optionsrechten richtig zu bemessen, erhalten wir dann, wenn wir den Börsenwert der Optionsrechte dem Börsenwert der Aktien hinzuzählen. Dadurch erhalten wir den „wahren“ Wert pro Aktie. Wenn erhebliche Beträge an Optionsrechten im Zusammenhang mit

Anleihen emittiert wurden, bereinigen die Gesellschaften den Gewinn pro Aktie im allgemeinen auf die Weise, daß sie annehmen, daß die Erlöse, die aus der Veräußerung der Warrants stammen, dazu benutzt werden, um die damit verbundenen Anleihen zurückzuzahlen.

Tabelle 16-4 zeigt den Effekt der beiden unterschiedlichen Methoden auf den Gewinn pro Aktie bei National General in 1970.

Wandelanleihen und Optionsscheine

255

Hat die Gesellschaft Vorteile durch die Ausgabe von Warrants in der Form, daß diese ihr neues Kapital garantieren, wenn sie es benötigt? Nicht immer. Es gibt keine Möglichkeit, mit der die Gesellschaft die Inhaber von Warrants veranlassen kann, ihr Bezugsrecht auszuüben, solange es noch nicht ausläuft. In der Zwischenzeit kann die Gesellschaft nur neues Eigenkapital am Kapitalmarkt aufnehmen, indem sie den Altaktionären neue Aktien etwas unter dem Börsenkurs zum Bezug anbietet. Warrants komplizieren diese Kapitalaufnahme nur in der Form, daß man deren eigenes Bezugsrecht herabsetzen muß.

Noch einmal möchten wir hier darauf hinweisen, daß eine übermäßige Emission von Optionsrechten keinen anderen Zweck erfüllt, als imaginäre Börsenwerte zu schaffen.

Aber einmal emittiert, verzeichnen Warrants eine ähnliche oder noch interessantere Kursentwicklung als Aktien.

Beispiel: Tri-Continental Warrants, die aus dem Jahre 1929

stammen, wurden am Tiefstpunkt der Depression mit 1/32

bewertet. Von diesem Kurs aus stieg das Papier bis auf 75 3/4

im Jahre 1969. Der Anstieg machte 242 000 Prozent aus, eine astronomische Steigerung. Ein jüngstes Beispiel sind die LTV-Warrants, die im ersten Halbjahr 1971 von 2 1/2 auf 12 1/2

stiegen, um dann wieder auf 4 zurückzufallen. Ohne Zweifel, von Zeit zu Zeit kann man mit Warrants phantastische Gewinne erzielen.

Zusammenfassend können wir vielleicht sagen, daß Warrants normalerweise höher notieren, als es den Konver-sionsrechten für die relevanten Papiere entsprechen würde.

Insofern gibt es ein entscheidendes Argument dafür, eher Optionsanleihen zu emittieren als Wandelanleihen. Wenn der Gesamtbetrag an ausstehenden Optionsrechten sehr klein ist, gibt es auch keine so große Verwässerung, die eine ernsthafte Beeinträchtigung der Gewinne darstellen würde.

Wenn aber die Summe der emittierten Warrants im Verhältnis zum Grundkapital sehr hoch ist, haben wir doch ernsthafte Bedenken. Sinnvoller wäre es in diesem Fall, eine Kapitalerhöhung vorzunehmen.

Damit richtet sich unsere Attacke gegen den Gebrauch des Finanzierungsinstruments „Warrant“ nicht gegen seine maßvolle Verwendung im Zusammenhang mit der Ausgabe von Anleihen, sondern gegen die, wie im Falle einiger Konglomerate, übermäßige Schaffung von „Papiergeld“.

KAPITEL

17

Vier extrem lehrreiche Fallstudien

Die Geschichte der Wall Street hat eine ganze Reihe von extremen Geschehnissen aufzuweisen, die als Warnungen für den Anleger

und Spekulanten, den Fondsmanager und den Wertpapieranalytiker, den Depotverwalter und den Trust Manager gelten können.

Penn Central Co.: Ein extremes Beispiel für die Vernachläs-sigung der Warnsignale finanzieller Schwäche durch all diejenigen, die Anleihen oder Aktien dieser Gesellschaft besaßen. Die Gesellschaft wies einen lächerlich hohen Kurs auf.

Ling-Temco-Vought Inc.: Ein extremes Beispiel für den allzu raschen Aufbau eines „Finanzimperiums“, wobei der endgültige Kollaps praktisch eingebaut war, aber gefördert durch kritiklose Kreditvergabe.

NVF Corp.: Ein extremes Beispiel für den Erwerb eines siebenmal größeren Unternehmens durch eine kleinere Gesellschaft, ermöglicht durch übermäßige Verschuldung und Manipulationen der Bilanzen.

AAA Enterprises: Ein extremes Beispiel für die Aktienemission einer kleinen Gesellschaft. Der Wert des Unternehmens basierte auf nichts mehr als dem magischen Wort

„Franchising“, wobei ein bedeutendes Brokerhaus Hilfestellung leistete. Innerhalb von zwei Jahren totaler Zusammenbruch, nachdem sich der Emissionskurs erst einmal verdoppelt hatte.

Der Fall Penn Central

Hierbei handelte es sich um die größte Eisenbahngesellschaft der Vereinigten Staaten. Der Bankrott im Jahre 1970

schockierte die Finanzwelt. Fast sämtliche Anleihen wurden notleidend, und zeitweise bestand die Gefahr, daß der gesamte Service eingestellt werden müßte. Sämtliche Papiere der Gesellschaft fielen drastisch. Die Stammaktie erlitt einen Kurszusammenbruch von 861/2 in 1968 auf 51/2 in 1970.

(Ohne Zweifel werden diese Aktien nach der Reorganisation verschwinden.)

Unserer Auffassung nach wurden bei der Bewertung dieser Gesellschaft die einfachsten Regeln und Tests der Finanz-analyse nicht beachtet. Lange vor dem Konkurs hätte man an relativ einfachen Kennziffern schon erkennen können, daß zumindest Zweifel an der Gesellschaft angebracht waren.

1. Im Bond Guide wurde 1967 und 1968 genau ausgewiesen, daß die Zinsdeckung der Anleihen nur 1,91 bzw. 1,98

betrug. Die Mindestdeckung, die wir in unserem Buch

„Security Analysis“ empfahlen, liegt bei Eisenbahnobligationen vor Steuern bei dem 5fachen und nach Steuern beim 2,9fachen. Soweit wir wissen, wurden diese Standards niemals von irgend jemandem in Zweifel gezogen.

Auf Basis der Gewinne pro Aktie nach Steuern erfüllte dieses Unternehmen unsere Bedingungen nicht. Aber auch vor Steuern wurden unsere Relationen nicht eingehalten. Bereits seit elf Jahren hatte das Unternehmen keine Steuern gezahlt; somit lagen auch die Relationen vor Steuern mit weniger als dem Zweifachen weit unter unseren Anforderungen von 5!

2. Die Tatsache, daß die Gesellschaft schon seit elf Jahren keine Steuern zahlte, hätte zumindest Zweifel an dem ausgewiesenen „Gewinn“ wecken müssen.

Vier extrem lehrreiche Fallstudien

3. Man hätte die Anleihen der Gesellschaft im Jahre 1968

ohne Verlust an Einkommen oder Kurs gegen besser abge-sicherte Papiere eintauschen können. Zum Beispiel: 1969

notierten die 4prozentigen Pennsylvania RR, Fälligkeit 1994, zwischen 61 und 74 1/2, während der Kurs der Pennsylvania Electric Co., 4 3/8 prozentige Anleihe, Fälligkeit 1994, zwischen 64 1/4 und 72 1/4 schwankte.

Das Energieversorgungsunternehmen wies einen Zinsdeckungsgrad vor Steuern von 4,2 auf gegenüber 1 ,98 bei Penn Central. Ein Umtausch hätte sich damit auf jeden Fall gelohnt, und er hätte den Inhaber der Penn-Central-Obligationen vor immensen Verlusten bewahrt.

(Ende 1970 war die 4 1/4 prozentige Anleihe der Penn Central notleidend und notierte nur mit 18 1/2, während die Anleihe des Versorgungsunternehmens mit 66 1/2 bezahlt wurde.)

4. Der Gewinn pro Aktie, den Penn Central im Jahre 1968

veröffentlichte, lag bei 3,80 Dollar. Damit wies das Unternehmen ein Kurs-Gewinn-Verhältnis von 24 auf. Aber jeder Analytiker müßte sich darüber Gedanken gemacht haben, wie hoch die „tatsächlichen Gewinne“ aussehen, da das Unternehmen schon seit Jahren keine Steuern mehr zahlte.

5. 1966 hatte die gerade fusionierte Gesellschaft Gewinne von 6,80 Dollar veröffentlicht. Daraufhin stieg der Kurs auf 86 1/2. Das ergab eine Bewertung für das Unternehmen von mehr als zwei Mrd. Dollar. Aber wer von den Käufern wußte schon, daß diese Gewinne vor außerordentlichen Aufwendungen von 12 Dollar pro Aktie für die Fusion ausgewiesen worden waren?

6. Ein Eisenbahn-Analytiker müßte schon seit längerer Zeit bemerkt haben, daß das Betriebsergebnis von Penn Central im Vergleich zu den meisten Eisenbahnen sehr schlecht aussah.

7. Daneben gab es eine ganze Reihe merkwürdiger Transaktionen und Anmerkungen in der Bilanz. Sie sind jedoch zu kompliziert, als

daß wir sie hier analysieren könnten.

Schlußfolgerung

Man kann darüber diskutieren, ob ein besseres Management die Gesellschaft hätte retten können. Aber es gibt keinen Zweifel darüber, daß jeder Wertpapieranalytiker, Fondsmanager oder Anlageberater, diese Papiere von der Anlageliste hätte streichen müssen. Moral von der Geschichte: Analytiker sollten zuerst die grundsätzlichen Untersuchungen anstellen, bevor sie sich an Prognosen und dergleichen her-anwagen!

Ling Temco Vought Inc.

Das ist eine Geschichte, die von einer „Hals-über-Kopf-Expansion“ handelt, einer riesigen Verschuldung, die in dramatischen Verlusten endete. Üblicherweise verursachte eine solche Entwicklung eines unserer „Finanz-Genies“, aber es gibt eine ganze Reihe ähnlicher Fälle, deren Ende genauso aussah.

Der Aufstieg und Fall von Ling Temco Vought kann am besten dadurch aufgezeigt werden, daß man Gewinn-und-Verlust-Rechnung sowie die Bilanzen von 1958 bis 1970 darstellt (siehe Tab. 17-1).

In der aufgeführten Tabelle sehen Sie, daß das Unternehmen im Jahre 1958 nur einen Umsatz von 7 Mio. Dollar aufwies. 1960 war das Unternehmen bereits um das Zwanzig-fache gewachsen, aber mit einem Umsatz von 132 Mio. Dollar immer noch recht klein. Dann kamen die Jahre bis 1968, in denen der Umsatz sich noch einmal verzwanzigfachte, auf **Vier extrem lehrreiche Fallstudien**

jetzt 2,8 Mrd. Dollar, wobei die Schulden von 44 Mio. Dollar auf 1,653 Mrd. Dollar anwuchsen. 1969 kamen neue Übernahmen, wobei die Schulden noch einmal stark expandierten (bis auf 1,865

Mrd.), und es traten erstmals ernsthafte Schwierigkeiten auf. Nach außerordentlichen Aufwendungen wurde über einen erheblichen Verlust berichtet; der Kurs der Aktie, der 1967 bis auf 169 1/2 Dollar gestiegen war, fiel auf 24.

Der junge Genius an der Spitze des Unternehmens wurde aller Management-Pflichten enthoben. Die Ergebnisse in 1970

sahen noch schrecklicher aus. Das Unternehmen verzeichnete einen Verlust von 70 Mio. Dollar; der Kurs der Aktien fiel bis auf 71/8, zeitweise notierte die größte Anleihe der Gesellschaft mit 15 Dollar. Die Expansionspolitik wurde in ihr Gegenteil verkehrt, verschiedene größere Beteiligungen wurden ab-gestoßen und ein großer Teil der Schulden abgebaut.

Die Fakten, die sie aus unserer Tabelle entnehmen können, sprechen eine so deutliche Sprache, daß weitere Kommentare eigentlich überflüssig sind. Trotzdem noch ein paar Bemerkungen:

1. Die Expansion der Gesellschaft verlief nicht ohne Unterbrechung. 1961 wurde ein kleines Defizit verzeichnet.

Aber man brachte alle möglichen und zu erwartenden Sonderbelastungen und Verluste in diesem negativen Jah-resergebnis unter, und konnte so im folgenden Jahr Rekordgewinnzahlen verzeichnen. Nach einem Rekord-verlust in 1961, der mit 13 Mio. Dollar extrem hochgetrie-ben wurde, war das ohne weiteres möglich.

2. Ende 1966 wurde der Buchwert mit 7,66 Dollar angege-ben. Somit notierte die Aktie in diesem Jahr zeitweise zum 22fachen des Buchwertes. Ende 1968 wies die Bilanz einen Wert von 286 Mio. Dollar für 3,8 Mio. Stück Aktien auf.

Aber wenn wir die Vorzugsaktien abziehen und den Betrag um Goodwill-Positionen und Anleihen, die unter pari standen, bereinigen, ergaben sich praktisch nur 13

Mio. Dollar auf die Stammaktien. Oder 3 Dollar pro Aktie gegenüber ausgewiesenen 77 Dollar pro Aktie! Auch dieser restliche Buchwert wurde in den nächsten Jahren von Verlusten aufgezehrt.

3. Ende 1967 boten zwei der als erstklassig bekannten Bank-häuser 600 000 Aktien von Ling Temco Vought zum Kurs von 111 Dollar zur Zeichnung an. Der Kurs war vorher noch bei 169 gestanden. Innerhalb von drei Jahren fiel der Kurs der Aktien bis auf 7 1/8.

4. Ende 1967 erreichten die Bankkredite eine Größenordnung von 161 Mio. Dollar. Ein Jahr später verzeichnete man 414 Mio. Dollar Bankschulden. Zusätzlich waren die langfristigen Verbindlichkeiten bereits auf 1,237 Mrd.

Dollar angewachsen. 1969 erreichten sämtliche Schulden zusammen eine Höhe von 1,869 Mrd. Dollar. Abgesehen von Standard Oil of N. J. war das wohl die höchste Schuldensumme, die bis dahin von einem Industrieunternehmen ausgewiesen wurde.

5. Die Verluste von 1969 und 1970 überschritten alle zusammengefaßten Gewinne seit Gründung der Gesellschaft.

Frage: Wie konnte es dazu kommen, daß unsere Kreditinsti-tute überzeugt werden konnten, diesem Unternehmen soviel Kredite zu geben? 1966 und früher erfüllten die Zins-deckungsverhältnisse keinesfalls konservative Ansprüche, das gleiche galt für die Liquidität und für die Relation Eigenkapital zu Fremdkapital.

Aber in den nächsten beiden Jahren gaben die Banken dem Unternehmen noch einmal 400 Mio. Dollar zusätzlichen Kredit. Doch diese Kreditvergabe war weder für die Banken noch für die Aktionäre von Vorteil. Wenn dieser Fall die Banken in Zukunft davon abhält, zweifelhaften Unternehmen allzu schnell Kredite zu gewähren, dann war er doch noch zu etwas nütze.

Die Übernahme von Sharon Steel durch NVF

Ende 1968 hatte NVF langfristige Verbindlichkeiten von 4,6

Mio. Dollar, 17,4 Mio. Dollar Grundkapital, 31 Mio. Dollar Umsatz und 502 000 Dollar Nettogewinn.

Die Geschäftstätigkeit beschränkte sich weitgehend auf den Kunststoffbereich. Das Management entschloß sich nun, Sharon Steel zu übernehmen, die 43 Mio. Dollar langfristige Schulden aufwiesen, über ein Grundkapital von 101 Mio.

Dollar verfügten und einen Umsatz von 219 Mio. verzeichneten. Der letzte Gewinn betrug 2,929 Mio. Dollar.

Damit war die Gesellschaft, die NVF übernehmen wollte, siebenmal so groß wie das eigene Unternehmen. Zu Beginn 1969 machte man dann das öffentliche Übernahmeangebot.

Pro Aktie bot man 70 Dollar in 5prozentigen NVF-Anleihen, fällig 1994, zuzüglich NVF Warrants zum Kauf von 1 1/2

Aktien von NVF zum Kurs von 22 Dollar. Das Management von Sharon Steel weigerte sich mit Händen und Füßen, aber das nutzte nicht viel. NVF übernahm 88 % der Aktien von Sharon und emittierte dafür 102 Mio. Dollar 5prozentige Anleihen und Warrants für 2,197 Aktien.

Wenn das Übernahmeangebot zu 100 % erfolgreich gewesen wäre, hätte die konsolidierte Gesellschaft in 1968 Schulden von 163 Mio. Dollar, einen Umsatz von 250 Mio. Dollar und nur 2,2 Mio. Dollar Eigenkapital ausgewiesen.

Über den Nettogewinn hätte man sich streiten können, aber NVF veröffentlichte einen Verlust von 50 Cent pro Aktie vor und 3 Cent nach Steuern.

Erster Kommentar

Von allen Übernahmeangeboten war dasjenige von NVF das finanziell angespannteste und am meisten groteske des Jahres 1969. Der Übernehmer stand gerade für Schulden, die **Vier extrem lehrreiche Fallstudien**

extrem hoch waren, und er hatte einen erwarteten Gewinn für 1968 in einen Verlust verwandelt.

Ein Indikator für die extreme Verschuldung zeigt sich auch in dem Anleihenkurs: Die neue, 5prozentige Anleihe notierte nicht über 42!

Der Geschäftsbericht 1968 enthielt einige bedeutsame Positionen:

1. Aufgeführt waren 58,6 Mio. Dollar „Deferred Debt Equity“ als Vermögensbestandteile. Dieser Betrag war größer als das gesamte Eigenkapital, das mit 40,2 Mio.

Dollar ausgewiesen wurde.

2. Jedoch wurden 20,7 Mio. Dollar nicht zum Eigenkapital gezählt, die mit „über dem Kaufkurs der Sharon-Aktien liegenden Vermögenswerten“ bezeichnet wurden.

Zweiter Kommentar

Wenn wir die Kreditausgaben nicht als Vermögen werten, was sie ja sicherlich nicht sind, und den anderen Betrag in die Eigenkapitalposition hineinnehmen, dann erhalten wir einen realistischen Buchwert für NVF-Aktien, nämlich 2,2

Mio. Dollar oder 3 Dollar pro Aktie, und nicht 23,71 Dollar wie vorher. Zusätzlich hatten die NVF-Aktionäre an die Inhaber von Warrants das Recht abgetreten, 6 Dollar unter Börsenkurs 3 1/2 mal so viele Aktien, wie bisher ausstehend waren, am Jahresende 1968 zu erwerben. Der anfängliche Kurs der Warrants lag somit bei 12 Dollar,

oder insgesamt bei 30 Mio. Dollar. Damit überstieg der Börsenwert der Warrants den der Aktien bei weitem.

Die Bilanzierungstricks

Wenn wir von dieser Pro-Forma-Bilanz auf den Geschäftsbericht des nächsten Jahres blicken, stoßen wir auf einige merkwürdige Positionen. Neben 7,5 Mio. Dollar Zinsauf-wendungen finden wir 1,795 Mio. Dollar, die als Amortisation der „Deferred Debt Expense“ abgezogen werden.

Diese Aufwandsposition wird danach durch eine sehr ungewöhnliche Ertragsposition wieder ausgeglichen: „Amortisa-tion of Equity over Cost of Investment in Subsidiary“ in Höhe von 1,650 Mio. Dollar. In einer der Fußnoten finden wir einen Vermerk: Ein Teil des Grundkapitals ist hier ausgewiesen als Börsenwert der Warrants, die im Zusammenhang mit Übernahmen ausgegeben wurden etc. Es handelt sich um 22,129 Mio. Dollar.

Was zum Himmel bedeuten alle diese Positionen? Auf keine wird im Geschäftsbericht eingegangen. Die Bedeutung dieser Bilanzpositionen liegt darin, daß man dadurch aufgrund des niedrigen Emissionspreises der 5prozentigen Anleihen einen Steuervorteil einheimsen kann.

Andere ungewöhnliche Positionen

1. Kurz nach Jahresschluß 1969 erwarb die Gesellschaft nicht weniger als 650 000 Warrants zu einem Kurs von 9,38

Dollar. Das ist ungewöhnlich, wenn wir uns vor Augen halten, daß das Unternehmen nur 700 000 Dollar in bar hatte, daß außerdem 4,4 Mio. Dollar Kredite fällig wurden, und daß das Unternehmen sein eigenes „Papiergeld“

zu einem Zeitpunkt kaufte, zu dem der Kurs der 5prozentigen Anleihen um 40 Dollar notierte und damit eine ernste Gefahr ankündigte.

2. Als teilweise Kompensation hatte die Gesellschaft 5,1 Mio.

Dollar Anleihen zusammen mit 253 000 Warrants gegen **Vier extrem lehrreiche Fallstudien**

den gleichen Betrag an Aktien getauscht. Das war möglich, weil die 5prozentigen Anleihen unter 40 notierten, obwohl die Aktien mit einem Kurs von 13 1/2 bezahlt wurden und keinerlei Dividende brachten.

3. Die Gesellschaft beabsichtigte, nicht nur an ihre Angestellten Aktien zu verkaufen, sondern ihnen eine noch größere Anzahl von Warrants anzubieten. Wie bei den Aktien brauchten die Angestellten nur 5 % anzubezahlen und den Rest über eine Reihe von Jahren zu tilgen.

4. Im Jahr 1969 änderte die neu erworbene Sharon Steel Co.

ihre Abschreibungsmethoden sowie einige andere Positionen im Zusammenhang mit den Pensionskosten. Damit erhöhte sich der Gewinn pro Aktie für NVF um einen Dollar (vor Bereinigung).

5. Am Jahresende 1970 konnte man im Stock Guide lesen, daß NVF nur mit einem Kurs-Gewinn-Verhältnis von 2

(zwei!) notierte, der niedrigsten Ziffer aller in dieser Broschüre verzeichneten Papiere.

Das KGV basierte auf dem Jahresschlußkurs der Aktie von 8 3/4 und „Gewinnen“ von 5,38 Dollar pro Aktie für die im September endende 12-Monats-Periode. Aber dieses Kurs-Gewinn-Verhältnis sagte nichts über den großen Verwässerungseffekt als Folge der

immensen Emission von Warrants wie auch nichts über die entscheidende Trendwende in der Gewinnentwicklung im letzten Quartal aus. Die Ziffern für das Jahr 1970 wiesen im Endeffekt nur einen Gewinn pro Aktie von 2,03 aus, und nach Bereinigung einen Profit je Anteilsschein von 1,80. Achten sie auch darauf, daß zu diesem Zeitpunkt der Börsenwert von Aktien und Warrants zusammengenommen nicht mehr als 14 Mio. Dollar betrug, gegenüber Obligationen in Höhe von 135 Mio. Dollar.

AAA Enterprises

Geschichte

Vor 15 Jahren begann ein Student mit dem Verkauf von

„Mobile Homes“. 1965 wandelte er sein Geschäft in eine Aktiengesellschaft um. In diesem Jahr verkaufte er Mobile Homes für 5,8 Mio. Dollar und verdiente 61 000 Dollar vor Steuern. 1968 schloß er die ersten Franchising-Verträge ab, d. h., er verkaufte an andere das Recht, unter seinem Namen Mobile Homes zu verkaufen.

Außerdem propagierte er die Idee, in seinen Mobile Homes über eine Tochtergesellschaft Erklärungen für Lohn-steuerrückvergütungen herstellen zu lassen. Natürlich verkaufte er die Idee wieder nach dem Franchising-Prinzip an andere. Nach einer Kapitalerhöhung wies das Unternehmen dann 2,71 Mio. Aktien auf. Nun war die Gesellschaft für eine Aktienemission reif. Der Gründer stellte fest, daß eines der großen Emissionshäuser eine Emission durchführen wollte.

So bot er dem Publikum im März 1969 500 000 Stück Aktien zum Kurs von 13 Dollar zur Zeichnung an. 300 000 Aktien wurden zugunsten von Mr. Williams verkauft sowie 200 000

zugunsten der Gesellschaft in Form einer Kapitalerhöhung, so daß sich das Vermögen der Gesellschaft um 2,4 Mio.

Dollar erhöhte.

Der Kurs der Aktie verdoppelte sich kurz nach der Emission auf 28 Dollar, so daß der Börsenwert der Gesellschaft nun 84 Mio. Dollar betrug gegenüber einem Buchwert des Unternehmens von etwa 4,2 Mio. Dollar und einem veröffentlichten Gewinn von 690 000 Dollar.

Damit zahlte die Börse ein Kurs-Gewinn-Verhältnis pro Aktie von 115!

Ohne Zweifel hatte Mr. Williams den Namen AAA Enterprises gewählt, um die Gesellschaft an erster Stelle in den **Vier extrem lehrreiche Fallstudien**

Kursteilen der Zeitungen erscheinen zu lassen bzw. an erster Stelle in den Telefonbüchern. Natürlich wurde die Gesellschaft auch im Standard & Poor’s Guide an erster Stelle aufgeführt.

Kommentar

1. Das war kein schlechtes Geschäft für Herrn Williams. Die 300 000 Aktien, die er verkaufte, hatten im Dezember 1968

einen Buchwert von 180 000 Dollar, und er erzielte dafür zwanzigmal so viel bzw. genau 3,6 Mio. Dollar. Emissionshäuser verteilten 500 000 Dollar unter sich, nach Abzug aller Kosten.

2. Für die Kunden der Emissionshäuser war das kein so gutes Geschäft. Sie mußten einen 10fachen Buchwert bezahlen, nachdem sie durch ihre eigene Mittelzuführung der Gesellschaft einen Buchwert von 1,35 Dollar geschaffen hatten.

Vor dem Jahr 1968 hatte der Maximalgewinn bei lächerli-chen 7 Cent pro Aktie gelegen. Natürlich gab es ehrgeizige Pläne für die Zukunft, aber das Publikum mußte für diese Pläne erhebliche Vorauszahlungen leisten.

3. Trotzdem verdoppelte sich der Kurs der Aktien kurz nach der Emission, und jeder Zeichner hätte mit einem ganz schönen Gewinn abschließen können. Hat diese Tatsache die Emissionshäuser von ihrer Verantwortung entbun-den? Eine wohl nur sehr schwer zu beantwortende Frage.

Weitere Entwicklung

Mit Hilfe des vergrößerten Kapitals diversifizierte das Unternehmen. 1969 wurde eine Kette von Teppichgeschäften eröffnet und eine Fabrik zur Herstellung von Mobile Homes erworben. Die Ergebnisse der ersten neun Monate waren 270 **Intelligent investieren**

nicht gerade ausgezeichnet, aber sie lagen mit 22 Cent pro Aktie ein wenig über den 14 Cent des Vorjahres.

Aber in den nächsten Monaten passierte etwas völlig Unglaubliches. Der Verlust der Gesellschaft betrug 4,365

Mio. Dollar oder 1,49 Dollar pro Aktie. Damit war das gesamte Kapital, das vor der Emission vorhanden gewesen war, verloren. Ebenso die 2,4 Mio. Dollar, die durch die Emission hereingekommen waren, und außerdem zwei Drittel der Gewinne der ersten neun Monate des Jahres.

Übrig blieben 242 000 Dollar oder acht Cent pro Aktie, für die die Anleger bei der Zeichnung 13 Dollar bezahlt hatten, und die als „Hot New Issue“ bis auf 28 Dollar gestiegen war.

Die Zeichnung war nur sieben Monate vor diesem Desaster vorgenommen worden. Trotzdem lag der Kurs zum Jahresschluß 1969 immer noch bei 8 1/8 Dollar. Damit bewertete der Markt das Unternehmen immer noch mit 25 Mio.

Dollar.

Weitere Kommentare

1. Es ist zuviel verlangt, wenn man uns weismachen will, daß die Gesellschaft von Januar bis September 686 000

Dollar verdient hat, und daß dann in drei Monaten ein Verlust von 4,365 Mio. Dollar aufgetreten ist. Irgend etwas stimmte nicht mit dem Zwischenbericht im September.

2. Der Jahresschlußkurs von 8 1/8 Dollar war noch wesentlich unsinniger als der Emissionskurs von 13 Dollar oder der nachfolgende Anstieg auf 28 Dollar. Diese Kurse basierten auf Erwartungen und Hoffnungen, zwar äußerst übertrieben, aber zumindest nicht unverständlich. Die Bewertung von 25 Mio. Dollar zum Jahresende bezog sich auf eine Gesellschaft, die alles Kapital bis auf einen ganz winzigen Betrag verloren hatte, und die sich nun in einer vollkom-Vier extrem lehrreiche Fallstudien

men insolventen Situation befand. Worte wie Hoffnung oder Erwartungen hätte man als bitteren Hohn ansehen müssen.

Schlußkapitel

Im ersten Halbjahr 1970 verzeichnete das Unternehmen einen weiteren Verlust von 1 Mio. Dollar. Vom Konkurs wurde das Unternehmen durch einen Kredit von Mr. Williams bewahrt, der 2,5 Mio. Dollar umfaßte. Man hörte nichts mehr von der Gesellschaft, bis im Januar 1971 amtlich das Konkursverfahren eingeleitet wurde. Am Monats-ende betrug der Börsenwert der Gesellschaft auf Basis des Kurses von 0,50 Dollar immer noch 1,5 Mio. Dollar, obwohl nicht viel mehr als die Aktienzertifikate noch vorhanden war.

Moral der Geschichte

Man kann das spekulative Publikum niemals vor Übertreibungen bewahren. Es wird alles kaufen, was „irgendwie“

interessant aussieht. Spekulanten lieben Papiere mit Wort-endungen wie Electronics, Franchising, Science, Technology und anderen Begriffen, die gerade Mode sind.

Natürlich stehen unsere Leser über diesen Dingen. Aber die Frage bleibt bestehen, ob man nicht die Emissionshäuser für derartige Geschichten verantwortlich machen sollte. Ist es wirklich nötig, daß angesehene Häuser derartige Papiere emittieren? Sollte man der SEC nicht die Möglichkeit geben, das Publikum noch stärker vor derartigen Machenschaften zu bewahren?

Im Moment gibt es sehr starke Befürworter einer härteren Kontrolle der Emissionshäuser durch die SEC. Es wird sicherlich nicht leicht sein, neue Richtlinien festzusetzen, da 272 **Intelligent investieren**

ja im allgemeinen das Publikum selbst Leidtragender seiner eigenen Habgier und Spekulationslust geworden ist. Aber nach sorgfältigen Überlegungen sollte sich sicherlich eine Lösung finden lassen.

KAPITEL

18

Vergleich von acht verschiedenen „Aktienpaaren“

In diesem Kapitel werden wir jeweils acht verschiedene Aktienpaare miteinander vergleichen, und zwar erfolgte die Auswahl der Papiere nach dem Zufallsprinzip bzw. nach der alphabetischen Reihenfolge, in der sie im Kurszettel verzeichnet sind.

Bei jedem Vergleich werden wir hauptsächlich die Positionen näher unter die Lupe nehmen, die eine bestimmte Bedeutung haben.

1. Real Estate Investment Trust (Kaufhäuser, Büros, Fabrikanlagen etc.) und Realty Equities Corp. of New York

Diese beiden Gesellschaften haben ähnliche Namen, und jahrelang notierten sie hintereinander auf dem Kurszettel der American Stock

Exchange. Ihre Ticker Symbole REI und REC

konnten leicht verwechselt werden. Aber eine der beiden Gesellschaften ist ein gestandener Trust aus New England, der von drei Treuhändern verwaltet wird, der schon fast ein ganzes Jahrhundert existiert und seit langem ununterbrochen Dividenden gezahlt hat. Die Anlagestrategie ist im großen und ganzen auf die gleichen Objekte gerichtet gewesen, die Expansionsrate war deshalb äußerst gering, und die Verschuldung wurde in einem angemessenen Rahmen gehalten.

Bei der anderen Gesellschaft handelt es sich um ein äußerst schnell gewachsenes Unternehmen, dessen Vermö-

gen innerhalb von acht Jahren von 6,2 Mio. Dollar auf 154

Mio. Dollar wuchs, wobei die Verschuldung im gleichen Ausmaß anstieg. Früher ein kleines Immobilienunter-nehmen, verfügt die Gesellschaft jetzt über 74 Kinos, zwei Pferderennbahnen, eine Public Relations Firma, Hotels, Supermärkte und einem 26 %-Anteil an einer Kosmetikfirma (die 1970 in Konkurs ging). Dieses Konglomerat wurde folgendermaßen finanziert:

a) Vorzugsaktien, die einen Coupon von 7 Dollar aufwiesen; allerdings betrug der „Par Value“ nur 1 Dollar.

b) Buchwert der Stammaktien von 2,5 Mio. Dollar (1 Dollar pro Aktie), der allerdings mehr als vollständig kompen-siert wurde von „zurückgekauften Aktien“ zum Betrag von 5,5 Mio. Dollar (209 000 Stück Aktien).

c)

Drei Sorten von Warrants verbriefen das Recht, insgesamt 1,578 Mio. Stück Aktien zu erwerben.

d) Vier verschiedene Schuldverschreibungen, die sich auf insgesamt 100 Mio. Dollar beliefen (in 1969).

Sehen wir uns einmal auf Tabelle 18-1A die beiden Gesellschaften an. Wir sehen, daß die Aktien der Trustgesellschaft neunmal so hoch wie die der „Equities“ bewertet wurden.

Die Trustgesellschaft hatte eine relativ kleinere Verschuldung und wies eine höhere Umsatzrendite auf, allerdings war auch das KGV höher.

In der Tabelle 18-1B finden sie die gleiche Situation acht Jahre später. Während der „Trust“ Umsatz und Gewinn kontinuierlich um etwa drei Viertel gesteigert hatte, entwickelte sich Realty Equities zu einer Art Monster.

Wie reagierte nun die Wall Street auf diese Entwicklung?

Während der Markt die Trustgesellschaft so gut wie überhaupt nicht beachtete, stand der Realty Equities Trust völlig im Mit-Vergleich von acht verschiedenen „Aktienpaaren“

telpunkt. Während 1968 die erste Gesellschaft kontinuierlich von 20 auf 30 1/4 gestiegen war, kletterte der Kurs von Realty Equities von 10 auf 37 3/4 und der Kurs der börsennotierten Warrants von 6 auf 36 1/2. Während der Buchwert der Aktien dieser Gesellschaft im März 1969 nur 3,41 betrug, lautete der von Real Estate Investment Trust auf 20,85 Dollar.

Im nächsten Jahr wurde klar, daß bei Equities nicht alles so ablief, wie man es geplant hatte. Der Kurs fiel auf 9 1/2

zurück. Als der Geschäftsbericht für März 1970 erschien, müssen die Aktionäre wohl beinahe einen Herzanfall erlitten haben: Das Unternehmen verzeichnete einen Verlust von 13,2 Mio. Dollar oder von 5,17 pro Aktie, womit der gesamte Buchwert des Unternehmens

ausradiert worden war. (Die Zahlen enthielten eine Rückstellung für drohende Verluste in Höhe von 8,8 Mio. Dollar.) Trotzdem wurde noch eine Extra-Dividende von 0,05 Dollar ausgewiesen.

Aber noch größere Schwierigkeiten sollten eintreten. Die Wirtschaftsprüfungsgesellschaft des Unternehmens weigerte sich, die Geschäftsberichte für 1969/1970 zu unterzeich-nen, und damit wurden die Aktien der Gesellschaft aus dem amtlichen Handel an der New York Stock Exchange entfernt.

Im Freiverkehr fiel die Aktie dann bald auf 2 Dollar.

Dagegen wiesen die Aktien der Real Estate Investment Trust nach 1969 die für Immobilienfonds dieser Art typi-276 **Intelligent investieren**

schen Kursschwankungen auf. Der Tiefstkurs 1970 betrug 161/2 Dollar und erholte sich im Frühjahr 1971 bis 26 5/6. Der letzte veröffentlichte Gewinn lautet auf 1,50 pro Aktie und der Börsenkurs liegt etwas über dem Buchwert von 1970 von 21,60. 1968 war die Aktie wohl etwas überbewertet, aber die Aktionäre wurden von ihrer Gesellschaft gut bedient.

Die Geschichte der Realty Equities Corp. ist ein wenig anders und viel trauriger verlaufen ...

2. Air Products and Chemicals (Industriegase) und Air Reduction Co. (Chemikalien und Industriegase) Noch stärker als die eben aufgeführten Gesellschaften ähneln sich diese beiden Unternehmen vom Namen und Produktbereich her. „Products“ ist eine jüngere Gesellschaft **Vergleich von acht verschiedenen „Aktienpaaren“**

277

als „Reduction“. Ihr Umsatz war 1969 weniger als halb so hoch wie der der anderen Gesellschaft. Trotzdem hatte das Unternehmen einen Börsenwert, der 25 % über dem der anderen Gesellschaft lag.

Wie die Tabelle zeigt, kann man den Grund für die höhere Bewertung von Air Products in der wesentlich besseren Rentabilität dieser Gesellschaft sehen. Außerdem waren die Gewinnzuwachsraten in den vergangenen Jahren, wie die Tabelle zeigt, weitaus interessanter gewesen.

Wir finden hier die typischen Konsequenzen einer besseren Performance. So betrug das Kurs-Gewinn-Verhältnis bei Air-Products 16,5, während man für Air Reduction nur das Neunfache der letzten Gewinne zahlte. Außerdem wurde Air Products weit über dem Buchwert notiert, während Air Reduction sogar nur mit 75 % des Buchwertes bewertet 278 **Intelligent investieren**

wurde. Air Reduction zahlte eine wesentlich höhere Dividende, außerdem war die Größe des Nettoumlaufvermögens dieser Gesellschaft wesentlich vorteilhafter als bei Air Products, insbesondere wenn man sie ins Verhältnis zur Verschuldung setzt.

Wenn man einen Analytiker danach gefragt hätte, welche Gesellschaft er vorziehen würde, hätte er vermutlich geant-wortet: Air Products. An der Wall Street wird heute Quantität vor Qualität gesetzt, und somit hätte sicherlich die Mehrzahl der Analytiker für die teurere, aber vom Wachstum und der Rentabilität her gesehen interessantere Gesellschaft optiert.

In der Baissebewegung des Jahres 1970 hielt sich Air Products besser als Air Reduction; der Kursrückgang betrug nur 16 % gegenüber 24 % bei Air Reduction. Allerdings förderte der neue Börsenaufschwung wesentlich stärker Air Reduction: Der Kursanstieg bis zum Frühjahr 1971 betrug mehr als 50 %, während „Products“ sich nur um 30 % verbesserte. In diesem Fall und dieses Mal war das niedrig bewertete Papier der Favorit!

3. American Home Products Co. (Pharmazeutika, kosmetische Erzeugnisse) und American

Hospital Supply Co. (Hersteller und Handelsunternehmen von Krankenhausausrüstungen) Hier handelt es sich um zwei „Goodwill-

Giganten“ mit einem Börsenwert von über einer Mrd. Dollar. Beide gehören zur expansiv wachsenden „Gesundheitsindustrie“. Wir werden sie bei unseren Kommentaren als Home und Hospital bezeichnen.

Tabelle 18-3 führt eine Reihe von Daten über beide Gesellschaften an. Folgende Faktoren waren bei beiden Gesell-Vergleich von acht verschiedenen „Aktienpaaren“

279

schaften gleich: Phantastisches Wachstum ohne Rückschlag seit 1958 (100prozentige Gewinnstabilität), ausgezeichnete Finanzierungsrelationen. Allerdings war die Wachstumsrate von Hospital bis Ende 1969 wesentlich stärker als die von Home. Dagegen wies Home eine weitaus bessere Rentabilität auf.

Wenn man genau hinsah, schien Home für den gleichen Preis ein bißchen mehr zu bieten. Das galt insbesondere in bezug auf Kurs-Gewinn-Verhältnis und Dividendenrendite. Der äußerst niedrige Buchwert von Home läßt unterschiedliche Interpretationen zu. Einerseits weist er darauf hin, daß der Kurs der Aktie bei jeder kleineren Veränderung der Rentabilität äußerst anfällig ist, andererseits bedeutet es, daß die Kapital-Rentabilität der Gesellschaft extrem hoch ist.

Schlußfolgerung: Unserer Meinung nach sind beide Papiere ein wenig zu teuer im Verhältnis zu Gewinn und Buchwert, als daß der Anleger einen Kauf in Betracht ziehen könnte. Das gilt besonders für den Anleger, der unseren Konzeptionen und Anlagestrategien folgt.

Das bedeutet nicht, daß die Aussichten beider Gesellschaften, langfristig betrachtet, nicht besonders günstig wären.

Das Problem liegt nur darin, daß der Kurs zu viele Hoffnungen und Erwartungen enthielt.

Beide Gesellschaften zusammengenommen erhielten etwa 5 Mrd. Dollar Goodwill-Bewertung.

Kurzfristige Betrachtung: Ende 1969 bewertete der Markt die Gewinnaussichten von Hospital wesentlich günstiger als die von Home. Das KGV des ersten Unternehmens war doppelt so hoch wie das des zweiten. Aber in 1970 wies das favorisierte Papier einen wenn auch geringfügigen Gewinnrückgang auf, während Home einen deutlichen Gewinnanstieg von 8 % verzeichnete. Der Kurs von Hospital reagierte eindeutig auf dieses unerwartete Ergebnis. Im Februar 1971 wurde die Aktie nur noch mit 32 bewertet. Damit wies sie einen Verlust von 30 %

gegenüber dem Schlußkurs von 1969 auf, während Home leicht über den Kursen des Jahres 1969 notierte.

4. H & R Block, Inc. (Steuerberatungsdienst) und Blue Bell, Inc. (Arbeitsanzüge, Uniformen etc.)

Beide Gesellschaften gehören zu den Neulingen an der New Yorker Börse. Die Gewinne von Blue Bell fluktuierten in Übereinstimmung mit dem entsprechenden Industriezweig, aber das Wachstum seit 1965 war phantastisch. Das Unternehmen existiert seit 1916, seit 1923 werden kontinuierlich Dividenden gezahlt. Ende 1969 wurde das Papier mit einem KGV von 11 bewertet, während der Dow Jones einen Multi-Vergleich von acht verschiedenen „Aktienpaaren“

plikator von 16 aufwies. Im Gegensatz dazu war der Kursanstieg von H & R Block enorm: Die erstmals veröffentlichten Ziffern stammen aus dem Jahre 1961. Damals verdiente die Gesellschaft 83 000 Dollar bei Umsätzen von 610 000. Aber acht Jahre später waren die Umsätze auf 53,6 Mio. Dollar angestiegen, und der Nettogewinn betrug 6,3 Mio. Dollar. Zu diesem Zeitpunkt bewertete die Börse das Unternehmen fast mit Hysterie. Am Jahresende 1969 entsprach der Kurs von 55

mehr als dem 100fachen Kurs-Gewinn-Verhältnis. Der Börsenwert von 300 Mio. Dollar war 30mal so hoch wie der Buchwert. Das war bis dahin etwas völlig Neues. IBM notierte zum 9fachen und Xerox zum 11fachen Buchwert.

Unsere Tabelle 18-4 zeigt die extremen Diskrepanzen zwischen beiden Papieren. Sicherlich, die Rentabilität von Block war zweimal so hoch wie die von Blue Bell. Und der 282 **Intelligent investieren**

Gewinnzuwachs war weitaus höher gewesen. Aber der Börsenwert von Blue Bell entsprach nur einem Drittel des Gesamtwertes von Block, obwohl Blue Bell einen viermal so großen Umsatz aufwies, mehr als zweimal soviel pro Aktie verdiente, einen 5 1/2 mal so hohen Buchwert aufwies und eine neunmal so hohe Dividendenrendite verzeichnete.

Schlußfolgerung

Ein erfahrener Analytiker wäre von Block sicherlich beeindruckt gewesen. Er hätte bestimmt einige Bedenken wegen der starken Konkurrenzgefahr aufgrund der hohen Kapitalrentabilität gehabt. Aber da er sich der kontinuierlichen und langandauernden Gewinnzuwachsraten einiger Kosmetik-firmen wie Avon Products bewußt gewesen wäre, hätte er sicher gezögert, Gewinneinbrüche zu prognostizieren oder zumindest ein Abflachen der Ertragskurve vorauszusehen.

Seine größte Sorge hätte wohl darin bestanden, zu untersuchen, ob der Börsenwert von 300 Mio. Dollar nicht praktisch sämtliche Erwartungen eskomptierte. Im Gegensatz dazu sollte der Analytiker wohl kaum Schwierigkeiten damit gehabt haben, Blue Bell zur Anlage zu empfehlen.

5. International Flavors & Fragrances (Duftstoffe) und International Harvester Co. (Lkw, landwirtschaftliche Maschinen, Baumaschinen)

Dieser Vergleich dürfte viele Leute in Erstaunen setzen. Jeder kennt International Harvester, einen der 30 Giganten des Dow Jones. Wie

viele unserer Leser haben jemals von International Flavor & Fragrances gehört? Nun, trotzdem wurde IFF am Ende des Jahres 1969 zu einem Kurswert von 747 Mio. Dollar bewertet, und damit über International Harvester, die nur 710

Mio. Dollar wert waren. Diese Tatsache war noch erstaunlicher, wenn man berücksichtigt, daß Harvester ein 17mal so großes Grundkapital wie IFF besaß und außerdem einen 27mal so großen Umsatz aufwies. Nur drei Jahre vorher waren die Nettogewinne von International Harvester größer als der Umsatz von International Flavor & Fragrances gewesen. Wie kam es zu dieser außergewöhnlichen Entwicklung?

Die Antwort liegt in den beiden magischen Worten: Rentabilität und Wachstum! Während IFF eine phantastische Entwicklung verzeichnete, wies International Harvester eine weit unterdurchschnittliche Ertragsentwicklung auf.

In der Tabelle 18-5 finden sie die entscheidenden Angaben dazu. Flavors wiesen eine Umsatzrendite von 14,2 % auf, während Harvester mit nur 2,6 % ein mageres Bild abgab.

Außerdem betrug die Kapitalrentabilität bei Flavors 19,7 %, dagegen nur 5,5 % bei Harvester. Innerhalb von fünf Jahren verzeichnete Flavors eine Gewinnverdoppelung, das Ergebnis von Harvester veränderte sich nicht!

Solche Unterschiede führten zu dieser dramatischen Diver-genz in der Börsenbewertung, wie wir sie oben dargestellt haben. 1969 notierte Flavors mit einem KGV von 55, Harvester hatte nur einen Gewinnmultiplikator von 10,7 aufzuweisen.

Während Flavors mit dem 10,4fachen Buchwert bewertet wurde, notierte Harvester 41 % unter dem Buchwert.

Kommentar und Schlußfolgerung

Die phantastische Entwicklung bei Flavors basierte ausschließlich auf der inneren Expansion. Es wurden keine der an der Wall Street zu der damaligen Zeit gerade modischen Finanzierungstricks und Übernahmeangebote angewandt.

Die Entwicklung von Harvester gibt zu denken. Wie kann es vorkommen, daß in einer Zeit, in der andere große Gesellschaften ausgezeichnet verdienen, einige Industriegiganten so profitlos dahinvegetieren? Was hat der Anleger davon, wenn das Unternehmen zwar 2 1/2 Mrd. Dollar umsetzt, aber andererseits das Kapital seiner Aktionäre nicht adäquat bedienen kann? Nicht nur das Management sollte sich diese Frage stellen, sondern auch die Aktionäre des Unternehmens.

Vom Standpunkt des Anlegers her gesehen können wir weder die eine noch die andere Gesellschaft empfehlen.

Beide passen nicht in unser Anlagekonzept. Flavors war eine phantastisch rentable und erfolgreiche Gesellschaft, die unserer Meinung nach vom Markt aber weitgehend überbewertet wurde.

Das Ergebnis von Harvester war so dürftig, daß selbst auf dem extrem niedrigen Kursniveau ein Engagement keinen Sinn ergeben hätte.

Vergleich von acht verschiedenen „Aktienpaaren“

285

Der extrem niedrige Kurs von Harvester am Ende des Jahres 1969 hatte zumindest einen Vorteil: Er bewahrte die Gesellschaft vor weiterem überdurchschnittlichem Kursverfall im Baissejahr 1970. Die Aktien verloren nur noch 10 %.

Dagegen mußte Flavors einen Kursrückgang von 30 %

verzeichnen. In der folgenden Erholungsphase stiegen die Kurse beider Gesellschaften über das Niveau des Jahres 1969

an, Harvester erlitt aber schon bald wieder einen deutlichen Rückschlag.

6. McGraw Edison (Versorgungsunternehmen, etc.) McGraw Hill, Inc. (Verlag)

Beide Unternehmen, die wir in diesem Kapitel mit Hill und Edison bezeichnen wollen, sind erfolgreiche Gesellschaften.

Wir haben das Jahr 1968 zum Vergleich herangezogen (Tab. 18-6). Beide Aktien notierten zum gleichen Kurs, aber da die Kapitalisierung von Hill wesentlich größer als die der anderen Gesellschaft ist, lag der Börsenwert von Hill doppelt so hoch wie der von Edison. Auch das KGV von Hill war mehr als doppelt so hoch wie das des Versorgungsunternehmens.

Dieses Phänomen war wohl im großen und ganzen ein Resultat des Enthusiasmus, den die Wall Street den Verlags-häusern seit der Emission einiger Gesellschaften zu Beginn der sechziger Jahre zubilligte.

Am Ende des Jahres 1968 wurde allerdings klar, daß die Begeisterung für Verlagsaktien weit übertrieben war. Hill-Aktien wurden 1967 mit 56 notiert, also dem 40fachen der gerade für 1966 veröffentlichten Gewinne. Aber es gab bereits in 1967 einen leichten Gewinnrückgang, und das gleiche passierte 1968. Somit wurden die Papiere der Gesellschaft mit einem KGV von 35 bewertet, obwohl schon seit 286 **Intelligent investieren**

zwei Jahren ein Gewinnrückgang zu verzeichnen war. Auch betrug das Kurs-Buchwert-Verhältnis immer noch 8!

Im Gegensatz dazu erschien McGraw Edison vernünftig bewertet zu sein, insbesondere im Verhältnis zur allgemeinen Börsenlage und der Entwicklung der Gesellschaft.

Auch 1969 und 1970 fielen die Gewinne von McGraw Hill kontinuierlich. Im Mai 1970 fiel daraufhin dann der Kurs bis auf 10 zurück und machte damit nur noch 20 % des Höchstkurses aus. Zwar erholte sich das Papier anschließend etwas, aber die Aktien erreichten nicht einmal 50 % des Höchstkurses des Jahres 1968. Dagegen fiel zwar auch McGraw Edison bis auf 22 im Jahre 1970 zurück, erholte sich dann aber anschließend bis auf 41 1/2 in 1971.

Vergleich von acht verschiedenen „Aktienpaaren“

287

Auch weiterhin bleibt McGraw Hill eine rentable und interessante Gesellschaft. Aber die Kursentwicklung demonstriert, wie stark die Kursverläufe von spekulativen Meinungen und Erwartungen abhängig sind.

7. National General Corp. (Konglomerat) und National Presto Industries (elektrische Konsumgüter) Der Stock-Guide wies 1968 bei der Beschreibung der Geschäftstätigkeit von National General folgende Branchen auf: Theaterketten, Film- und Fernsehfilmproduktion, Spar- und Darlehenskasse, Verlagswesen. Später konnte man noch Versicherungsgeschäft, Investment-Banking, Schallplattengeschäft, Computerdienste und Immobilien hinzufügen.

Auch Presto hatte diversifiziert, aber im Vergleich zu General war die Diversifikationspolitik recht gemäßigt. Sie beschränkte sich hauptsächlich auf verschiedene Haushalts-geräte.

Tabelle 18-7 zeigt beide Gesellschaften Ende 1968. Die Kapitalstruktur von Presto war einfach: Nur 1,478 Mio. Stammaktien, die an der Börse mit 58 Mio. Dollar bewertet wurden.

Im Gegensatz dazu hatte General mehr als zweimal so-viele Aktien; außerdem konvertierbare Vorzugsaktien, drei verschiedene Emissionen von Warrants, eine Wandelanleihe, sowie verschiedene nicht konvertierbare Anleiheemissionen.

Zusammen ergaben diese Papiere einen Börsenwert von 534

Mio. Dollar, wobei eine gerade schwebende Emission einer Wandelanleihe nicht mitgezählt wurde. Zusammen mit dieser Anleihe hätte sich ein Marktwert der General-Papiere von 750 Mio. Dollar ergeben. Trotz dieser immensen Kapitalisierung lag der Umsatz beträchtlich unter dem von Presto; der Gewinn lag sogar 75% tiefer.

Die Bestimmung des „richtigen“ Börsenwertes der Stammaktien von General wirft eine Reihe von Problemen auf. Man kann die relativ kleine, 4 1/2 prozentige Vorzugsaktien-Emission dadurch berücksichtigen, daß man eine Konversion dann unterstellt, wenn die Stammaktien zu einem adäquaten Börsenkurs notieren. Das haben wir in Tabelle 18-7 berücksichtigt.

Aber die Warrants müssen anders berücksichtigt werden.

Zur Ermittlung des vollen Verwässerungseffekts geht die Gesellschaft so vor, daß sie unterstellt, alle Warrants würden ausgeübt, die dabei erhaltenen Erlöse würden zur Zurück-Vergleich von acht verschiedenen „Aktienpaaren“

zahlung der Kredite verwandt, und der Rest würde zu einem Kauf von Stammaktien an der Börse verwandt. Aufgrund dieser Annahmen ergibt sich nach Auffassung der Gesellschaft praktisch keine Veränderung des Gewinns pro Aktie. Wir halten diese Auffassung für unlogisch und unrealistisch! Unserer Meinung nach

repräsentieren die Warrants einen Teil des „Grundkapitals“ und damit einen Teil des

„wahren“ Börsenwertes des Stammkapitals von General.

Wie aus Tabelle 18-7 hervorgeht, hat die Auffassung, daß die Warrants als Teil der Börsenbewertung des Stammkapitals aufzufassen sind, einen dramatischen Effekt auf die Aktienbewertung der Gesellschaft. Tatsächlich ist jetzt der wahre Börsenwert der Stammaktien zweimal so hoch wie vorher. Damit verdoppelt sich das wahre Kurs-Gewinn-Verhältnis auf mehr als 69. Der totale Börsenwert der Aktien-surrogate macht damit 413 Mio. Dollar aus; eine Ziffer, die dem dreifachen Buchwert entspricht.

Diese Daten erscheinen noch ominöser, wenn man sie mit der Situation bei Presto vergleicht. Man fragt sich, warum wird Presto nur mit dem 6,9fachen der Gewinne bewertet, wenn der Multiplikator von General gleichzeitig zehnmal so hoch ist? Alle Daten von Presto sehen sehr zufriedenstellend aus. Presto erfüllte alle Bedingungen für eine vernünftig bewertete Aktie, während General sämtliche Kennzeichen eines typischen Konglomerats der späten sechziger Jahre aufwies. Sämtliche Finanztricks waren in die Kapitalstruktur eingebaut, aber an echten Werten war wenig vorhanden.

Auch 1969 setzte General die „Diversifikationspolitik“

fort. Die Schulden stiegen weiter an. Aber hohe Abschreibungen mußten auf das Engagement Minnie Pearl Chicken vorgenommen werden. Die endgültigen Ziffern wiesen einen Verlust von 72 Mio. Dollar vor „Verlustvortrag“ und 46,4 Mio. Dollar nach Verlustvortrag auf. Die Aktien fielen von 16 1/2 in 1969 auf 9 in 1970. 1970 wurde wieder ein 290 **Intelligent investieren**

Gewinn von 2,33 Dollar pro Aktie ausgewiesen. Der Kurs erholte sich daraufhin auf 28 1/2 in 1971.

National Presto erhöhte den Gewinn pro Aktie sowohl 1969 wie 1970, so daß damit zehn Jahre lang ein ununterbrochener

Gewinnanstieg ausgewiesen wurde. Trotzdem fiel der Kurs in der Baisse von 1970 auf 21 1/2. Dieser Kurs lag unter dem Nettoumlaufvermögen pro Aktie und unter dem 4fachen KGV. 1971 notierte die Aktie wieder 60 % höher.

Aber auch beim Kurs von 34 sehen die Relationen immer noch günstig aus. Das Kurs-Gewinn-Verhältnis liegt nur bei 5 1/2, und das Nettoumlaufvermögen entspricht gerade dem Börsenwert der Gesellschaft.

Wenn der Anleger heute nur 10 ähnliche Papiere finden könnte, müßte er äußerst zufrieden sein.

8. Whiting Corp. (Maschinenbau) und

Willcox & Gibbs (kleines Konglomerat) Beim Vergleich dieser beiden Unternehmen (Tab. 18-8A) kommen einem Zweifel, ob die Wall Street jemals rational handelt.

Die Gesellschaft mit geringeren Gewinnen und Umsätzen und mit halb so hohem Buchwert pro Aktie wurde an der Börse mit dem 4fachen Wert des zweiten Unternehmens gehandelt. Die hoch bewertete Gesellschaft wies einen Verlust aus (nach außerordentlichen Aufwendungen). Seit 13 Jahren hatte das Unternehmen niemals eine Dividende gezahlt. Die andere Gesellschaft wies seit Jahren ausgezeichnete Ergebnisse auf, hatte seit 1936 kontinuierlich Dividenden gezahlt und wies eine der höchsten Dividendenrenditen auf. Um Ihnen die Disparität noch etwas genauer darzulegen, hier in Tabelle 18-8B Gewinne und Kursverläufe seit 1961. Die Geschichte der beiden Gesellschaften wirft ein interessantes Licht auf die Entwicklung mittelgroßer Unternehmen.

Vergleich von acht verschiedenen „Aktienpaaren“

Whiting wurde 1896 gegründet. Willcox & Gibbs wurde sogar bereits 1866 gegründet und war jahrelang als einer der führenden Nähmaschinenhersteller bekannt. Im letzten Jahrzehnt diversifizierte das Unternehmen sehr stark. Zu guter Letzt hatte es zwar 24 verschiedene Tochtergesellschaften, aber insgesamt war es doch noch ein relativ kleines Unternehmen.

Die Gewinne von Whiting haben sich stetig von 0,41 auf 3,63 Dollar in 1968 entwickelt. Aber natürlich gab es keine Sicherheit dafür, daß diese Entwicklung sich so in alle Ewigkeit fortsetzen würde. Der Gewinnrückgang auf 1,77 Dollar in der 12-Monats-Periode, die im Januar 1971 endete, mag 292 **Intelligent investieren**

im Grunde nur den konjunkturellen Rückgang widerge-spiegelt haben. Aber die Aktie reagiert geradezu panisch: Der Kurs fiel um 60 % innerhalb relativ kurzer Zeit. Unsere Analyse hätte in diesem Fall dazu geführt, ein Engagement in diesem zweitrangigen Wert einem aggressiven Anleger zu empfehlen.

Willcox & Gibbs wies ein geringes Defizit im Jahre 1970

auf. Es gab einen Kursrückgang bis auf 4 1/2. Bis Februar 1971

erholte sich das Papier dann auf 9 1/2. Man würde es schwer gehabt haben, wenn man diesen Kurs analytisch hätte rechtfertigen müssen. Whiting fiel nur auf 16 1/2 in 1970. Der Gewinn pro Aktie hielt sich bei 1,85 Dollar. Zu Beginn 1971

stieg der Kurs relativ stark an bis auf 24 1/2.

Allgemeine Betrachtungen

Die Emissionen, die wir für diesen Vergleich zusammengestellt haben, wurden zwar nicht gerade nach dem Zufallsprinzip ausgesucht. Auch fehlen bedeutende Gruppen wie Eisenbahngesellschaften, Fluglinien und Finanzie-rungsunternehmen. Aber die Variation an Gewinngröße, **Vergleich von acht verschiedenen „Aktienpaaren“**

Umsatzentwicklung und Industriezweigen ist so groß, daß sie doch ein repräsentatives Bild für die sich dem Anleger anbietenden Anlageobjekte bietet.

Die Kurs-Gewinn-Verhältnisse sowie die Rentabilität zwischen den einzelnen Gesellschaften schwankte oft sehr erheblich. Meist wiesen Unternehmen mit höherer Rentabilität und stärkerem Wachstum ein höheres KGV als die nicht so rentablen Gesellschaften auf. Ob die spezifischen Unterschiede in den Kurs-Gewinn-Verhältnissen gerechtfertigt sind, können wir so einfach nicht beantworten.

Andererseits können wir unser Urteil aber doch zu einer ganzen Reihe von Fällen mit einer bestimmten Autorität abgeben. Das gilt insbesondere dann, wenn starke Kursbewegungen bei Gesellschaften stattgefunden haben, deren Wert als sehr zweifelhaft angesehen werden muß. Diese Aktien müssen nicht nur als spekulativ angesehen werden, sie waren zweifellos zeitweise auch extrem überbewertet.

Andere Papiere erschienen uns mehr wert zu sein, als das im Kurs ausgedrückt wurde. Sie waren Opfer einer umgekehrten Börsenlage bzw. einer „Unterspekulation“.

Tabelle 18-9 zeigt einige Kursbewegungen der hier aufgeführten Papiere. Die meisten hatten starke Kurseinbrüche 1961 und 1962, genauso 1969 und 1970.

Auch in Zukunft muß der Anleger auf diese Art von Kursschwankungen vorbereitet sein. Tabelle 18-10 zeigt die jährlichen Fluktuationen des Börsenkurses von McGraw Hill zwischen 1958 und 1970.

Während wir die Aktienzusammenstellung für dieses Kapitel vornahmen, waren wir nochmals stark beeindruckt von der Diskrepanz zwischen den gewöhnlichen Zielsetzungen der Aktienanalyse und den Zielsetzungen, die allein zuverlässige

Ergebnisse produzieren können. Die meisten Analytiker versuchen, die Papiere herauszusuchen, die in der Zukunft die besten Ergebnisse aufweisen werden. Wir 294 **Intelligent investieren**

bezweifeln, ob diese Strategie zum Ziel führt. Wir würden dem Analytiker empfehlen, daß er sich eher ungewöhnliche Fälle und Anlagestrategien herauspickt, bei denen er mit großer Wahrscheinlichkeit eine Bewertung vornehmen und bei denen er die Schlußfolgerung aussprechen kann, daß das betreffende Papier „unter Wert“ notiert.

KAPITEL

19

Aktionäre und Management:

Die Dividendenpolitik

Seit 1934 argumentiere ich in meinen Schriften für eine intelligentere und energischere Haltung der Aktionäre gegenüber ihrem Management. Ich habe sie aufgefordert, den Managern gegenüber großzügig zu sein, die nachweis-lich gute Arbeit leisten. Ich habe sie aber auch dazu aufgefordert, klare und befriedigende Erklärungen zu verlangen, wenn die Ergebnisse schlechter sind als sie sein sollten und Initiativen zu unterstützen, die ein unproduktives Management verbessern oder ablösen sollen. Aktionäre haben das Recht, die Kompetenz des Managements in Frage zu stellen, wenn (1) die Unternehmensergebnisse für sich genommen unbefriedigend sind, (2) schlechter sind als die von Unternehmen, die sich in einer ähnlichen Situation befinden und (3) während eines langen Zeitraums zu einem unbefriedigenden Aktienkurs geführt haben.

In den vergangenen 36 Jahren ist durch intelligentes Handeln der Aktionäre praktisch nichts erreicht worden. Ein sensibler Streiter – falls es so etwas gibt – würde dies als Anzeichen dafür interpretieren, daß er seine Zeit vergeudet hat und daß er den Kampf besser aufgeben sollte. Mein Anliegen ist jedoch nicht ganz

untergegangen; es ist durch einen äußeren Einfluß gerettet worden, den man als Über-296 **Intelligent investieren**

nahmen oder Übernahmeangebote kennt. In Kapitel 8 habe ich geschrieben, daß schlechtes Management zu schlechten Aktienkursen führt. Die niedrigen Kurse erwecken wiederum die Aufmerksamkeit von Unternehmen, die ihre Geschäftsbereiche diversifizieren wollen – und solche Unternehmen gibt es heute wie Sand am Meer. Es hat auch schon zahlreiche solcher Übernahmen gegeben; mit dem Ein-verständnis des bisherigen Managements, durch Aufkauf von Aktien an der Börse oder auch durch Angebote, die über die Köpfe der bisherigen Unternehmensführung hinweg abgegeben wurden. Der angebotene Übernahmepreis lag für gewöhnlich bei dem Wert, den das Unternehmen unter einem wirklich kompetenten Management gehabt hätte. Auf diese Weise ist der untätige Aktionär schon oft durch die Aktionen von „Außenseitern" überrumpelt worden, wobei es sich manchmal um unternehmerische Einzelpersonen oder Gruppen handelt, die auf eigene Faust zur Tat schreiten.

Mit wenigen Ausnahmen kann es als Regel gelten, daß unfähige Manager nicht durch das Eingreifen der Aktionäre abgelöst werden, sondern durch die Machtübernahme einer einzelnen Person oder einer kompakten Gruppe. Heutzutage passiert dies oft genug, um das Management inklusive Aufsichtsrat zu warnen, daß es zum Ziel eines erfolgreichen Übernahmeversuchs werden könnte, wenn die operativen Ergebnisse und folglich auch der Aktienkurs völlig unbefriedigend ausfallen. Folglich gehen die Aufsichtsräte ihrer wesentlichen Aufgabe wahrscheinlich auch lebhafter nach als früher und achten darauf, daß das Topmamagement ihres Unternehmens befriedigende Arbeit leistet. In den vergangenen Jahren sind wesentlich mehr Unternehmensführer ausgewechselt worden als früher.

Nicht alle Unternehmen mit unbefriedigenden Ergebnissen haben von diesen Entwicklungen profitiert. Oft kam der Wechsel auch erst nach einer langen Zeit schlechter Resul-Aktionäre und Management

tate ohne entschlossenes Eingreifen; er hing davon ab, daß genügend enttäuschte Aktionäre ihre Papiere zu niedrigen Kursen abstießen, so daß ein entschlossener Außenseiter eine bedeutende Aktienposition aufbauen konnte. Aber die Vorstellung, daß Aktionäre zur Selbsthilfe greifen könnten, indem sie Initiativen zur Verbesserung des Managements und der Politik der Unternehmensführung unterstützen, hat sich als zu illusorisch erwiesen, als daß sie in diesem Buch noch mehr Raum verdient hätte. Diejenigen Einzelaktionäre, die genug Durchsetzungsvermögen haben, um sich auf der jährlichen Hauptversammlung – für gewöhnlich eine völlig überflüssige Veranstaltung – bemerkbar zu machen, brauchen von mir keine Ratschläge, über welche Themen sie mit dem Management sprechen sollten. Und für alle anderen wären die Ratschläge wahrscheinlich zwecklos. Wie dem auch sei, ich möchte diesen Abschnitt mit der Aufforderung an die Aktionäre abschließen, daß sie Schreiben ihrer Mit-aktionäre, die etwas gegen eine unbefriedigende Management-Situatuion im Unternehmen tun möchten, aufgeschlossen und sorgfältig studieren sollten.

Die Aktionäre und die Dividendenpolitik In der Vergangenheit war die Dividendenpolitik oft ein Streitpunkt zwischen Klein- oder Minderheitsaktionären und dem Management. In der Regel wollten die Aktionäre großzügigere Dividenden, während das Management es vorzog, die Gewinne einzubehalten, um „das Unternehmen zu stärken". Die Manager baten die Aktionäre darum, ihre gegenwärtigen Interessen zum Wohl des Unternehmens und ihres eigenen langfristigen Gewinns zurückzustellen. In den vergangenen Jahren jedoch hat sich die Einstellung der Investoren zum Thema Dividenden graduell, aber merklich ver-

ändert. Das wesentliche Argument dafür, kleine statt 298 **Intelligent investieren**

großzügiger Dividenden zu zahlen, ist nicht mehr, daß das Unternehmen Geld „braucht", sondern daß es dieses Geld zum

direkten und unmittelbaren Vorteil der Aktionäre nutzen kann, indem es die Finanzmittel für eine gewinnbrin-gende Expansion zurückbehält. Vor Jahren waren es typischerweise schwache Unternehmen, die mehr oder weniger dazu gezwungen waren, ihre Gewinne einzubehalten statt die üblichen 60 bis 75 Prozent davon in Form von Dividenden auszuschütten. Die Auswirkung auf den Aktienkurs war fast immer schädlich. Heute handelt es sich mit großer Wahrscheinlichkeit um ein starkes und wachsendes Unternehmen, wenn es seine Dividenden mit Einwilligung der Investoren wie der Spekulanten niedrig hält.

Theoretisch gab es schon immer einen guten Grund dafür, Gewinne zu reinvestieren, wenn man damit rechnen konnte, daß dies zu einem spürbaren Gewinnwachstum führen würde. Es gab allerdings auch einige starke Gegenargumente, wie zum Beispiel diese: Die Gewinne „gehören" den Aktionären, und im Rahmen einer klugen Geschäftspolitik haben die Anteilseigner daher ein Recht, sie ausgezahlt zu bekommen. Viele Aktionäre sind wegen ihrer Lebenshaltungskosten auf das Dividendeneinkommen angewiesen. Gewinne, die Aktionäre in Form von Dividenden erhalten, sind „echtes Geld"; Gewinne, die das Unternehmen zurückbehält, können sich später als realer Wertzuwachs für die Aktionäre erweisen

– oder auch nicht. Diese Gegenargumente waren in der Tat so überzeugend, daß der Aktienmarkt Unternehmen mit großzü-

giger Dividendenpolitik lange Zeit wesentlich gewogener war als denen, die keine oder geringe Dividenden ausschütteten.*

* Analytische Studien haben gezeigt, daß ein in Form von Dividenden ausgezahlter Dollar in der Regel einen positiven Effekt auf den Aktienkurs hatte, der viermal so hoch war wie der Effekt eines Dollar an Unternehmensgewinnen, der zurückbehalten wurde. In den Jahren vor 1950 zeigte sich dies besonders deutlich in der Energieversorgungsbranche. Aktien mit geringer Dividendenrendite wiesen ein niedrigeres Kurs-Gewinn-Verhältnis auf und erwiesen sich als besonders attraktiv, weil die Dividenden später erhöht

wurden. Seit 1950 haben sich die Dividendenzahlungen in dieser Branche weit stärker aneinander angeglichen.

Aktionäre und Management

299

In den vergangenen 20 Jahren hat die Theorie vom „profitablen Reinvestment" an Boden gewonnen. Je höher das Gewinnwachstum in der Vergangenheit ausgefallen ist, desto bereitwilliger akzeptieren Investoren und Spekulanten magere Dividenden. Das geht so weit, daß bei vielen Wachstumswerten die Dividendenrendite – und sogar der völlige Verzicht auf Dividenden – auf den Aktienkurs offensichtlich keinerlei Einfluß mehr hat.

Ein überzeugendes Beispiel für diese Entwicklung findet man in der Geschichte von Texas Instruments. Der Kurs der Stammaktie stieg zwischen 1953 und 1960 von fünf Dollar auf 256 Dollar. In diesem Zeitraum stieg der Gewinn je Aktie von 0,43 auf 3,91 Dollar, und es wurde keinerlei Dividende bezahlt. (Erst 1962 wurden Bardividenden ausgeschüttet, doch in diesem Jahr war der Gewinn je Aktie auf 2,14 Dollar gefallen, und die Aktie hatte einen spektakulären Kurssturz bis auf 49 Dollar erlitten.)

Ein weiteres Extrembeispiel liefert Superior Oil: 1948 wies das Unternehmen 35,26 Dollar Gewinn je Aktie aus, zahlte drei Dollar Dividende, und die Aktie kostete 235 Dollar. 1953

wurde die Dividende auf einen Dollar reduziert, doch der Jahreshöchstkurs lag bei 660 Dollar. 1957 wurde überhaupt keine Dividende bezahlt, und die Aktie kostete 2000 Dollar!

Dieser ungewöhnliche Titel sank 1962 auf 795 Dollar, als das Unternehmen 49,50 Dollar je Aktie verdiente und 7,50 Dollar Dividende zahlte.

Beim Thema Dividendenpolitik von Wachstumsunternehmen ist die Einstellung der Investoren alles andere als beständig. Die

widersprüchlichen Sichtweisen lassen sich gut am Beispiel von zwei unserer allergrößten Unternehmen veranschaulichen: AT & T und IBM. AT & T galt als Unternehmen mit guten Wachstumsaussichten; man erkennt das daran, das die Aktie 1961 mit einem Kurs-Gewinn-Verhältnis von 25 gehandelt wurde. Trotzdem blieb die Dividenden-

politik des Unternehmens für Investoren wie für Spekulanten ein Thema ersten Ranges. Der Aktienkurs reagierte schon auf Gerüchte über eine bevorstehende Dividenden-erhöhung. Andererseits wurde die Bardividende von IBM

offenbar vergleichsweise wenig beachtet. Beim Jahreshöchstkurs 1960 betrug die Dividendenrendite nur 0,5 Prozent, am Jahresende 1970 lag sie bei 1,5 Prozent. (In beiden Fällen hatten allerdings Aktiensplits großen Einfluß.) Die Beurteilung der Dividendenpolitik durch die Anleger scheint sich wie folgt zu entwickeln: Wenn das Hauptaugenmerk nicht auf dem Wachstum des Unternehmens liegt, wird die Aktie als Renditewert gesehen, und die Höhe der Dividende behält ihre traditionelle Bedeutung als wesentlicher Einflußfaktor auf den Kurswert. Das andere Extrem stellen schnell wachsende Unternehmen dar. In ihre Bewertung geht vor allem die zum Beispiel für die kommenden zehn Jahre erwartete Wachstumsrate ein, und die Höhe der Dividende ist mehr oder weniger bedeutungslos.

Diese Beschreibung trifft wohl auf die gegenwärtigen Bewertungstendenzen zu, sie ist aber keinesfalls ein Patentrezept für die Situation sämtlicher Stammaktien und vielleicht nicht einmal für die Mehrzahl von ihnen. Viele Unternehmen haben zum Beispiel eine Art Mittelposition zwischen Wachstum und Stagnation. In diesen Fällen läßt es sich schwer vorhersagen, welche Bedeutung dem Faktor Wachstum zugemessen wird, und die Beurteilung durch die Anleger kann sich von einem Jahr zum anderen radikal ver-

ändern. Außerdem erscheint es paradox, wenn man von Unternehmen mit langsamerem Wachstum eine großzü-

gigere Dividendenpolitik verlangt. Diesen steht nämlich in der Regel weniger Geld zur Verfügung, und in der Vergangenheit war die Erwartung großzügiger und steigender Dividendenzahlungen desto größer, je mehr finanzielle Mittel dem Unternehmen zur Verfügung standen.

Aktionäre und Management

301

Nach meiner Meinung sollten die Aktionäre entweder eine normale Ausschüttung der Unternehmensgewinne in Form von Dividenden verlangen – etwa in der Größenordnung von zwei Dritteln der Gewinne – oder aber den klaren Nachweis, daß die reinvestierten Gewinne zu einer zufriedenstel-lenden Steigerung des Gewinns pro Aktie geführt haben. Ein solcher Nachweis wäre im Fall eines anerkannten Wachstumsunternehmens in der Regel möglich. Aber in vielen anderen Fällen führt eine niedrige Dividendenrendite zu einem Kurswert der Aktie, der unter ihrem angemessenen Wert liegt, und dann haben die Aktionäre das Recht, nachzu-fragen und sich zu beschweren.

Eine knausrige Dividendenpolitik ist oft von solchen Unternehmen betrieben worden, deren finanzielle Lage relativ schwach war. Sie brauchten alle ihre Gewinne oder deren größten Teil (inklusive Abschreibungen), um Schulden zu begleichen oder ihre Eigenkapitalposition zu stärken. In einem solchen Fall können die Aktionäre nicht viel dagegen sagen. Sie können sich allenfalls beim Management darüber beschweren, daß es das Unternehmen in eine derart unbefriedigende Finanzlage gebracht hat. Dividenden werden von relativ finanzschwachen Unternehmen jedoch auch in der erklärten Absicht niedrig gehalten, weiter zu expandieren. Nach meiner Ansicht ist eine solche Politik ganz offensichtlich unlogisch. Die Aktionäre sollten sie erst nach einer vollständigen Erklärung und einer überzeugenden Recht-fertigung akzeptieren. Wenn man sich die Erfahrungen der Vergangenheit vor Augen hält, dann gibt es a priori keinen Grund für die Annahme, daß die Aktionäre davon profitieren werden, wenn ein Unternehmen mit mittelmäßigen

Resultaten und unter Beibehaltung seines alten Managements mit dem Geld der Eigentümer Expansionsversuche unternimmt.

Aktiendividenden und Aktiensplits

Für Investoren ist es wesentlich, den Unterschied zwischen der mit Recht so genannten Aktiendividende und dem Aktiensplit verstehen. Letzterer stellt eine Veränderung der Aktienstruktur dar, wobei typischerweise zwei oder drei neue Aktien für eine alte ausgegeben werden. Es besteht keine Verbindung zwischen den neuen Aktien und bestimmten Unternehmensgewinnen, die in einem bestimmten Zeitraum der Vergangenheit reinvestiert worden sind. Der Zweck des Splits ist die Erzieleung eines optisch niedrigeren Aktienkurses, weil man annimmt, ein solcher niedrigerer Kurs sei für alte und neue Aktionäre attraktiver. Ein Split kann durch eine Maßnahme durchgeführt werden, die man rein technisch als Aktiendividende bezeichnen könnte. Sie beinhaltet eine Umbuchung bestimmter Summen aus den Gewinnrücklagen ins Eigenkapital. Eine andere Möglichkeit ist die Herabsetzung des Nennwerts, wobei die Gewinnrücklagen unverändert bleiben.

Die Aktiendividende im eigentlichen Sinn des Wortes wird jedoch an die Aktionäre gezahlt, um ihnen einen greifbaren Nachweis beziehungsweise einen Gegenwert für ganz bestimmte Gewinne zu geben, die zu ihren Gunsten in das Unternehmen reinvestiert worden sind. Und zwar in einem relativ kurzen Zeitraum der Vergangenheit, in der Regel nicht mehr als zwei Jahre. Es ist heute gängige Praxis, eine solche Aktiendividende mit dem ungefähren Gegenwert zum Zeitpunkt ihrer Festsetzung zu bewerten und einen entsprechenden Betrag aus den Gewinnrücklagen auf das Eigenkapitalkonto zu buchen. Daher ist der Betrag einer Aktiendividende relativ klein, meistens liegt er unter fünf Prozent. Im Grunde hat eine derartige Aktiendividende den gleichen Effekt wie die Auszahlung der entsprechenden Summe aus den Gewinnen, wenn gleichzeitig zusätzliche **Aktionäre und Management**

Aktien im gleichen Gesamtwert an die Aktionäre verkauft werden. Eine Aktiendividende bringt jedoch wichtige Steu-ervorteile im Vergleich zur ansonsten gleichwertigen Kombination von Bardividenden und Bezugsrechten auf Aktien, die bei börsennotierten Energieversorgungsunternehmen üblich ist.

Die New York Stock Exchange hat die Marke von 25 Prozent als Trennlinie zwischen Aktiensplits und Aktiendividenden festgesetzt. Übersteigt die Kapitalmaßnahme diese Marke, dann ist eine Umbuchung von Gewinnrücklagen ins Eigenkapital nicht erforderlich.

Einige Unternehmen, in erster Linie Banken, folgen noch immer der alten Praxis, ihre Aktiendividenden ganz nach eigenem Belieben festzusetzen – zum Beispiel eine in Höhe von zehn Prozent, die mit den zuletzt erzielten Gewinnen in keinerlei Verbindung steht -, und solche Maßnahmen tragen zu einer unerwünschten Begriffsverwirrung in der Finanzwelt bei.

Ich bin seit langem ein großer Befürworter einer systema-tischen und klar formulierten Vorgehensweise bei der Ausschüttung von Bar- und Aktiendividenden. Dabei sollten Aktiendividenden regelmäßig gewährt werden, um alle Gewinne oder deren größten Teil zu kapitalisieren, die in das Unternehmen reinvestiert worden sind. Eine solche Politik, die 100 Prozent der reinvestierten Gewinne abdeckt, ist von Purex, Government Employees Insurance und vielleicht noch von einigen andern Unternehmen angewendet worden.

Aktiendividenden aller Art scheinen bei Akademikern, die über dieses Thema schreiben, auf Ablehnung zu stoßen. Die Autoren schreiben, diese Dividenden seien nichts weiter als wertlose Stücke Papier, sie gäben den Aktionären nichts, was diese nicht schon vorher hatten, und sie seinen mit zweck-losen Kosten und Unannehmlichkeiten verbunden. Meiner Ansicht nach ist das eine völlig verbohrte Sichtweise, die 304 **Intelligent investieren**

praktische und psychologische Aspekte eines Investments nicht berücksichtigt. Es trifft zu, daß eine regelmäßige Aktiendividende das Investment des Aktionärs nur formal verändert. Er hat nun 105 Aktien statt 100, aber ohne die Aktiendividende würden die ursprünglichen 100 Aktien den gleichen Anteil am Unternehmen repräsentieren wie es nun 105 Aktien tun. Die formale Veränderung ist für den Aktionär dennoch wichtig und wertvoll. Wenn er seinen Anteil an den reinvestierten Gewinnen zu Geld machen will, kann er es tun, indem er das neue Zertifikat verkauft, das man ihm zugeschickt hat. Sein altes darf er behalten. Er kann damit rechnen, daß er nun auf seine 105 Aktien die gleiche Bardividende erhält wie zuvor auf 100 Aktien. Ein fünfprozentiger Anstieg der Bardividende ohne die Aktiendividende wäre weit weniger wahrscheinlich gewesen.

Die Vorteile der regelmäßigen Gewährung von Aktiendividenden werden am offensichtlichsten, wenn man sie mit der üblichen Praxis der Energieversorgungsunternehmen vergleicht, großzügige Bardividenden zu zahlen und sich dann einen Großteil des ausgeschütteten Gelds von den Aktionären wieder zurückzuholen, indem man ihnen über Bezugsrechte zusätzliche Aktien verkauft. Wie ich schon erwähnt habe, würde sich für die Aktionäre nichts verändern, wenn sie statt der beliebten Kombination von Bardividenden und Aktienbezugsrechten Aktiendividenden erhielten – außer daß sie auf diese Weise die Einkommensteuer sparen würden, die sie auf Bardividenden bezahlen müssen. Wer ein größtmögliches jährliches Bareinkommen braucht oder wünscht, kann es erhalten, indem er die zusätzlichen Aktien verkauft, ebenso wie er bei der heute üblichen Ausschüttungspraxis seine Bezugsrechte verkaufen kann.

Die Gesamtsumme an Einkommensteuer, die man sparen könnte, wenn statt der üblichen Kombination von Bardividenden und Bezugsrechten Aktiendividenden gewährt **Aktionäre und Management**

würden, ist enorm. Ich dränge darauf, daß diese Ver-

änderung durchgeführt wird, obwohl sie für das US-Finanz-ministerium nachteilige Folgen hätte. Ich bin nämlich der Überzeugung, daß es völlig unberechtigt ist, eine zweite (persönliche) Einkommensteuer auf Gewinne zu erheben, die die Aktionäre in Wirklichkeit gar nicht erhalten haben, weil die Unternehmen sich das Geld durch Ausgabe neuer Aktien wieder zurückholen.

Erfolgreiche Unternehmen verbessern ständig ihre Pro-duktionsanlagen, ihre Produkte, ihre Buchhaltung, ihre Pro-gramme zur Manager-Ausbildung und das Verhältnis zu den Mitarbeitern. Es ist höchste Zeit, daß sie einmal darüber nachdenken, wie sie ihre wichtigsten finanziellen Maßnahmen verbessern können, unter denen die Dividendenpolitik einen bedeutenden Platz einnimmt.

KAPITEL

20

„Sicherheitsmarge“ als zentrales Anlagekonzept Alle erfahrenen Anleger wissen, daß das Konzept des Sicherheitsspielraums ganz außergewöhnlich entscheidend für die Auswahl von Anleihen und Vorzugsaktien ist.

So sollte zum Beispiel eine Eisenbahnanleihe eine fünffache Zinsdeckung aufweisen (vor Steuern), und das über eine ganze Reihe von Jahren, bevor man sie als sicher und erstklassig qualifizieren kann. Diese aus der Vergangenheit herrührende Fähigkeit der Gesellschaft, ihren Zinszahlungsver-pflichtungen zu entsprechen, ist die Sicherheitsmarge, die den Anleger vor zukünftigen, eventuellen Gewinnrückgängen schützt. Der Anleihengläubiger erwartet nicht, daß auch in Zukunft genausoviel wie in der Vergangenheit zusätzlich an Einkommen zu den Zinsen erwirtschaftet wird. Würde er das erwarten, so würde er eine wesentlich niedrigere Marge als die fünffache Zinsdeckung fordern. Auch versteift sich der Anleger nicht auf eine genaue Vorhersage der

zukünftigen Zinsdeckung; auch dann hätte er die Marge ja nicht nötig.

Hier wird sehr deutlich, daß die Funktion der Sicherheitsmarge darin besteht, unnötigerweise genaue Vorausschätzungen zu machen. Wenn die Marge groß genug ist, kann man eben annehmen, daß die Zinsen auf jeden Fall gedeckt sind, bzw. daß der Gewinn nicht so stark fällt, daß die Zinszahlungen in Gefahr geraten.

Man kann die Sicherheitsmarge bei Anleihen auch dadurch kalkulieren, daß man den Gesamtwert des Unter-308 **Intelligent investieren**

nehmens in Beziehung zum Fremdkapital setzt. Wenn das Unternehmen Kredite von 10 Mio. Dollar hat und 30 Mio.

Dollar wert ist, dann kann der Wert des Unternehmens um 2/3 fallen, bevor die Kredite notleidend werden. Man könnte diesen Deckungsgrad bei Anleihen auch dadurch ausrechnen, daß man den gesamten Börsenwert eines Unternehmens über einen Durchschnitt von mehreren Jahren in Beziehung zu den Schulden des Unternehmens setzt. Da allerdings Durchschnittskurse normalerweise auch von den durchschnittlichen Gewinnen her bestimmt werden, wird die Sicherheitsmarge des Eigenkapitals im Verhältnis zum Fremdkapital im allgemeinen auch dem Zinsdeckungsgrad entsprechen.

Soviel zum Konzept von Sicherheitsmargen bei Festverzinslichen. Wie steht es nun in dieser Hinsicht mit Aktien?

Kann man diese auch auf diesem Wertpapiergebiet anwenden? Zweifellos, aber mit einigen grundsätzlichen Modifika-tionen.

Manchmal kann man eine Stammaktie schon deswegen als sicher bezeichnen, weil sie eine ebenso große Sicherheitsmarge besitzt wie eine Anleihe. Das ist zwar sehr selten der Fall, aber es kommt zum Beispiel dann vor, wenn ein Unternehmen nur über Eigenkapital verfügt und die entsprechenden Stammaktien unter

Rezessionsbedingungen an der Börse weniger wert sind als Anleihen, die man hätte sicher emittieren können. Eine ganze Reihe von gut finanzierten Unternehmen wiesen diese Marge in der Rezession 1932/33

auf.

In diesem Fall erhält der Anleger den Sicherheitsspielraum einer Anleihe und zusätzlich noch die Chance von Kursgewinnen und höherer Verzinsung. Stammaktien, die unter solchen Bedingungen erworben werden können, repräsentieren ein Ideal an Sicherheit und Gewinnchancen. Als jüngstes Beispiel können wir auf National Presto Industries

verweisen, deren Aktien im Jahre 1972 mit insgesamt 42 Mio.

Dollar bewertet wurden. Mit 16 Mio. Dollar Gewinn hätte die Gesellschaft ohne weiteres einen gleichhohen Betrag an Anleihen absichern können.

Normalerweise allerdings liegt bei Stammaktien die Sicherheitsmarge bei einer erwarteten Ertragskraft, die beträchtlich die für Anleihen notwendige Ziffer übersteigt.

Derartige Aktien heute zu bekommen, ist allerdings besonders schwierig. Jedoch gibt es für den Anleger nicht nur das Risiko, einen zu hohen Kurs für qualitätsmäßig gute Papiere zu zahlen. Beobachtungen über einen sehr langen Zeitraum haben uns gelehrt, daß Anleger die größten Verluste erleiden, wenn sie Papiere niedriger Qualität in Haussezeiten erwerben. Die Anleger verwechseln in diesem Fall sehr oft die augenblicklichen Gewinne mit „Ertragskraft“ und kommen zu der Ansicht, daß Prosperität und Sicherheit identisch sind.

In solchen Zeiten können Anleihen und Vorzugsaktien minderer Qualität oft zu pari emittiert werden, wenn sie nur eine geringfügig

höhere Rendite oder ein Wandlungsrecht aufweisen. In solchen Zeiten können auch Neuemissionen von obskuren Aktiengesellschaften zu einem Preis emittiert werden, der in keinem Verhältnis mehr zum Buchwert steht.

Diese Aktien weisen keinerlei Sicherheitsmarge auf. Der Zinsdeckungsgrad muß über einen längeren Zeitraum gemessen werden können, insbesondere auch in Zeiten unterdurchschnittlicher Entwicklungen wie 1970/71. Das gleiche gilt auch für die Gewinne von Stammaktien, wenn man „Ertragskraft“ messen will.

Die Anlage in „Wachstumsaktien“ entspricht teilweise, und widerspricht teilweise unserem Prinzip der Sicherheitsmarge. Der Käufer von Wachstumspapieren ist auf Ertragskraft angewiesen, die deutlich über derjenigen normaler oder durchschnittlicher Aktien liegt. Damit ersetzt er die historischen Ertragszahlen durch geschätzte zukünftige. An 310 **Intelligent investieren**

sich gibt es keinen Grund dafür, anzunehmen, daß sorgfältig geschätzte zukünftig zu erwartende Erträge weniger zuverlässig sein sollten als historische Daten. Somit kann die Anlage in Wachstumstiteln unserer Theorie der Sicherheitsmarge entsprechen, sofern nur die Gewinne konservativ genug geschätzt werden und man für den Preis, den man zahlt, auch eine attraktive Sicherheitsmarge erhält.

Und genau hier liegt unser Problem. Denn die Börse zahlt für diese Papiere Preise, die keinesfalls konservativ geschätzten zukünftigen Gewinnen entsprechen. Die Sicherheitsmarge ist aber immer abhängig von der Höhe des gezahlten Preises. Sie wird bei einem bestimmten Kurs noch ausreichend sein, bei einem höheren Preis geringer werden, und bei einem extrem hohen Kurs wird sich überhaupt keine Sicherheitsmarge mehr errechnen lassen. Wenn, wie wir annehmen, der Kurs von Wachstumswerten im allgemeinen weit über dem Niveau liegt, das noch eine adäquate Sicherheitsmarge einschließt, so kann man auch durch stärkere Diversifikation das Risiko nicht verringern.

Besondere Beurteilungsmaßstäbe werden notwendig sein, damit die speziellen Risiken, die in diesem Markt liegen, ausgeschaltet werden. Das Konzept der Sicherheitsmarge gewinnt an Bedeutung, wenn wir es auf das Gebiet der unterbewerteten Papiere ausdehnen. Schon von der Definition her haben wir auf der einen Seite den Marktpreis des Papiers, auf der anderen Seite den errechneten „Wert“

des betreffenden Wertpapiers. Die Differenz zwischen beiden Kursen ist unsere Sicherheitsmarge. Hier sind Kalkulationen eher möglich und mit einem hinreichend guten Sicherheitsfaktor ausgestattet. Wenn sogenannte „unterbewertete“ Papiere erworben werden, braucht selbst ein geringfügiger Gewinnrückgang nicht dazu zu führen, daß die Operation kein zufriedenstellendes Ergebnis bringt. Die Sicherheitsmarge wird die meisten Risiken gut abdecken.

„Sicherheitsmarge“ als zentrales Anlagekonzept 311

Die Theorie der Diversifikation

Es gibt einen engen logischen Zusammenhang zwischen dem Konzept der Sicherheitsmarge und dem Prinzip der Diversifikation. Eins ist mit dem andern verbunden. Selbst wenn eine genügend große Sicherheitsmarge vorhanden ist, kann eine Anlage schieflaufen. Denn die Sicherheitsmarge garantiert dem Anleger nur, daß er eine gute Gewinnchance hat, und daß das Verlustrisiko weitaus geringer ist.

Aber die Sicherheitsmarge garantiert ihm nicht, daß ein Verlust unmöglich ist, sondern nur, daß die Verlustwahr-scheinlichkeit geringer als die Gewinnchance ist.

Diversifikation ist ein sehr alter Grundsatz für den konservativen Anleger. Indem die Anleger diesen Grundsatz so bereitwillig akzeptieren, beweisen sie, wieviel Gewicht sie auf die „Sicherheitsmarge“ legen.

Wir können diese Tatsache an einem kleinen Beispiel demonstrieren, und zwar am Roulette: Wenn hier jemand auf eine einzelne Zahl einen Dollar setzt, hat er die Chance, 35 Dollar zu verdienen, wenn er gewinnt. Die Wahrscheinlichkeit, daß er verliert, ist allerdings 37 : 1. Er hat damit eine negative „Sicherheitsmarge“. In diesem Fall ist Diversifikation sicherlich Dummheit. Auf je mehr Zahlen er setzt, um so kleiner ist seine Chance, einen Gewinn zu erwirtschaften.

Wenn er genau einen Dollar auf jede Zahl setzt (einschließ-

lich 00 und 0), verliert er bei jeder Drehung des Roulettes 2 Dollar. Aber nehmen wir einmal an, der Gewinner würde anstelle von 31 Dollar 39 Dollar Gewinn erzielen. Dann hätte er eine, wenn auch nur sehr kleine Sicherheitsmarge. In diesem Fall wird es so sein, daß, je mehr er setzt, die Chance auf einen Gewinn für ihn um so größer wird. Wenn er in diesem Fall auf jede Zahl einen Dollar setzt, wird er mit tödlicher Sicherheit 2 Dollar verdienen. Und das bei jeder Drehung des Rads.

Anlage und Spekulation

Da niemand für sich die Begriffe Spekulation und Anlage gepachtet hat, kann natürlich auch jedermann beide Begriffe unterschiedlich interpretieren. Viele Autoren leugnen, daß es irgendeinen wesentlichen Unterschied zwischen Wertpapieranlage und der Spekulation mit Wertpapieren gibt. Wir halten diese Ansicht für grundfalsch. Sie führt nur dazu, daß eine ganze Reihe von Anlegern sich in spekulatives Fahr-wasser begibt. Wir schlagen vor, daß unser Konzept der Sicherheitsmarge grundsätzlich zur Erklärung der Differenz von Spekulation und Anlage verwandt wird.

Wahrscheinlich meinen die meisten Spekulanten, daß sie dann, wenn sie ihre Engagements eingehen, mit sehr großer Sicherheit gewinnen werden.

Aber diese Erwartungen sind im allgemeinen nicht überzeugend. Sie beruhen auf subjektiven Beurteilungen der Situation. Wir bezweifeln, daß jemand, der an der Börse anlegt, nur weil er meint, der Markt werde sich wohl in Zukunft aufwärtsbewegen, in irgendeiner Form durch eine

„Sicherheitsmarge“ gedeckt ist.

Im Gegensatz dazu beruht die Sicherheitsmarge des Anlegers auf genau kalkulierten Berechnungen. Er wird sich genau an statistischen Daten ausrichten. Wir glauben auch, daß unsere Konzeption äußerst gut in praktischen Anlage-erfahrungen begründet liegt. Es gibt zwar keinerlei Garantie dafür, daß dieser fundamentale Weg für alle Zeiten gleich gute Resultate bringen wird. Aber es gibt bisher genauso-wenig einen Grund für die gegenteilige Behauptung.

Um zusammenzufassen: Wir sind der Auffassung, daß, wenn man eine wirkliche Wertpapieranlage vornimmt, man über eine genügend hohe Sicherheitsmarge verfügen sollte.

Und eine wahre Sicherheitsmarge ist die, die man tatsächlich anhand von Zahlen nachweisen kann.

„Sicherheitsmarge“ als zentrales Anlagekonzept 313

Das Anlagekonzept

Um unsere Diskussion über das Konzept der Sicherheitsmarge abzuschließen, müssen wir nun eine weitere Unterscheidung zwischen konventionellen und unkonventionellen Anlagen treffen. Konventionelle Anlagen sind für das typische Depot adäquat. Hierunter fallen Anleihen der Vereinigten Staaten und Anleihen von Industrieunternehmen allererster Qualität. Wir haben außerdem Länderanleihen und Kommunalobligationen für diejenigen empfohlen, die besonders von steuerbefreiten Wertpapieren profitieren können.

Außerdem fallen in diese Kategorie natürlich Aktien von Unternehmen allererster Qualität mit einer relativ hohen Dividendenrendite.

Unkonventionelle Engagements eignen sich nur für den aggressiven Anleger. Das Feld für eine Anlage ist hier relativ groß. Günstige Ergebnisse können dann mit zweitklassigen Werten erzielt werden, wenn diese „unterbewertet“ sind und zu weniger als 2/3 ihres „Wertes“ erworben werden können. Daneben gibt es oft eine ganze Reihe von Anleihen mittlerer Qualität, die dann erworben werden können, wenn sie weit unter „Wert“ gekauft werden können. In diesen Fällen wird der durchschnittliche Anleger geneigt sein, diese Werte als spekulativ einzustufen, da er in solchen Zeiten sehr oft erstklassige Qualität und Anlagechancen miteinander verwechselt. Nach unserer Meinung kann ein niedriger Kurs aus einer Aktie nur mittelmäßiger Qualität eine gute und interessante Anlage machen. Voraussetzung ist, daß der Anleger erfahren und gut informiert handelt und außerdem die Grundsätze der Diversifikation beachtet. Denn wenn nur der Kurs niedrig genug ist, um eine genügende Sicherheitsmarge zu schaffen, erfüllt die Aktie unsere Kriterien. Ein-Beispiel dafür sind Immobilienanleihen aus den zwanziger Jahren. Damals wurden für viele Milliarden Dollar Anleihen 314 **Intelligent investieren**

dieser Kategorie emittiert, und zwar zu pari und als „sichere“ Anlage. Allerdings hatte eine ganze Reihe dieser Papiere eine so geringe Sicherheitsmarge, daß man sie als äußerst spekulativ bezeichnen mußte.

In der Depression der dreißiger Jahre erlitten die meisten einen starken Kurszusammenbruch. Einige Papiere notierten nur noch zu 10. In diesem Moment betrachteten diejenigen Berater, die solche Papiere früher als „sichere“ Anlage zum Kauf empfohlen hatten, diese nun als „spekulativ“.

Aber tatsächlich schuf der Kursrückgang um 90 % nun eine so große Sicherheitsmarge, daß man die Papiere als äußerst attraktiv einstufen konnte.

Der „wahre“ Wert, der hinter diesen Papieren stand, war ja drei- bis viermal so hoch wie der letzte Kurs.

Die Tatsache, daß ein Kauf dieser Papiere dazu führte, daß man einen sogenannten großen „spekulativen“ Gewinn erzielte, verhinderte natürlich nicht, daß diese Papiere auf dem früheren äußerst niedrigen Niveau echten Anlagecharakter besaßen. Der „spekulative Gewinn“ war die Prämie für den Anleger, der klug genug war, eine derartige Anlage zu wagen.

Das gesamte Gebiet der „Spezialsituationen“ fällt in diese Anlagekategorie. Jedem Kauf geht genauso wie in dem obigen Fall eine äußerst genaue Analyse voraus. Diese Analyse muß zu dem Ergebnis kommen, daß die Gewinnchance im Verhältnis zum Verlustrisiko äußerst groß ist. Natürlich gibt es in jedem Fall spezifische Risiken; aber in der Gesamtanlage, die auf der Diversifikation beruht, müßten diese Risiken tragbar sein.

Um diese Diskussion zu einem logischen Ende zu führen, müßten wir an diesem Punkt empfehlen, dann, wenn es sich lohnt, auch Warrants bei historisch niedrigen Kursen zu kaufen. Diese Beispiele könnten für sie wie ein Schock wirken.

Trotzdem ist es nur eine logische Fortführung unserer Gedankengänge. Denn eine sorgfältige Analyse der Kurse von War-

rants in einem Baissemarkt kann durchaus zu der Feststellung führen, daß diese Papiere in einem eventuellen Haussemarkt ungewöhnliche Kurssteigerungen aufweisen werden. Wenn dann die Sicherheitsmarge nur groß genug ist, sollte eine Anlage in diesen Papieren ungemein interessant sein.

Abschlußbetrachtung

Anlagepolitik ist dann besonders erfolgreich, wenn sie geschäftsmäßig durchgeführt wird. Es ist erschreckend, wenn man

mitansehen muß, wie schlecht eine ganze Reihe erfolgreicher Geschäftsleute ihre Anlagepolitik durchführen und die Grundsätze dabei vergessen, die sie ansonsten im Geschäftsleben anwenden. Jede Aktie eines Unternehmens sollte zuerst als Anteil an einem Unternehmen angesehen werden. Und wenn jemand darauf aus ist, Gewinne in einem Unternehmen zu erzielen, muß er sich genauso nach den allgemeinen Geschäftspraktiken richten wie jeder andere.

Das erste und wichtigste Prinzip lautet: Sei Dir darüber im klaren, was Du tust! Für den Anleger bedeutet das, daß er nicht versucht, überdurchschnittliche Gewinne zu erzielen, solange er sich nicht genausogut in Wertpapieren und in der Bewertung von Wertpapieren auskennt wie ein Unternehmer, der ein bestimmtes Unternehmen betreibt.

Das zweite Prinzip: Laß nicht jemand anderen Dein Unternehmen leiten, solange Du 1) seine Ergebnisse nicht ausreichend genug bewerten kannst und 2) solange Du nicht genügend Vertrauen in seine Integrität und Fähigkeit hast.

Für den Anleger wird damit genau der Rahmen abge-steckt, innerhalb dessen er seine Anlageentscheidungen in fremde Hände gibt.

Ein drittes Prinzip: Fangen Sie nie ein Geschäft an, solange Sie nicht absolut sicher sind, daß eine genügend große Chance im Verhältnis zum Risiko besteht. Für den Anleger bedeutet das, daß seine Entscheidung nicht auf Optimismus basieren sollte, sondern auf genauer Kalkulationsgrundlage.

Ein viertes Prinzip: Vertrauen sie Ihrem Wissen und Ihrer Erfahrung. Wenn Sie zu einem guten Ergebnis gekommen sind, handeln Sie und warten Sie nicht auf andere. Genauso ist es an der Börse: Mut ist nach Wissen die wichtigste Tugend bei der Wertpapieranlage.

Allerdings braucht der Anleger nicht alle diese „Tugenden“

voll zu beherrschen, wenn er sich nur auf seine Grenzen besinnt und nicht Maximalgewinne erzielen will. Befriedigende Gewinne zu erzielen ist einfacher, als viele Leute denken, überdurchschnittliche Ergebnisse zu erreichen ist wesentlich schwerer als es aussieht!

Document Outline

- Inhaltsverzeichnis
- Vorwort von Warren E. Buffett
- Einf�hrung
- Intelligent investieren
  - KAPITEL 1: Anleger und Spekulant
    - Anlageergebnisse, mit denen der defensive Anleger rechnen sollte
      - 1. Was wir dazu vor sieben Jahren sagten
      - 2. Was ist seit 1964 geschehen?
      - 3. Erwartungen und Anlagepolitik gegen Ende 1971, Anfang 1972
    - Ergebnisse, die der aggressive Anleger erwarten sollte
      - 1. Trading
      - 2. Auswahl unter kurzfristigen Aspekten
      - 3. Auswahl aufgrund langfristig wirksamer Faktoren
  - KAPITEL 2: Der Anleger und die Inflation
    - Inflation und Gewinne der Unternehmen
    - Gibt es andere Anlagemedien, die vor der Inflation sch�tzen?
    - Zusammenfassung
  - KAPITEL 3: 100 Jahre B�rsengeschichte
  - KAPITEL 4: Allgemeine Portefeuille-Strategie
    - Der defensive Anleger
    - Das grunds�tzliche Problem der Mischung zwischen Aktien und Anleihen
    - Der Anteil der Anleihen
    - 1. US-Sparschuldverschreibungen, Serie E und Serie H
    - 2. Bundesanleihen
    - 3. Anleihen der L�nder und Kommunalobligationen
    - 4. Industrieanleihen

        - Anleihen mit ⁄berdurchschnittlicher Rendite
        - K⁄ndigungsrecht des Schuldners
        - Vorzugsaktien
        - Wertpapierarten
    - KAPITEL 5: Der konservative Anleger und Aktien
        - Anlagekriterien bei Stammaktien
        - Regeln f⁄r den Aktienanteil
        - Wachstumswerte und der defensive Anleger
        - Ver⁄nderungen im Portefeuille
        - ⁄Dollar Cost Averaging⁄
        - Die pers⁄nliche Lage des Anlegers
        - Einige Bemerkungen zum Risiko
    - KAPITEL 6: Die Depotstrategie f⁄r den aggressiven Anleger:
        - Worauf er achten und welche Erwerbsstrategien er vermeiden sollte
        - Zweitklassige Anleihen und Vorzugsaktien
        - Ausl⁄ndische Anleihen
        - Neuemissionen im allgemeinen
        - Die Emission von Stammaktien
    - KAPITEL 7: Anlagepolitik des aggressiven Anlegers: Welche Engagements er eingehen kann
        - Engagements in Stammaktien
        - Allgemeine B⁄rsenstrategie: ⁄Formula Investing⁄
        - Kaufen von Wachstumsaktien
        - Welche Engagements wir dem aggressiven Anleger empfehlen
        - Der Kauf von Aktien relativ unpopul⁄rer gro⁄er Gesellschaften
        - Kauf von weitgehend unterbewerteten Papieren
        - Zweitklassige Werte, die als unterbewertet gelten k⁄nnen
        - Spezialsituationen
        - Auswirkungen unserer Anlagestrategien
    - KAPITEL 8: Der Anleger und Kursschwankungen

        - Kursschwankungen als Kriterien f&#65533;r Anlageentscheidungen
        - Die Konzeption: Kaufe in der Baisse, verkaufe in der Hausse
        - Formelpl&#65533;ne
        - Kursschwankungen im Portefeuille des Anlegers
        - Unternehmensbewertung im Vergleich zur Aktienbewertung
        - Das A & P-Beispiel
        - Zusammenfassung
        - Kursschwankungen bei Festverzinslichen
    - KAPITEL 9: Der Erwerb von Investmentfonds
        - Die &#65533;Performance&#65533; der Investmentfonds
        - &#65533;Performance Funds&#65533;
        - Geschlossene Fonds im Vergleich zu offenen Fonds
        - Anlage in Balanced Funds
    - KAPITEL 10: Der Anleger und seine Berater
        - Anlageberater und Beratungsservice der Banken
        - B&#65533;rsendienste
        - Empfehlungen von Brokerh&#65533;usern
        - Das CFA (Certificate for Financial Analysts)
        - Die Zusammenarbeit mit Brokerh&#65533;usern
        - Investment-Banker
        - Andere Berater
        - Zusammenfassung
    - KAPITEL 11: Wertpapieranalyse f&#65533;r den Laien
        - Allgemeine Strategie
        - Bonit&#65533;tspr&#65533;fung bei Anleihen
            - 1. Unternehmensgr&#65533;&#65533;e
            - 2. Stock / Equity Ratio
            - 3. Wert der Immobilien
        - Die Bewertung von Aktien
        - Faktoren, die den Kapitalisierungsfaktor beeinflussen
            - 1. Allgemeine langfristige Aussichten
            - 2. Management

        - 3. Kapitalstruktur
        - 4. Dividende
    - Kapitalisierungsfaktoren f&#65533;r Wachstumswerte
    - Die Analyse von Industriezweigen
    - Der Bewertungsproze&#65533;
- KAPITEL 12: Was man &#65533;ber den Gewinn pro Aktie wissen sollte
    - Durchschnittsgewinne
    - Berechnung der vergangenen Wachstumsraten
- KAPITEL 13: Ein Vergleich zwischen vier b&#65533;rsennotierten Gesellschaften
    - 1. Rentabilit&#65533;t
    - 2. Stabilit&#65533;t
    - 3. Wachstum
    - 4. Finanzstatus
    - 5. Dividenden
    - 6. Kursentwicklung
    - Allgemeine Betrachtungen &#65533;ber die vier Gesellschaften
    - Emhart und Eltra
    - Zusammenfassung
- KAPITEL 14: Aktien f&#65533;r den konservativen Anleger
    - 1. Ausreichende Gr&#65533;&#65533;e des Unternehmens
    - 2. Ausreichende Finanzierungsrelationen
    - 3. Gewinnstabilit&#65533;t
    - 4. Dividendenzahlungen
    - 5. Gewinnwachstum
    - 6. Kurs-Gewinn-Verh&#65533;ltnis
    - 7. Buchwert
    - Allgemeine Bemerkungen
    - Anwendung unserer Anlagekriterien f&#65533;r die Dow-Jones-Werte in 1971
    - Energieversorgungsunternehmen
    - Anlage in Aktien aus dem Finanzsektor
    - Eisenbahnwerte

        - Auswahlkriterien f&#65533;r den konservativen Anleger
    - KAPITEL 15: Aktien f&#65533;r den aggressiven Anleger
        - Eine Zusammenfassung der Graham-Newman-Methode
        - Arbitrage
        - Liquidation
        - Hedge
        - Unterbewertete Papiere
        - Zweitrangige Gesellschalten
        - Aktien herausfiltern anhand des Stock Guide
        - Einzelkriterien zur Auswahl von Aktien
        - V&#65533;llig unterbewertete Aktien
        - Spezial-Situationen
            - Fall 1
            - Fall 2
            - Fall 3
        - Noch einige Kommentare zu den oben aufgef&#65533;hrten Beispielen
    - KAPITEL 16: Wandelanleihen und Optionsscheine
        - Der Effekt von Wandelanleihen auf den Status der Stammaktien
        - Umtauschoperationen von Stammaktien in Wandelvorzugsaktien
        - Optionsscheine (Warrants)
    - KAPITEL 17: Vier extrem lehrreiche Fallstudien
        - Der Fall Penn Central
            - Schlu&#65533;folgerung
        - Ling Temco Vought Inc.
        - Die &#65533;bernahme von Sharon Steel durch NVF
            - Erster Kommentar
            - Zweiter Kommentar
            - Die Bilanzierungstricks
            - Andere ungew&#65533;hnliche Positionen
        - AAA Enterprises
            - Geschichte
            - Kommentar

        - Weitere Entwicklung
        - Weitere Kommentare
        - Schlu&#65533;kapitel
        - Moral der Geschichte
    - KAPITEL 18: Vergleich von acht verschiedenen &#65533;Aktienpaaren&#65533;
        - 1. Real Estate Investment Trust (Kaufh&#65533;user, B&#65533;ros, Fabrikanlagen etc.) und Realty Equities Corp. of New York
        - 2. Air Products and Chemicals (Industriegase) und Air Reduction Co. (Chemikalien und Industriegase)
        - 3. American Home Products Co. (Pharmazeutika, kosmetische Erzeugnisse) und American Hospital Supply Co. (Hersteller und Handels-unternehmen von Krankenhausausr&#65533;stungen)
        - 4. H & R Block, Inc. (Steuerberatungsdienst) und Blue Bell, Inc. (Arbeitsanz&#65533;ge, Uniformen etc.)
            - Schlu&#65533;folgerung
        - 5. International Flavors & Fragrances (Duftstoffe) und International Harvester Co. (Lkw, landwirtschaftliche Maschinen, Baumaschinen)
            - Kommentar und Schlu&#65533;folgerung
        - 6. McGraw Edison (Versorgungsunternehmen, etc.) McGraw Hill, Inc. (Verlag)
        - 7. National General Corp. (Konglomerat) und National Presto Industries (elektrische Konsumg&#65533;ter)
        - 8. Whiting Corp. (Maschinenbau) und Willcox & Gibbs (kleines Konglomerat)
        - Allgemeine Betrachtungen
    - KAPITEL 19: Aktion&#65533;re und Management:
        - Die Dividendenpolitik
        - Die Aktion&#65533;re und die Dividendenpolitik
        - Aktiendividenden und Aktiensplits
    - KAPITEL 20: &#65533;Sicherheitsmarge&#65533; als zentrales Anlagekonzept

- Die Theorie der Diversifikation
- Anlage und Spekulation
- Das Anlagekonzept
- Abschlu&#xfffd;betrachtung